



Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

30. Januar 2017

Autoren

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
Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis

Seite

Prognosetabellen.....	2
Deutschland: Sonderfaktoren trugen zu starkem BIP-Wachstum von 1,9% in 2016 bei.....	3
„Border Adjustment Tax“: Was ist das und was bedeutet es für deutsche Unternehmen?	7
EZB: Geduld, Transparenz und Kerninflation	11
DB Makro-Überraschungsindex	
Deutschland	13
Exportindikator	14
Eventkalender	15
Datenkalender	16
Finanzmarktprognosen.....	17
Datenmonitor	18

Original in Englisch: 27. Januar 2017

Deutschland: Sonderfaktoren trugen zu starkem BIP-Wachstum von 1,9% in 2016 bei. Das BIP-Wachstum in 2016 erhöhte sich im Vergleich zu den beiden Vorjahren weiter (1,9% gg. Vj. nach 1,7%, bzw. 1,6%). Einige temporäre Faktoren (Flüchtlingszustrom, geringe Inflation, Stärke des Arbeitsmarktes) sorgten für eine äußerst robuste Binnenwirtschaft. Die Verlangsamung der Exporte belastet dagegen die privaten Ausrüstungsinvestitionen. Etwa die Hälfte des BIP-Wachstums ging auf Staatsausgaben zurück. Insgesamt deckte sich die Entwicklung weitgehend mit unseren Erwartungen und verändert daher unseren Ausblick auf 2017 nicht: Da einige günstige Faktoren abklingen und ein Arbeitstageseffekt dämpft, dürfte sich das BIP-Wachstum in 2017 auf 1,1% abschwächen. Jüngste Stimmungsindikatoren signalisieren gewisse Aufwärtsrisiken für unsere Konjunkturprognose.

„Border Adjustment Tax“: Was ist das und was bedeutet es für deutsche Unternehmen? Donald Trump und die US-Republikaner planen eine Unternehmenssteuerreform, die unter anderem eine so genannte „Border Adjustment Tax“ enthalten könnte. Zwar ist es derzeit unklar, ob, in welcher Form und wann diese eingeführt wird. Falls sie kommt, dürften die Effekte auf deutsche Unternehmen angesichts der Bedeutung der USA als Absatz- und Produktionsstandort und des US-Dollars für den internationalen Handel und die Finanzmärkte jedoch beträchtlich sein. Prinzipiell würde eine „Border Adjustment Tax“ im Vergleich zum jetzigen System amerikanische Importe verteuern und eine Entlastung für die US-Exporteure mit sich bringen. Dieser Effekt könnte allerdings durch eine steuerinduzierte Aufwertung des US-Dollars gedämpft werden. Weder Donald Trump noch die Republikaner im Repräsentantenhaus und Senat haben sich zu Details geäußert. Es bestehen allerdings Sorgen, dass die Steuerpläne gegen WTO-Recht verstoßen könnten.

EZB: Geduld, Transparenz und Kerninflation. Wie erwartet, hat sich die EZB bei ihrer Sitzung im Januar geduldig gezeigt. Die dynamischeren Konjunktur- und Inflationsdaten der letzten Wochen haben der EZB noch keinen Anlass gegeben, ihre geldpolitische Ausrichtung zu überdenken, insbesondere da die Kerninflation noch keine Aufwärtstendenz zeigt. Frühestens im Juni dürften die aktuelle Inflationsrate und die Inflationserwartungen Niveaus erreicht haben (1 bis 1,25%, bzw. bei den Inflationsprognosen des EZB-Stabes 1,7% für 2019), die die Kriterien für eine Anpassung der Geldpolitik erfüllen. Sollte sich aber unsere vorsichtigere Einschätzung bestätigen und sich das Wachstum innerhalb der EWU im ersten Halbjahr Richtung Trendrate verlangsamen, könnte es erst im September zu einer Taper-Entscheidung kommen.



Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Euroland	1,7	1,3	1,5	0,2	1,4	1,5	2,9	2,8	2,5	-1,8	-1,5	-1,5
Deutschland	1,9	1,1	1,5	0,5	1,6	1,6	8,8	8,2	7,8	0,5	0,5	0,2
Frankreich	1,2	1,3	1,1	0,3	1,2	1,3	-0,5	-0,3	-0,1	-3,2	-3,2	-3,1
Italien	0,9	0,7	0,7	-0,1	1,0	1,2	2,9	2,7	2,3	-2,3	-2,3	-2,3
Spanien	3,3	2,5	2,2	-0,4	1,7	1,7	1,9	1,7	1,7	-4,4	-3,2	-2,8
Niederlande	2,1	2,1	1,5	0,1	1,0	1,2	10,5	10,2	10,2	-1,1	-0,7	-0,5
Belgien	1,2	1,1	1,3	1,8	2,0	1,8	1,0	1,0	1,0	-3,0	-2,5	-2,6
Österreich	1,3	1,5	1,6	1,0	1,8	1,6	2,6	2,8	3,1	-1,4	-1,2	-1,0
Finnland	1,5	1,2	1,5	0,4	1,3	1,4	-0,6	-0,4	-0,3	-2,3	-2,2	-1,7
Griechenland	0,3	1,4	1,6	0,2	1,3	1,0	1,0	1,2	1,5	-3,7	-2,4	-2,2
Portugal	1,2	1,2	1,1	0,7	1,4	1,5	0,5	0,7	0,7	-2,8	-2,5	-2,5
Irland	3,3	2,8	3,0	-0,2	1,1	1,4	12,0	10,0	8,0	-1,1	-1,1	-1,0
Großbritannien	2,0	1,2	1,1	0,7	2,3	2,7	-5,2	-4,8	-4,0	-3,3	-2,9	-2,5
Dänemark	1,0	1,7	1,8	0,3	1,1	1,4	6,5	6,5	6,5	-2,1	-2,5	-1,9
Norwegen	0,7	1,6	1,8	3,5	2,7	2,5	4,4	6,2	7,0	3,7	3,9	4,2
Schweden	3,2	2,0	2,3	1,0	1,7	1,9	4,6	4,2	4,4	0,1	-0,2	0,0
Schweiz	1,4	1,5	1,7	-0,3	0,5	0,7	9,5	9,3	9,0	-0,1	-0,1	-0,1
Tschech. Rep.	2,6	2,7	2,7	0,7	2,2	2,2	2,1	1,0	0,5	-0,2	-0,6	-0,6
Ungarn	2,4	3,0	2,8	0,4	2,2	2,9	5,6	4,5	4,1	-1,8	-2,5	-2,3
Polen	2,8	3,2	3,4	-0,6	1,6	1,8	-0,5	-1,3	-1,5	-2,6	-3,0	-2,9
USA	1,6	2,5	3,6	1,3	1,9	2,2	-2,8	-3,4	-4,1	-3,2	-3,1	-2,5
Japan	1,0	1,1	1,4	-0,1	0,6	1,2	3,7	3,6	3,7	-4,7	-4,5	-4,0
China	6,7	6,5	6,0	2,0	2,5	2,6	2,4	2,1	1,8	-4,0	-4,0	-4,0
Welt	3,0	3,5	3,9	4,2	5,2	4,4						

*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.

	2014					2015					2016				2017			
	2014	2015	2016	2017P	2018P	Q1	Q2	Q3	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	
BIP	1,6	1,7	1,9	1,1	1,5	0,7	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3
Privater Konsum	0,9	2,0	2,0	1,2	1,4	0,6	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Staatsausgaben	1,2	2,8	4,2	2,2	1,0	1,1	1,2	1,0	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	3,4	1,7	2,5	0,9	2,4	1,6	-1,6	0,0	0,5	0,7	0,4	0,4	0,6	0,7	0,4	0,4	0,6	0,6
Ausrüstungen	5,5	3,7	1,7	-1,5	2,4	1,1	-2,3	-0,6	-1,0	0,5	0,2	0,3	0,2	0,5	0,2	0,3	0,2	0,2
Bau	1,9	0,3	3,1	2,2	2,8	2,3	-1,9	0,3	1,8	1,1	0,5	0,5	0,9	1,1	0,5	0,5	0,9	0,9
Lager, %-Punkte	-0,3	-0,5	-0,4	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exporte	4,1	5,2	2,5	1,8	3,7	1,4	1,2	-0,4	0,4	0,6	0,8	1,1	1,0	0,6	0,8	1,1	1,0	1,0
Importe	4,0	5,5	3,4	2,5	4,2	1,5	0,1	0,2	0,6	0,7	0,9	1,3	1,1	0,7	0,9	1,3	1,1	1,1
Nettoexport, %-Punkte	0,4	0,3	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsumentenpreise*	0,9	0,2	0,5	1,6	1,6	0,3	0,1	0,5	1,1	2,5	1,4	1,3	1,1	2,5	1,4	1,3	1,1	1,1
Arbeitslosenquote, %	6,7	6,4	6,1	6,2	6,6	6,2	6,1	6,1	6,0	6,1	6,2	6,3	6,4	6,1	6,2	6,3	6,4	6,4
Industrieproduktion	1,5	0,5	1,3	0,8	1,2													
Budgetsaldo, % BIP	0,3	0,7	0,6	0,5	0,2													
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	74,9	71,2	68,2	65,9	63,5													
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,3	8,5	8,8	8,2	7,8													
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	213	256	275	265	259													

*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

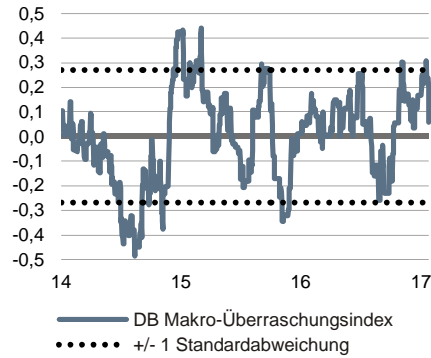


Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

DB Makro-Überraschungsindex

1

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen



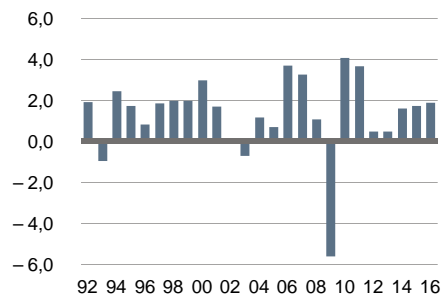
Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Das dritte Jahr in Folge solides BIP-Wachstum

2

Real, % gg. Vj.

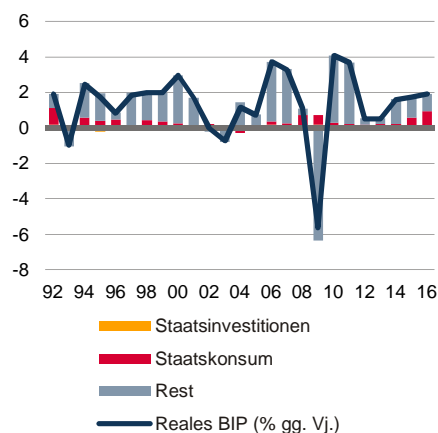


Quelle: Statistisches Bundesamt

Etwa die Hälfte des BIP-Wachstums 2016 durch den Staatssektor

3

Wachstumsbeiträge, %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Deutschland: Sonderfaktoren trugen zu starkem BIP-Wachstum von 1,9% in 2016 bei

- Das BIP-Wachstum in 2016 erhöhte sich im Vergleich zu den beiden Vorjahren weiter (1,9% gg. Vj. nach 1,7% zuvor). Einige temporäre Faktoren (Flüchtlingszustrom, geringe Inflation, Stärke des Arbeitsmarktes) sorgten für eine äußerst robuste Binnenwirtschaft. Die Verlangsamung der Exporte belastet dagegen die privaten Ausrüstungsinvestitionen. Etwa die Hälfte des BIP-Wachstums ging auf Staatsausgaben zurück.
- Insgesamt deckte sich die Entwicklung weitgehend mit unseren Erwartungen und verändert daher unseren Ausblick auf 2017 nicht: Da einige günstige Faktoren abklingen und ein Arbeitstageffekt dämpft, dürfte sich das BIP-Wachstum in 2017 auf 1,1% abschwächen. Die Stimmungsindikatoren signalisieren aber Aufwärtsrisiken für unseren Ausblick.

Wachstum in 2016: Breit gefächert, aber konsumgetrieben ...

Die deutsche Wirtschaft wuchs 2016 um 1,9%. Dies stand im Einklang mit unserer Erwartung, lag aber etwas über dem Reuters-Konsensus (1,8%). Es deckte sich auch mit unserer Prognose vom Dezember 2015. Im Vergleich zu den beiden Vorjahren erhöhte sich das Wachstum damit leicht (1,6% und 1,7%) auf die höchste Wachstumsrate seit 2011.

Das Wachstum war breit gefächert und alle Hauptkomponenten des BIP expandierten. Insbesondere der Konsum des Privat- (+2,0% gg. +2,0%) und des öffentlichen Sektors (+4,2% gg. 2,7%) trug zum BIP-Wachstum bei (1,9%-Punkte). Bruttoanlageinvestitionen erhöhten sich moderat (2,5% gg. 1,7%). Während Bauinvestitionen zulegten, verlangsamte sich das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen. Der Wachstumsbeitrag der Bruttoanlageinvestitionen von 0,5%-Punkten wurde dadurch ausgeglichen, dass der Lagerabbau (-0,4%-Punkte) das dritte Jahr in Folge und die Nettoexporte (-0,1%-Punkte) Wachstum kosteten. Der negative Außenbeitrag ergab sich durch die merkliche Verlangsamung des Exportwachstums (+2,5% gg. +5,2%) und ein schnelleres Importwachstum (+5,5% gg. +3,4%).

... und schwächer, als die Rate suggeriert

Angesichts des außenwirtschaftlichen Gegenwinds war das Wachstum in 2016 sehr stark. Das BIP-Wachstum insgesamt dürfte aber die zugrundeliegende Dynamik überzeichnen.

- Etwa die Hälfte des Gesamtwachstums ging auf Staatsausgaben zurück. In Folge der höheren flüchtlingsbezogenen Ausgaben, welche insbesondere auf der kommunalen Ebene anfielen, stiegen die Konsumausgaben des Staates (+4,2% gg. 2,7%) so schnell wie nie seit der Wiedervereinigung. Dank höherer Bau- und Ausrüstungsinvestitionen (insb. Militär) stiegen die Staatsinvestitionen (+5,8% gg. 3,4%) so kräftig wie seit 2009 nicht. Das Wachstum der staatlichen Konsumausgaben dürfte sich 2017 deutlich verlangsamen, da die Anzahl der in Deutschland ankommenden Flüchtlinge im Jahr 2016 im Vergleich zum Jahr 2015 deutlich zurückging (280.000 gg. 890.000). Durch das bereits hohe Niveau und Kapazitätsengpässe in der Bauwirtschaft dürften sich die Investitionen des Staates ebenfalls etwas verlangsamen.
- Der private Konsum profitierte vom positiven Effekt der niedrigen Inflation auf die Realeinkommen und vom Flüchtlingszustrom (Ausgaben der

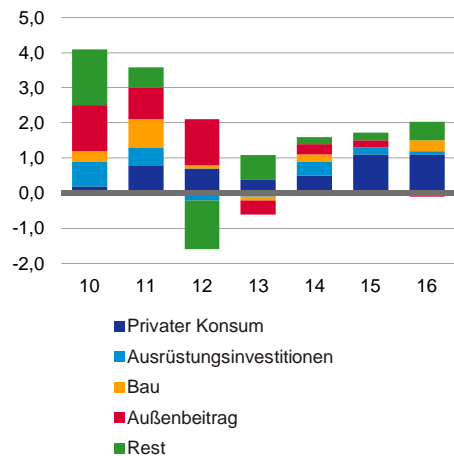


Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

Auf privaten Konsum entfiel mehr als die Hälfte des BIP-Wachstums 2016

4

Wachstumsbeitrag, % gg. Vj.

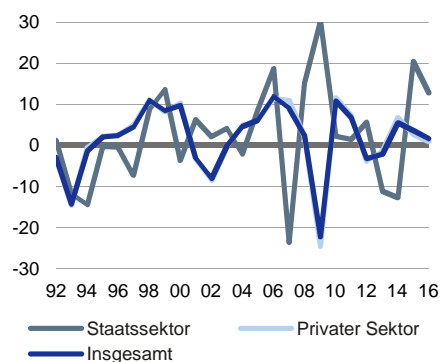


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Schwache Ausrüstungsinvestitionen des Privatsektors

5

Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.

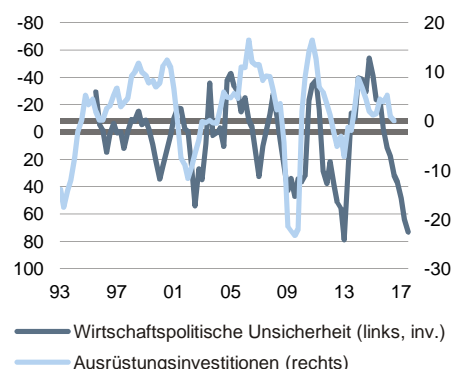


Quelle: Statistisches Bundesamt

Politische Unsicherheit dürfte Investitionen dämpfen

8

Veränd. gg. Vj., Indexp., 4Q-Schnitt, 3Q vorgeschoben (l.); % gg. Vj. (r.)



Quellen: Statistisches Bundesamt, "Measuring Economic Policy Uncertainty" by S. Baker, N. Bloom & S. Davis

Flüchtlinge aus staatlichen Unterstützungszahlungen zählen zum privaten Konsum). Beide Effekte dürften im Verlauf des Jahres 2017 nach und nach schwinden.

iii. Ausrüstungsinvestitionen sind ein wichtiger Gradmesser für Nachfrage-/ Exporterwartungen. Die Wachstumsverlangsamung der Ausrüstungsinvestitionen von 3,7% auf 1,8% im Jahr 2016 verdeckt die Schwäche der privaten Investitionen. Das Ausrüstungsinvestitionswachstum des Privatsektors kühlte sich von 2,7% auf 0,8% ab. Wir weisen schon seit langer Zeit darauf hin, dass die moderate Auslastung der Kapazitäten zusammen mit der Verlangsamung des Exportwachstum und der erhöhten Unsicherheit die Investitionen dämpfen dürften. Dies trifft angesichts der vollgepackten politischen Agenda insbesondere auf das erste Halbjahr 2017 zu.

Einkommen: Starkes Wachstum der Beschäftigung und Löhne erhöht das Arbeitseinkommen

Die verfügbaren Einkommen stiegen dank der anhaltend günstigen Arbeitsmarktlage und der gedämpften Inflation kräftig (nominal: 2,8%, real: 2,3%). Die Bruttolöhne erhöhten sich um 3,7%. Lässt man 2013 außen vor (+1,7%), stiegen sie in den vergangenen sieben Jahren jeweils deutlich stärker als 3% (Durchschnitt: 3,8%). Im Jahr 2016 ergab sich das Wachstum durch einen Anstieg der Beschäftigung (+1,0% gg. +0,9%) und der Bruttolöhne je Beschäftigten (2,5% gg. 2,7%).

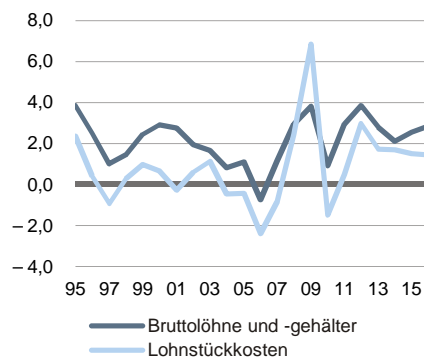
Zusammen mit dem nur moderaten Anstieg der Produktivität folgte daraus das vierte Jahr in Folge ein Anstieg der Lohnstückkosten von etwa 1,5%. Eine Last für die Profitabilität der Unternehmen.

Monetäre Sozialleistungen (z.B. Renten) stiegen erneut kräftig an (+3,3% gg. 3,8%). Unternehmens- und Vermögenseinkommen erhöhten sich dagegen nur um 2,2% (gg. 1,8%) und im Durchschnitt der vergangenen sieben Jahre nur um 1,2%. Darin spiegelt sich die insgesamt flache Entwicklung der Profitabilität und das Niedrigzinsumfeld. Die Sparquote erhöhte sich das dritte Jahr in Folge leicht auf 9,8% (2013: 9,0%).

Kräftiges Lohnwachstum erhöht Lohnstückkosten

6

% gg. Vj.

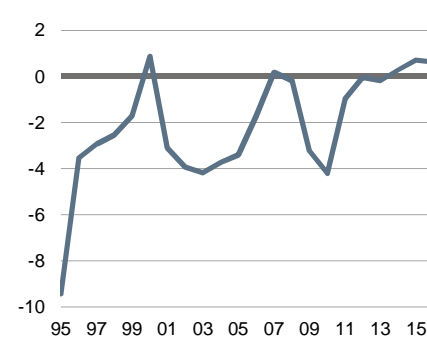


Quelle: Statistisches Bundesamt

Anhaltende Haushaltsüberschüsse

7

Finanzierungssaldo, % des BIP



Quelle: Statistisches Bundesamt



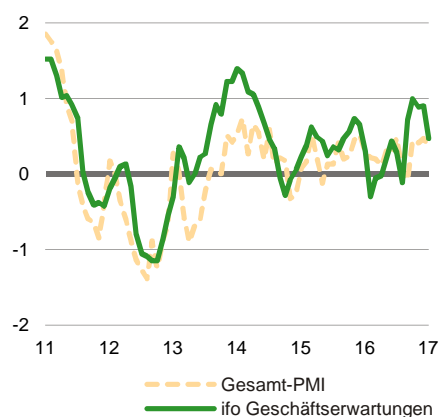
Staat: Budgetüberschuss trotz Flüchtlingszustrom

Der Budgetüberschuss des Staates lag mit +0,6% des BIP nahe an unseren Erwartungen von 0,5%. Trotz des deutlichen Anstiegs der flüchtlingsbezogenen Ausgaben war das nur ein kleiner Rückgang im Vergleich zum Jahr 2015 (+0,7%). Von den anderen europäischen Ländern und der EU-Kommission dürfte dies skeptisch gesehen werden, da Deutschland als eines der wenigen EU-Länder mit einem Überschuss ihrer Ansicht nach Spielraum für eine expansive Politik hätte. Für das Jahr 2017 rechnen wir zwar erneut mit einem deutlichen Budgetüberschuss (+0,5%). Dieser dürfte in den folgenden Jahren aber durch die Alterung der Bevölkerung, potenziell höhere Staatsausgaben der nächsten Regierung und z.B. durch geopolitische Herausforderungen und bei einer Verlangsamung des Beschäftigungswachstums vom derzeitigen Rekordhoch deutlich schwächer ausfallen. Der Budgetsaldo der Kommunen (EUR -0,2 Mrd. gg. EUR 4 Mrd.) und der Länder verschlechterte sich hauptsächlich wegen der Flüchtlingsausgaben. Dies wurde aber durch arbeitsmarktbedingt sprudelnde Einnahmen des Sozialversicherungssystems mehr als ausgeglichen (Saldo: EUR 6,8 Mrd. gg. 2,1 Mrd.). Der öffentliche Schuldenstand fiel von 71,2% (2015) des BIP auf 68,1%.

Solide Stimmungskennzeichen

9

Standardisierte Werte



Quellen: Markit, ifo, Deutsche Bank Research

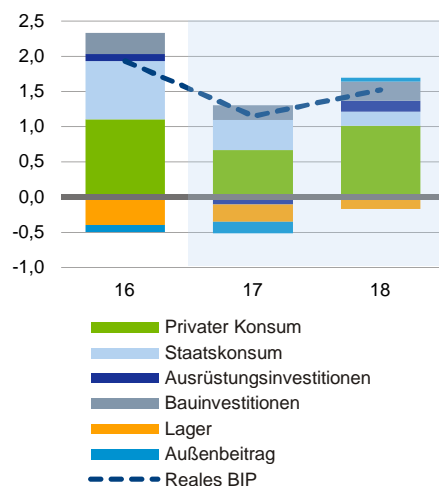
BIP-Wachstum in 2016 wohl mit starkem Schlussquartal

Mit den bislang veröffentlichten vorläufigen Jahreszahlen 2016 wurden wie üblich keine Wachstumsraten für das vierte Quartal genannt. Dies erfolgt mit einer Verzögerung im Februar (Vorläufiges BIP-Gesamtwachstum 14. und die Details am 23.). Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes während der Pressekonferenz dürfte das Wachstum bei etwa einem halben Prozent gelegen haben (n-tv), was ebenfalls unserer ursprünglichen Prognose entspricht und auf die verfügbaren monatlichen harten Konjunkturindikatoren gestützt ist. Stimmungskennzeichen deuten auf Aufwärtsrisiken hin (PMI/ifo: +0,6% bis 0,8%). Die Stimmungskennzeichen deuten auf ein Wachstum von 0,5% in Q1 2017, was leicht über unserer Prognose von 0,4% gg. Vq. liegt. Insgesamt sehen wir derzeit keine Notwendigkeit unsere Wachstumsprognose über kleinere Detailanpassungen hinaus zu überarbeiten, da das BIP-Gesamtwachstum und die Komponenten weitgehend im Einklang mit unseren Erwartungen waren.

Binnenwirtschaft dürfte Hauptwachstumstreiber bleiben

10

Beiträge zum realen BIP-Wachstum, gg. Vq., %-Punkte



Quelle: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Ausblick 2017: Solide, trotz nachlassendem Rückenwind¹

Die deutsche Wirtschaft dürfte 2017 einen Gang zurückschalten. Wir prognostizieren eine Wachstumsrate von 1,1%. Das ist zwar nahezu eine Halbierung des Wachstums, allerdings geht etwa die Hälfte auf einen Arbeitstageffekt zurück. Rechnet man diesen heraus, verlangsamt sich das Wachstum nur noch von 1,8% auf 1,4%. Damit läge es aber immer noch über der mittelfristigen Potentialrate, die sich angesichts der demografischen Aussichten Deutschlands und der Produktivitätsentwicklung ergibt.

Die Verlangsamung basiert auf unserer Erwartung, dass der kräftige Rückenwind für den privaten und staatlichen Konsum aufgrund anziehender Inflation und der stark eingeschränkten Flüchtlingszuwanderung abflaut. Die Inflation dürfte getrieben vom ölpreisbedingten Anstieg der Energiepreise von 0,5% auf 1,6% zulegen. Zudem unterstellen wir eine anhaltende Flüchtlingszuwanderung in ähnlicher Höhe wie im Herbst 2016 (16.000 pro Monat), also deutlich weniger als noch im Herbst 2015 (180.000 pro Monat). Mit gut einem Prozent Wachstum sollte der private Konsum dank der anhaltend robusten Lage des Arbeitsmark-

¹ Siehe für Details Ausblick 2017: Solide, trotz nachlassendem Rückenwind, Ausblick Deutschland, Deutsche Bank Research, 16. Dezember 2016.

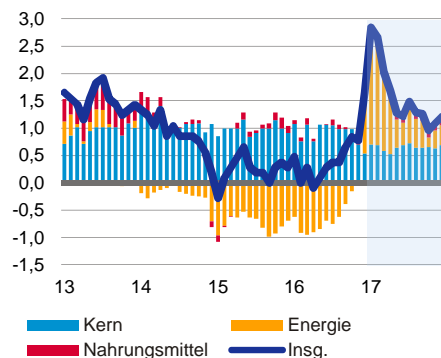


Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

tes kombiniert mit der Anhebung des Mindestlohns aber weiter die wichtigste Konjunkturstütze bleiben. Auch der Staatskonsum und die Bauinvestitionen sollten mit gut 2% stärker als im Schnitt der letzten fünf Jahre wachsen und damit die Binnenkonjunktur antreiben. Ein Zuwachs der Bauinvestitionen in der von uns prognostizierten Höhe ist angesichts des erheblichen Nachfrageüberhangs im Wohnungsbau und der Infrastrukturpläne der Regierung aber enttäuschend. Hier dürften Kapazitätsengpässe aufgrund des Fachkräftemangels und staatlich/regulatorische Hürden ein stärkeres Ausweiten des Angebots verhindern.

Engerie treibt Inflation 2017 in die Höhe 11

% gg. Vj., %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Aussichten für die deutsche Exportwirtschaft sind insgesamt gemischt. Während die Weltwirtschaft 2017 stärker wachsen sollte, dürfte die Konjunktur in Europa an Tempo verlieren. Angesichts des sehr hohen Anteils dieser Region an den deutschen Exporten bedeutet dies eine nur marginal aufwärtsgerichtete Nachfrageentwicklung. Insgesamt rechnen wir für Deutschland mit einem anhaltend schwachen Exportwachstum, was zusammen mit der anhaltenden Unsicherheit ein ungünstiges Investitionsumfeld ergibt und die Industrieproduktion dämpfen sollte. Im Jahresdurchschnitt dürften die Ausrüstungsinvestitionen 2017 unter jenen des Vorjahres liegen. Dies liegt vor allem an der niedrigen Ausgangsbasis, die der Schwäche in H2 2016 geschuldet ist. Tatsächlich rechnen wir für 2017 im Jahresverlauf mit moderat ansteigenden Ausrüstungsinvestitionen. Details zu Q4 2016 und mögliche Revisionen der Vorquartale könnten die daraus resultierende Prognose des Jahresdurchschnitts für 2017 noch verändern. Dank der robusten Binnenkonjunktur sollte Deutschland 2017 aber erneut einen kleinen Haushaltsüberschuss erwirtschaften können.

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

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



„Border Adjustment Tax“: Was ist das und was bedeutet es für deutsche Unternehmen?

- Donald Trump und die US-Republikaner planen eine Unternehmenssteuerreform, die unter anderem eine so genannte „Border Adjustment Tax“ enthalten könnte. Zwar ist es derzeit unklar, ob, in welcher Form und wann diese eingeführt wird. Falls sie kommt, dürften die Effekte auf deutsche Unternehmen angesichts der Bedeutung der USA als Absatz- und Produktionsstandort und des US-Dollars für den internationalen Handel und die Finanzmärkte jedoch beträchtlich sein.
- Prinzipiell würde eine „Border Adjustment Tax“ im Vergleich zum jetzigen System amerikanische Importe aus dem Ausland verteuern und eine Entlastung für die Exporteure mit sich bringen, allerdings könnten diese Effekte durch eine steuerinduzierte Aufwertung des US-Dollars gedämpft werden.
- Weder Donald Trump noch die Republikaner im Repräsentantenhaus und Senat habe sich zu Details geäußert, allerdings könnten die Steuerpläne gegen WTO-Recht verstoßen und langwierige Prozesse nach sich ziehen.

Eine Bewertung der künftige Wirtschafts- und Fiskalpolitik der neuen US-Administration ist derzeit nahezu unmöglich. Die Trump-Regierung ist erst seit Kurzem im Amt; ihre Positionen sind teilweise unklar und es bestehen häufig erhebliche Unterschiede zur republikanischen Mehrheit im Kongress. Trotzdem möchten wir – nicht zuletzt wegen der Bedeutung der USA als Absatz- und Produktionsstandort für deutsche Unternehmen – Aspekte und Optionen der sogenannte „Border Adjustment Tax“ und mögliche Folgen für deutsche Unternehmen kurz vorstellen.

Was beinhaltet die Unternehmenssteuerreform?

Die Republikaner im Repräsentantenhaus haben Mitte 2016 unter Führung von Paul Ryan, dem Sprecher des Repräsentantenhauses, Pläne für eine grundlegende Reform des Einkommens- und Unternehmenssteuersystems vorgelegt. Diese unterscheiden sich in einigen wichtigen Punkten von den Ideen, die Donald Trump im Wahlkampf propagierte. Wir werden uns hier auf den Ryan-Plan konzentrieren, da er explizit die „Border Adjustment Tax“ beinhaltet, während Donald Trumps Position dazu nicht eindeutig ist.

Grundsätzlich sieht die Reform den Umbau des Unternehmenssteuersystems von einer Gewinnsteuer auf eine ziellandbasierte Besteuerung des Cash Flow vor („Destination-based Cash-flow Tax“).² I) Dazu soll der Steuersatz von derzeit 35% auf 20% gesenkt werden. Donald Trumps Steuerpläne sehen hier 15% vor. II) Anlageinvestitionen würden nicht mehr über mehrere Jahre abgeschrieben, sondern könnten sofort als Ausgaben geltend gemacht werden und würden vom zu versteuernden Cash-Flow abgezogen werden. III) Zinsausgaben dürften nicht mehr steuerlich geltend gemacht werden. IV) Die Gewinne aus Aktivitäten US-amerikanischer Unternehmen im Ausland würde nicht mehr besteuert werden. Bislang werden diese bei Rückführung in die USA besteuert. V) Damit werden letztlich nur inländische Verkäufe (destination-based) besteuert und zwar unabhängig davon, ob es sich dabei um inländische Produkte oder Importe handelt.

Würden diese Vorschläge umgesetzt, wäre dies eine der größten Steuerreformen der letzten Dekaden und brächte laut der unabhängigen Tax Foundation Einnahmeverluste für den Staat über die ersten 10 Jahre von insgesamt etwa

² Darstellung basiert auf Ausführungen der unabhängigen Tax Foundation. Siehe z.B.: <http://taxfoundation.org/blog/house-gop-s-destination-based-cash-flow-tax-explained>



Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

6% des aktuellen BIPs. Diese sollen jedoch durch positive Wachstumseffekte teilweise ausgeglichen werden.

Was ist eine „Border Adjustment Tax“ (Grenz-Anpassung-Steuer)?

Dies ist ein integraler Bestandteil der Steuerreform, der dazu beiträgt, dass nur die auf den Verkauf auf dem US-Heimatmarkt abzielenden Aktivitäten besteuert werden. Unterstützer sehen diese Schritte als eine Annäherung der USA an das in großen Teilen der Industrieländer vorherrschende Mehrwertsteuersystem, da beide Systeme letztlich den inländischen Konsum besteuern, aber nicht die Exporte.

Das heißt, der Cash-Flow, der durch den Verkauf in den USA generiert wird, wird mit einer 20%igen Steuer belastet. Dabei dürfen Unternehmen im Inland gezahlte Löhne und Gehälter, Anlageinvestitionen und aus dem Inland gekaufte Vorleistungsgüter als Kosten gelten machen (vom zu versteuernden Umsatz abziehen). Die Kosten von Importen dürften jedoch nicht mehr gelten gemacht werden. Letztlich ist die Wirkung mit einer Einfuhrsteuer bzw. USD-Abwertung in Höhe von 20% vergleichbar. Im Gegensatz dazu würde der Cash-Flow aus dem Verkauf ins Ausland nicht besteuert werden. Bislang wurde der Gewinn aus den Exporten mit der Unternehmenssteuer von 35% belastet. Legt man z.B. eine Brutto-Profitquote von 33% zugrunde (entspricht etwa jener US-Unternehmen im S&P Aktienindex), würden die Exporte steuerlich um gut 10% entlastet werden, was ähnliche Wirkungen wie eine US-Dollar Abwertung um gut 10% haben könnte. Im Mittel der beiden Effekte wäre die Wirkung vergleichbar mit einer Abwertung des US-Dollars um rund 15%.

Wie wirkt sich dies auf den US-amerikanischen Außenhandel aus?

Sollten die Pläne umgesetzt werden, könnten die Auswirkungen massiv sein und dürften deutliche Nachfrageverschiebungen und Veränderungen grenzüberschreitender Wertschöpfungsketten mit sich bringen. Isoliert betrachtet stärken die Pläne die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der US-Firmen. Zwar zahlen heimische Produzenten und Importeure formal die gleiche Steuer, aber Importeure können ihre importierten Vorleistungen nicht geltend machen und ihre Lieferanten unterliegen zusätzlich der (Gewinn-)Besteuerung in ihrem jeweiligen Heimatland. Die Exportgewinne amerikanischer Unternehmen werden dagegen nicht mehr besteuert.

Eine 10%-Abwertung des realen USD führt laut einem Modell der amerikanischen Zentralbank in den folgenden drei Jahren im Schnitt zu einem Rückgang der realen Importe um 4% und einem Anstieg der Exporte um 7%.³ Das Handelsbilanzdefizit der USA würde dank „Border Adjustment Tax“ also vermutlich schrumpfen.

Wie stark wertet der US-Dollar auf?

Die steuerlich getriebene Zunahme an Wettbewerbsfähigkeit könnte allerdings durch eine Aufwertung des US-Dollar gedämpft oder sogar ganz ausgeglichen werden, da die Verschiebungen bei den Import- und Exportpreisen die Kaufkraft des US-Dollar verändert.⁴ Kaufkraftparität ist eine wichtige Determinante der Währungsentwicklung in der längeren Frist. Dies bedeutet aber nicht, dass der nominale Wechselkurs unmittelbar auf die Veränderung der relativen Preise

³ <https://www.federalreserve.gov/econresdata/notes/ifdp-notes/2016/the-dollar-in-the-us-international-transactions-model-20160208.html>

⁴ Auerbach, Alan J. (2016). The Role of Border Adjustments in International Taxation. University of California.

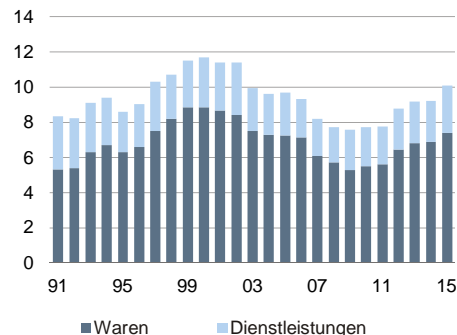


Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

USA importieren 10% der deutschen Exporte

1

Deutsche Exporte in die USA, % der gesamten deutschen Exporte, nominal



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Deutsche US-Exporte nach Sektoren

2

Deutsche Exporte in die USA nach Sektoren, 2015, %, Anteil an den gesamten

Sektor	Exporten des Sektors	deutschen US-Exporten
Landwirtschaft	1.6	0.1
Forstwirtschaft	0.5	0.0
Fischereierzeugnisse	0.7	0.0
Erze	0.2	0.0
Steine und Erden	1.8	0.0
Nahrungsmittel	2.3	1.0
Getränke	8.4	0.4
Tabakerzeugnisse	0.4	0.0
Textilien	4.0	0.4
Bekleidung	1.2	0.2
Leder (-waren)	2.9	0.2
Holzwaren (ex. Möbel)	3.1	0.2
Papier/Pappe	3.7	0.6
Mineralölerzeugnisse	0.7	0.1
Chemische Erzeug.	6.0	5.7
Pharmaz. Erzeugnisse	19.1	11.8
Gummi/Kunststoff	5.8	2.1
Glas (-waren)	6.7	0.8
Metalle	6.5	2.9
Metallerzeugnisse	7.2	2.6
Elektronik	9.7	8.3
Elektrische Ausrüst.	8.3	5.3
Maschinen	10.4	15.5
Automobilsektor	15.0	29.9
Sonstige Fahrzeuge	14.2	7.3
Möbel	4.1	0.3
Sonstige Waren	6.1	4.3

Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

reagiert. Unsere Währungsanalysten argumentieren, dass der US-Dollar in der Größenordnung um 15% aufwerten müsste, um die Veränderung der Import- und Exportpreiserelation auszugleichen.⁵ Ein anderes Argument lautet, dass bei einem geringeren Handelsbilanzdefizit die Nachfrage nach US-Dollar steigt, was zu einer Aufwertung führt.

In Einzelfall hängt die Reaktion bei Importen und Exporten davon ab, in welchem Umfang die deutlich verteuerten Importe durch inländische Produktion auf kurze Sicht zu ersetzen wären. Bei deutschen Spezialmaschinen dürfte dies schwieriger sein als bei einfacheren Massenwaren.

Wie stark ist die deutsche Exportwirtschaft davon betroffen?

Die USA sind einer der wichtigsten Handelspartner Deutschlands. Rund ein Zehntel der gesamten deutschen Waren- und Dienstleistungsexporte gehen dorthin. Auf das Gesamtjahr 2016 hochgerechnet waren dies von Q1 bis Q3 Waren im Wert von knapp EUR 100 Mrd. und Dienstleistungen für knapp EUR 40 Mrd. Am stärksten wäre die deutsche Autoindustrie betroffen. Etwa 15% der gesamten deutschen Autoexporte gingen 2015 in die USA und standen damit für knapp 30% der gesamten deutschen US-Exporte. Deutlich überdurchschnittlich wären auch der sonstige Fahrzeugbau (z.B. Flugzeuge; 14% und 7%) und der Maschinenbau (10% und 16%) betroffen. Als Zulieferer für diese Sektoren wären auch die anderen deutschen Branchen indirekt und damit in Summe deutlich stärker, als die in der Tabelle aufgeführten direkten Exportabhängigkeiten zeigen, betroffen.

Wie stark die deutschen Exporteure tatsächlich unter dem neuen Steuersystem leiden, hängt von I) den tatsächlichen steuerlichen Maßnahmen, II) der Reaktion des US-Dollar darauf und III) der konjunkturellen Entwicklung in den USA ab. So erwarten unsere US-Analysten infolge der wirtschaftspolitischen Maßnahmen Trumps einen zumindest temporären, spürbaren Anstieg des BIP-Wachstums in den USA. Ein möglicher Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den USA könnte dann durch einen konjunkturellen Nachfrageanstieg z.T. kompensiert werden.

Zudem mildert die hohe Bedeutung von oftmals kundenspezifischen Investitionsgütern für die deutschen Exporte für einzelne Unternehmen den Preiselastizität der Nachfrage, beispielsweise bei Spezialmaschinen oder Fahrzeugen der automobilen Oberklasse. In diesen Sparten gibt es häufig zumindest kurzfristig wenig Alternativen zu den deutschen Produkten.⁶ Allerdings könnten deutsche Exporte vergleichsweise stark von einer Beschleunigung des US-Wachstums profitieren.

Ein weiterer Aspekt ist, dass viele deutsche Unternehmen auch in den USA produzieren. 16% der deutschen Direktinvestitionen im Ausland befinden sich in den USA. Je größer der Anteil der Wertschöpfung vor Ort dieser US-Tochterunternehmen ist, umso mehr könnten sie von den US-Steuerplänen profitieren. Je stärker sie auf Vorleistungsgüter z.B. aus Deutschland angewiesen sind, umso mehr könnten sie unter der „Importsteuer“ leiden. Alles in allem ist das Ausmaß der Netto-Wirkung der Unternehmenssteuerreform auf die deutschen Exporteure unklar. Sie dürfte aber nahezu sicher negative sein, zumal sich die Wettbewerbsposition der US-Unternehmen auch auf Drittmärkten verbessern würde.

⁵ Diese Logik wird von den meisten wissenschaftlichen Analysen zu dem Thema geteilt.

⁶ Siehe auch Ausblick Deutschland: Kräftiger Gegenwind für deutsche Exportwirtschaft trotz Euroabwertung. 30. März 2015. Deutsche Bank Research.

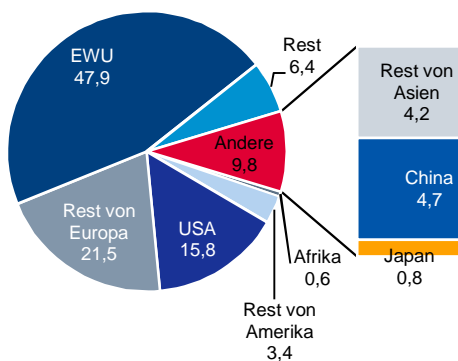


Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

Deutsche Auslandsdirektinvestitionen:
USA vorne mit dabei

3

Anteil an gesamtem Bestand an Auslandsdirektinvestitionen, 2015, %



Quellen: Deutsche Bank Research, Deutsche Bundesbank

Was bedeutet das für den Rest der Welt?

Vor allem für Schwellen- und Entwicklungsländern kommt jedoch ein weiterer potenziell negativer Faktor hinzu. Eine deutliche Aufwertung des US-Dollar aufgrund der „Border Adjustment Tax“ könnte analog zum „taper tantrum“ von 2013 zu erheblichen Kapitalabflüssen aus den Schwellenländern führen, die das Wachstum (und die Währungen) der Länder belasten. Zwar gehen unsere regionalen Ökonomen davon aus, dass sich die meisten Schwellenländer in einer strukturell besseren Verfassung befinden als 2013, spurlos würde die US-Dollaraufwertung aber vermutlich nicht an ihnen vorbeigehen.

Was würde die WTO zu einer „Border-Adjustment-Tax“ sagen?

Das ist völlig unklar. Selbst Unterstützer der Steuer geben zu, dass dies kein eindeutiger Fall ist. Zunächst einmal müsste ein anderer Staat die Steuer anfechten, was erst nach deren Umsetzung möglich ist. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob die WTO die Steuer als Zoll ansieht. Da die Steuer nicht auf den Import entfällt, sondern die Steuerlast dadurch entsteht, dass Importe nicht als Vorleistungsgüter steuerlich gelten gemacht werden können, könnte sie in dieser Hinsicht als WTO-konform gelten. Vielfach wird argumentiert, dass die USA mit diesem Steuersystem näher an das Mehrwertsteuersystem, das z.B. in Deutschland herrscht, heranrücken, da letztlich der heimische Konsum und nicht die Produktion besteuert würde. Allerdings ist die Mehrwertsteuer eine sogenannte indirekte Steuer, für die die WTO ein solches „Border-Adjustment“ erlaubt, während die US-Unternehmenssteuer eine direkte Steuer ist. Überdies unterliegen die Importe in die USA nicht nur der US Border Adjustment Tax, sondern die Unternehmen müssen ihre Gewinne auch weiterhin in ihren Heimatländern versteuern. Dagegen müssten die US-Exporteure keine Gewinnsteuern in den USA abführen und hatten damit beispielsweise bei Lieferung in die EU trotz der zu zahlenden Mehrwert- bzw. Einfuhrumsatzsteuer einen erheblichen Vorteil gegenüber Inländern, die neben der Mehrwertsteuer auch noch Gewinnsteuern abführen müssen.

Wird die Steuer eingeführt?

Seit seiner Wahl hat sich Donald Trumps mit Äußerungen bezüglich der Border Tax zurückgehalten. Einmal bezeichnete er die Steuer als zu kompliziert, um sie später als diskutierenswert zu bezeichnen.⁷ Auch darüber hinaus ist die Unterstützung innerhalb des Repräsentantenhauses und des Senats sowie im Weißen Haus nicht eindeutig. Zudem könnten vor allem Sektoren mit einem hohen Importgrad (z.B. Einzelhändler) massiv unter Druck kommen, während Exporteure womöglich deutlich profitieren.⁸

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

⁷ <http://www.cnn.com/2017/01/18/gop-in-discussion-with-trump-on-border-adjustment-tax-rep-brady-says.html>

⁸ <http://www.politico.com/tipsheets/morning-tax>; <http://www.politico.com/tipsheets/morning-tax/2017/01/trump-not-so-much-on-border-adjustment-218254>; <http://www.politico.com/story/2017/01/donald-trump-gop-tax-plan-international-233711>



EZB: Geduld, Transparenz und Kerninflation

- Wie erwartet, hat sich die EZB bei ihrer Sitzung im Januar geduldig gezeigt. Wir haben argumentiert, dass die dynamischeren Konjunktur- und Inflationsdaten der letzten Wochen der EZB noch keinen Anlass geben sollten, ihre geldpolitische Ausrichtung zu überdenken, insbesondere da die Kerninflation noch keine Aufwärtstendenz zeigt. Genau diese Botschaft hat Mario Draghi in der Pressekonferenz gegeben.
- Keine Reaktion auf den basisbedingten Anstieg der Inflationsrate. Draghi sagte, dass der EZB-Rat erst auf Signale von der zugrundeliegenden Inflationsentwicklung reagieren würde und vorübergehenden Bewegungen keine Bedeutung mit Blick auf die mittelfristige Inflationsentwicklung beimessen würde.
- Draghi nannte Kriterien für die Identifikation einer nachhaltigen Anpassung der Inflationsrate. Daraus folgt, dass es derzeit noch zu früh ist, um von einem nachhaltigen Anstieg der Inflation zu reden, insbesondere mit Blick auf die gedämpfte zugrundeliegende Inflationsentwicklung. Außerdem seien die Inflationseffekte der Geldpolitik derzeit zu groß, um an eine selbsttragende Entwicklung zu glauben. Überdies zeige eine Betrachtung auf Basis einzelner Länder, dass der Inflationsanstieg noch nicht genügend Breite aufweist. Diese Aussage legt nahe, dass die Inflationsbeschleunigung in Deutschland der EZB wenig Sorgen bereitet.
- Die Fokussierung auf den zugrundeliegenden Trend bei der Inflationsentwicklung impliziert ein geringes Risiko, dass die EZB bereits im März aktiv wird. Juni ist nach wie vor der früheste Termin für eine „Tapering-Diskussion“. Frühestens im Juni dürften die aktuelle Inflationsrate und die Inflationserwartungen Niveaus erreicht haben (1 bis 1,25%, bzw. bei den Inflationsprognosen des EZB-Stabes 1,7% für 2019), die die Kriterien für eine Anpassung der Geldpolitik erfüllen. Sollte sich aber unsere vorsichtigeren Einschätzung bestätigen und sich das Wachstum im ersten Halbjahr Richtung Trendrate verlangsamen, könnte es erst im September zu einer Taper-Entscheidung kommen. Das Risiko einer Entscheidung bereits im Juni hat aber zugenommen.

Eine marginal optimistischere Tonspur beim Wachstum. In der Januar-Pressemitteilung sprach die EZB von etwas kräftigerem Wachstum im Schlussquartal und den Erwartungen einer sich weiter verfestigenden Expansion. Unser *SIREN-Momentum* Index deutet aktuell auf eine annualisierte Wachstumsrate von knapp über 2% hin.

Die von der EZB identifizierten Wachstumsrisiken wurden nunmehr hauptsächlich globalen Faktoren zugeordnet. Im Umkehrschluss könnte dies ein gestiegenes Vertrauen in die binnenwirtschaftliche Situation bedeuten. Dies könnte auch als eine Erwartung seitens der EZB interpretiert werden, dass auch inländische Faktoren zu einer Beschleunigung der Inflationsrate beitragen könnten (wenn auch wohl nur leicht).

Klare Unterscheidung zwischen Gesamt- und Kerninflation. Draghi bezeichnete den Anstieg der Gesamtinflation als „wie erwartet“ und weitgehend durch die anziehenden Energiepreise verursacht. Mit Blick auf die Kerninflation wiederholte Draghi seine Formulierung vom Dezember, dass es bis jetzt keine Zeichen einer überzeugenden Aufwärtsentwicklung gibt. Er verwies auch auf die gedämpfte Lohninflation.

Fokussierung auf den unterliegenden Inflationstrend. Die unveränderte Politikausrichtung impliziert dass der derzeitige Anstieg der Gesamtinflation ein vorübergehendes Phänomen ist und keine Auswirkung auf die mittelfristige Inflationsentwicklung haben dürfte. Allerdings sollte man diese Einschätzung nicht



Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

zu weit in die Zukunft extrapolieren. Der Anstieg der Gesamtinflation wird sich früher oder später auch in der Kerninflation niederschlagen, insbesondere wenn der Wachstumstrend sich wie von der EZB erwartet verfestigt. Umfragedaten legen nahe, dass der derzeitige Preisanstieg auf den Vorstufen auf die nachgelagerten Stufen durchschlagen wird. Die EZB erwartet einen allmählichen Anstieg der Kerninflationsrate von 0,9% in 2016 auf 1,1% im laufenden Jahr, 1,4% in 2018 und 1,7% in 2019. Der letzte Wert liegt ein Zehntel Prozentpunkt über dem historischen Durchschnitt. Die entscheidende Frage für die nächsten Monate wird sein, ob die Kerninflation tatsächlich ansteigt. Dies ist unsere Erwartung, aber der EZB-Rat wird sich mit einer derartigen Schlussfolgerung Zeit lassen.

Kriterien für einen nachhaltigen Anstieg der Inflation. Eine nachhaltige Normalisierung der Inflationsentwicklung ist Voraussetzung für eine Rückführung von QE. Dabei spielt die Kerninflation eine herausragende Rolle. Laut Draghis Ausführungen müssen drei Voraussetzungen erfüllt sein: 1.) Eine nachhaltige Konvergenz der Inflation mit dem mittelfristigen Zielwert der EZB (HICP-Inflation unter, aber nahe 2%); 2.) eine selbsttragende Korrektur – auch ohne geldpolitische Impulse und 3.) eine Normalisierung der Inflation im gesamten Euro-Währungsgebiet.

Die Schlussfolgerung lautet momentan: Es ist zu früh, die Nachhaltigkeit der Inflationsentwicklung zu beurteilen, insbesondere angesichts der gedämpften zugrundeliegenden Preisentwicklung. Der Effekt der Geldpolitik auf die Inflationsentwicklung ist derzeit noch zu groß, um einen selbsttragenden Prozess unterstellen zu können und der Anstieg der Inflation ist nicht breit genug ausgeprägt. Dies bedeutet auch, dass sich die EZB über den jüngsten Inflationsanstieg in Deutschland keine größeren Sorgen macht.

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

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



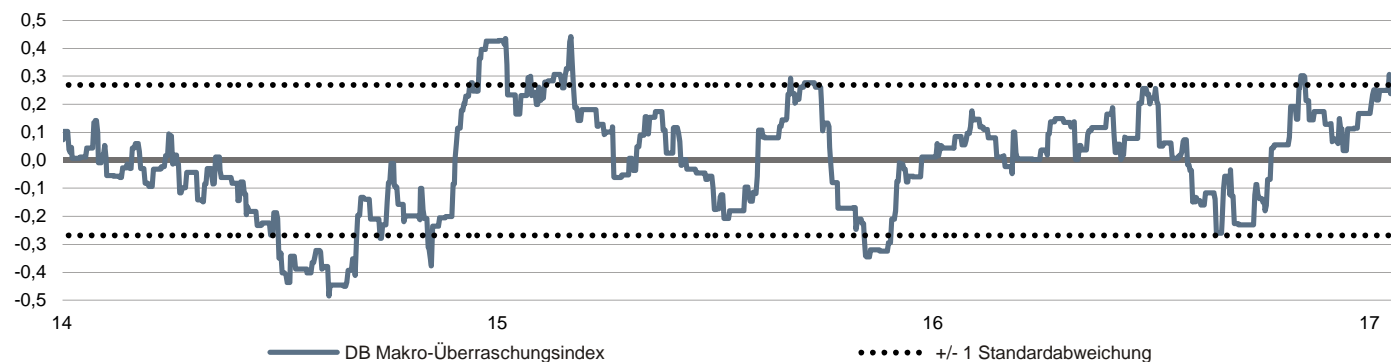
Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

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.⁹

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
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	10 2016	07/12/16	0.5	0.8	-0.3	-0.2	0.4
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	10 2016	09/12/16	19.4	22.0	-2.6	-1.1	0.1
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	12 2016	13/12/16	63.5	59.0	4.5	0.5	0.7
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	12 2016	13/12/16	13.8	14.0	-0.2	0.0	0.5
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	11 2016	13/12/16	0.8	0.8	0.0	0.2	0.3
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	12 2016	19/12/16	111.0	110.6	0.4	0.2	0.6
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	11 2016	22/12/16	0.3	-0.2	0.5	0.7	0.9
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	12 2016	02/01/17	55.6	55.5	0.1	0.1	0.5
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	12 2016	03/01/17	-17.0	-5.0	12.0	0.3	0.6
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	12 2016	04/01/17	54.3	53.8	0.5	0.6	0.8
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	11 2016	06/01/17	-2.5	-2.4	-0.1	-0.1	0.5
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	11 2016	06/01/17	-1.7	-0.9	-0.8	-0.4	0.3
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	11 2016	09/01/17	24.6	22.1	2.5	0.4	0.7
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	11 2016	09/01/17	0.4	0.6	-0.2	-0.1	0.5
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	1 2017	17/01/17	77.3	65.0	12.3	1.7	1.0
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	1 2017	17/01/17	16.6	18.4	-1.8	-0.2	0.4
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	12 2016	18/01/17	1.7	1.7	0.0	0.2	0.3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	1 2017	24/01/17	53.2	54.5	-1.3	-1.4	0.1
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	1 2017	24/01/17	56.5	55.4	1.1	1.1	0.9
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	1 2017	25/01/17	109.8	111.3	-1.5	-1.3	0.1

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

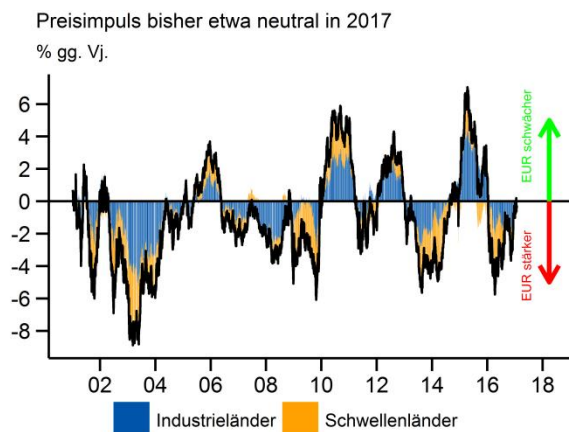
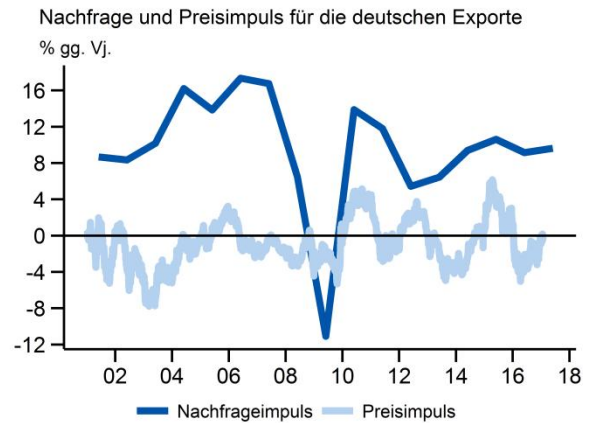
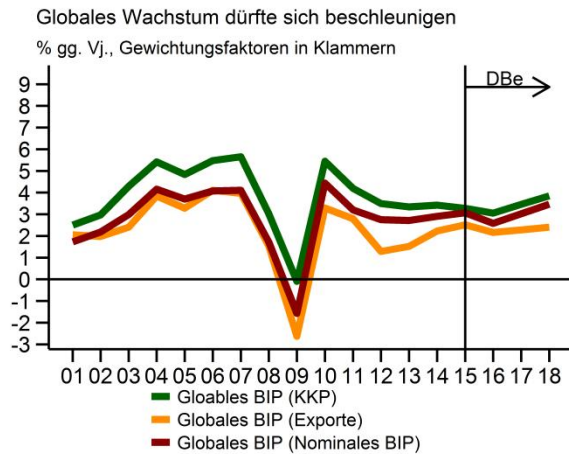
⁹ Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



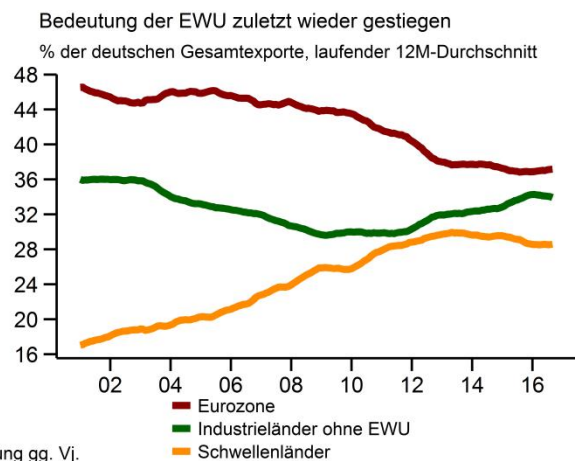
Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

Exportindikator: Nachfrageimpuls 2017 leicht stärker – Preisimpuls zuletzt neutral

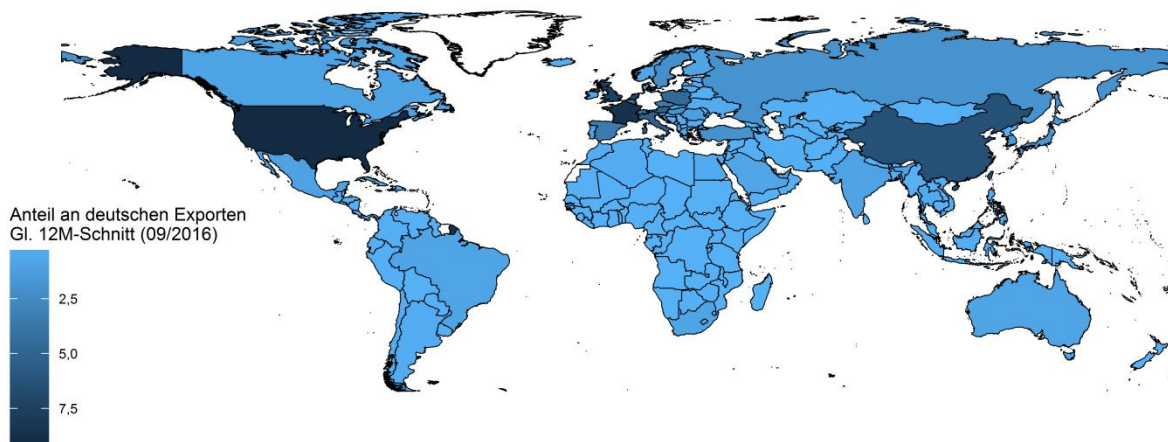
Der Exportindikator identifiziert die Auswirkungen von globalen Nachfrageveränderungen und von Währungsbewegungen (Preisimpuls) auf die deutschen Exporte.¹⁰



Mit Exportanteilen der deutschen Zielländer gewichtete EUR-Veränderung gg. Vj.



Deutsche Exporte konzentriert auf Europa, die USA und China



Quellen: Eurostat - Comext, Deutsche Bank Research

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

¹⁰ Siehe für Details Ausblick Deutschland, 3. März 2016.



Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
3. Feb.	Informeller Europäischer Rat, Malta	Staats- u. Regierungschefs aus 27 Mitgliedstaaten beraten über weitere Entwicklung der EU27 und bereiten Feierlichkeiten zum 60-jährigen Jubiläum der Römischen Verträge vor.
12. Feb.	Wahl des Bundespräsidenten, Berlin	Nachdem sich die Parteivorsitzenden von CDU, CSU und SPD im November auf den bisherigen Bundesaußenminister Frank-Walter Steinmeier geeinigt haben, dürfte die Bundesversammlung diesen mit großer Mehrheit wählen.
20./21. Feb.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Lage der Eurozone.
9. März	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
9./10. März	Europäischer Rat, Brüssel	Voraussichtl. Debatte über Umsetzung der verschiedenen Binnenmarktstrategien (digitaler Binnenmarkt, Kapitalmarktunion u. Energieunion) – als Teil des Bratislava-Prozesses.
15. März	Parlamentswahl in den Niederlanden	Die rechtspopulistische PVV ist derzeit populärste Partei (~20%) – marginal stärker als die konservative VVD von Premierminister Rutte. Umfragen lassen erwarten, dass eine Regierung ohne PVV gebildet werden kann.
17./18. März	G20-Finanzminister u. –Notenbankgouverneure, Baden-Baden	Debatte über Strukturreformen zur Stärkung wirtschaftlicher Widerstandsfähigkeit, verbesserte Investitionsbedingungen v.a. in Afrika („Compact with Africa“), größere Fairness u. Verlässlichkeit nationaler Steuersysteme sowie über Digitalisierung u.a.
20./21. März	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Fiskalische Überwachung: (möglicherweise) Defizitverfahren-Implikationen der Winterprognose der Kommission, Makroökonomisches Ungleichgewichtsverfahren – vertiefte Überwachung der Euro-Länder, thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung – Renten/Pensionen, Lage in Griechenland u.a.
25. März	EU-Staats- und Regierungschefs, Rom	Feierlichkeiten anlässlich 60 Jahre Römische Verträge, Abschluss des Reflexionsprozesses über die Zukunft der EU mit 27 Mitgliedstaaten
26. März	Landtagswahl im Saarland	Fortsetzung der CDU/SPD-Koalition unter Ministerpräsidentin Kramp-Karrenbauer wahrscheinlich, zumal sich keine klare Mehrheit für erwünschte alternative Konstellationen abzeichnet.
Ende März	Regierung in Großbritannien	Übermittlung des Austrittswunsches nach Art. 50 EUV? Wir halten es für das wahrscheinlichste Szenarium, dass die Mitteilung durch die britische Regierung Ende März erfolgt.
7./8. April	Eurogruppe und informeller ECOFIN, Malta	(Möglicherweise) Thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung – Bedingungen für wirtschaftliche Betätigung (ease of doing business), nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit, Vorbereitung internationaler Meetings v.a. mit Blick auf Wechselkursentwicklungen u.a.
21.-23. April	Frühjahrstagung von IWF und Weltbank, Washington D.C.	Debatte über Lage der Weltwirtschaft und an internationalen Finanzmärkten, einschließl. Devisenmärkte.

Quelle: Deutsche Bank Research

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



Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
31. Jan 2017	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Dezember	-0,2 (0,0)	-1,7 (0,0)
3. Jan 2017	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Januar	6,0	6,0
6. Feb 2017	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Dezember	4,0	-2,5
7. Feb 2017	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Dezember	0,0	0,4
9. Feb 2017	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Dezember	22,7	21,8
9. Feb 2017	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Dezember	0,1	3,9
9. Feb 2017	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Dezember	-1,1 (4,5)	3,5 (3,8)
14. Feb 2017	8:00	Reales BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q4 2016	0,5 (0,0)	0,2 (0,0)
21. Feb 2017	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Februar	55,5	56,5
21. Feb 2017	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Februar	53,5	53,2
22. Feb 2017	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Dezember	109,5	109,8

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)



Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	0,625	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,05
Mrz 17	0,625	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,05
Jun 17	0,875	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,05
Dez 17	1,125	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,05

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	1,04	0,06	-0,33	0,36
Mrz 17	0,98	0,05	-0,30	0,40
Jun 17	1,23	0,05	-0,30	0,40
Dez 17	1,48	0,05	-0,30	0,40

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,56	0,09	0,43	1,56
Mrz 17	3,00	0,05	0,40	1,60
Jun 17	3,60	0,05	0,50	1,75
Dez 17	3,10	0,00	0,85	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	1,07	113,36	0,85	1,26	1,07	9,44	7,44	8,92	4,36	310,98	27,01
Mrz 17	1,03	117,00	0,90	1,14	1,06	9,46	7,46	9,08	4,53	313,27	27,00
Jun 17	1,00	120,00	0,89	1,12	1,04	9,39	7,46	9,05	4,51	315,51	27,00
Dez 17	0,95	125,00	0,90	1,06	1,00	9,25	7,46	9,00	4,55	320,00	26,07

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank



Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB

Deutschland: Datenmonitor

	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Aug 2016	Sep 2016	Okt 2016	Nov 2016	Dez 2016	Jan 2017
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	106,8	107,8	108,0	110,6		106,3	109,5	110,5	110,4	111,0	109,8
ifo Geschäftserwartungen	100,6	101,8	102,3	105,6		100,1	104,5	106,0	105,4	105,5	103,2
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	100,6	101,9	102,5	105,3		100,8	104,1	105,8	104,8	105,2	104,4
Produktion (% gg. Vp.)	1,8	-0,8	0,3			2,9	-1,3	0,5	0,4		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	0,8	-0,3	0,6			0,9	-0,4	5,0	-2,5		
Grad der Kapazitätsauslastung	85,0	84,4	84,8	85,7	86,0						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	1,4	-5,3	1,9			1,0	-1,3	2,0	4,0		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	6,7	0,2	-5,2			-1,9	1,7	9,0	-1,0		
ifo Bauhauptgewerbe	122,7	124,6	126,9	129,8		126,2	128,4	129,0	129,6	130,7	129,2
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	-6,1	-3,2	-2,5	-1,5		-2,5	-2,9	-2,5	-1,2	-0,7	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,6	-0,3	0,2			0,0	-1,4	2,7	-1,7		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	4,5	9,4	4,2	-0,3		8,3	9,4	-5,6	1,5	3,7	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	2,1	-1,4	2,6			-0,2	-0,1	4,6	-2,3		
Exporte (% gg. Vp.)	0,5	0,4	-0,1			3,4	-0,9	0,5	3,9		
Importe (% gg. Vp.)	-0,1	-1,2	1,4			1,9	-0,8	1,2	3,5		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	61,5	65,6	62,0			21,4	21,1	20,7	21,8		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,2	6,1	6,1	6,0		6,1	6,1	6,0	6,0	6,0	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-37,0	-28,7	-21,3	-27,0		-8,0	-1,0	-14,0	-6,0	-17,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,2	1,1	0,9			0,8	0,8	0,8	0,7		
ifo Beschäftigungsbarometer	108,4	108,3	109,0	111,2		108,6	110,1	110,7	111,1	111,8	
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	0,1	0,0	0,4	1,0		0,3	0,5	0,7	0,7	1,7	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,1	1,0	1,1	1,2		1,0	1,1	1,1	1,0	1,4	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-2,8	-2,6	-1,7	0,2		-1,6	-1,4	-0,4	0,1	1,0	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-14,6	-6,5	2,9	19,2		4,1	4,7	9,1	19,3	29,5	
Ölpreis (USD)	35,1	46,9	47,0	51,1		47,1	47,3	51,4	47,1	54,9	
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	5,3	3,6	6,2	10,0		7,2	6,4	7,4	11,8	10,8	
EC Unternehmensumfrage	-2,4	1,7	3,0	6,2		1,6	2,7	5,4	6,8	6,3	
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	2,1	0,4	1,5								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	1,9	2,3								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,8	0,7	2,6								
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	7,8	7,2	6,6			7,2	6,6	5,3	5,1		
Trend von M3*						7,1	6,4	5,7			
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	2,0	2,7	2,6			2,2	2,6	3,0	2,9		
Kredite an öffentliche Haushalte	-9,1	9,7	-0,1			9,5	-0,1	4,2	5,3		

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

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



dbStandpunkt

Im „dbStandpunkt“ analysieren und kommentieren wir aktuelle Wirtschafts- und Finanzthemen und beziehen Position in der öffentlichen Debatte. Über das Tagesgeschehen hinaus wollen wir den Blick auf die strategischen Herausforderungen richten, denen sich Deutschland im 21. Jahrhundert stellen muss.

- ▶ **Hochburg der Stabilität:**
Was Deutschland so erfolgreich macht 15. Dezember 2016
- ▶ **Die dunklen Seiten des QE:**
Vergemeinschaftung von Schulden
durch die Hintertür, Enteignung der Sparer
und Blasenbildung..... 1. November 2016
- ▶ **Ein schwarzer Tag für Europa** 23. Juni 2016
- ▶ **Die EZB muss Kurs ändern**..... 8. Juni 2016
- ▶ **Flüchtlingszustrom:**
Eine Chance für Deutschland 3. November 2016
- ▶ **Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr**..... 28. Mai 2015
- ▶ **Mehr Infrastrukturinvestitionen –
trotz fragwürdiger "Lückenanalyse"**..... 5. Dezember 2014
- ▶ **Temporärer Zuwanderungsboom:**
Weckruf für die Politik? 28. Juli 2014
- ▶ **Die Ökonomie von Sanktionen:**
Der Westen kann Härte zeigen 19. Mai 2014
- ▶ **Macht Hollande den Schröder –
und wird es funktionieren?** 24. Februar 2014

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 2017. 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