



Ausblick Deutschland

Deutsches BIP nach Öl, EUR und EZB

2. Februar 2015

Autoren

Eric Heymann
+49 69 910-31730
eric.heyman@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:
30. Januar 2015

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Prognosetabellen.....	2
Weitere Aufwärtsrevision der deutschen BIP-Prognose: BIP-Wachstum 2015 bei 1,4%	3
Deutsche Industrieprognose auf 1,5% angehoben.....	6
10 „goldene“ Regeln für ifo, PMI und Co.	7
Quantitative Easing (QE): Die EZB kauft im großen Stil Staatsanleihen.....	20
Grafik des Monats.....	26
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland.....	27
Chartbook	28
Eventkalender.....	35
Datenkalender	36
Finanzmarktprognosen	37
Datenmonitor	38

Weitere Aufwärtsrevision der deutschen BIP-Prognose: BIP-Wachstum 2015 bei 1,4%. Wir erwarten nunmehr ein Wachstum von 1,4% für 2015. Gründe sind: Ein leicht besser als erwartetes BIP-Wachstum im vierten Quartal 2014, eine nochmals reduzierte Prognose für die Ölpreisentwicklung in 2015 und die stärker als erwartete Abwertung des Euro gegenüber dem USD. Mit dieser günstigen Konjunkturprognose dürfte der deutsche öffentliche Haushalt auch 2015 einen leichten Überschuss aufweisen. Zudem wird der Leistungsbilanzüberschuss deutlich auf 8,0% des BIP steigen. Damit dürften die Forderung, Deutschland müsse seinen fiskalischen Spielraum für öffentliche Investitionsprogramme ausnutzen, und die internationale Kritik an der deutschen Wirtschaftspolitik weiter zunehmen.

Deutsche Industrieprognose auf 1,5% angehoben. Das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland erhält von der stärker als erwarteten Abwertung des Euro sowie vom überraschend kräftig gesunkenen Ölpreis Rückenwind. Wir haben daher unsere Prognose für die Industrieproduktion im Jahr 2015 von real ¾% auf 1,5% angehoben.

10 „goldene“ Regeln für ifo, PMI und Co. Nach historischen Zusammenhängen ist der ifo-Index selbst nach den kräftigen Rückgängen in H2 2014 noch konsistent mit jährlichen BIP-Wachstumsraten von über 4% gegenüber tatsächlichen Raten von gut 1%. Auch der Einkaufsmangerindex (PMI) überzeichnete. Dieser hat 2014 konsistent positive Wachstumserwartungen entstehen lassen. Kürzlich wurde zudem die Berechnung des ifo-Index verändert. Wir finden, dass die Erwartungskomponente des ifo-Index nach wie vor die höchste Prognosekraft besitzt.

Quantitative Easing (QE): Die EZB kauft im großen Stil Staatsanleihen. Am 22. Januar hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihr Wertpapierankaufsprogramm massiv ausgeweitet. Ab März 2015 wird die EZB mit dem Ankauf von in Euro denominierten Vermögenswerten von Regierungen und Emittenten mit Förderauftrag der Eurozone sowie europäischen Institutionen beginnen. Wir denken, dass die EZB die Erwartungen des Marktes übertroffen hat. Wir schätzen, dass dieses Programm die Bilanz der EZB um netto 1,1 bis 1,2 Billionen EUR vergrößern wird. Damit geht die EZB über ihre ursprüngliche Absicht, die Bilanz um 1 Billion EUR auszuweiten, hinaus. Wie von uns erwartet, werden Länder mit Sub-Investment-Grade eingeschlossen. Allerdings müssen sich diese Länder in einem Programm befinden. Mit der Obergrenze von 33% für die Staatsschuld eines Landes verschaffte sich die EZB mit Blick auf den Ankauf griechischer Staatsanleihen eine Karenzzeit bis Juli. Aus Marktsicht dürften die Orientierung am Kapitalschlüssel oder die Begrenzung der gemeinsamen Haftung auf 20% nur kleine Wermutstropfen darstellen.



Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Euroland	0,8	1,3	1,6	0,4	-0,3	1,2	2,4	2,2	2,0	-2,6	-2,5	-2,3
Deutschland	1,5	1,4	1,7	0,9	0,1	1,5	7,2	8,0	7,9	0,4	0,2	0,3
Frankreich	0,4	1,1	1,6	0,6	-0,1	1,1	-1,8	-1,8	-1,5	-4,4	-4,2	-3,9
Italien	-0,4	0,5	1,3	0,2	-0,2	1,0	1,8	2,4	2,2	-3,0	-2,7	-2,7
Spanien	1,4	2,4	2,3	-0,2	-1,0	1,5	0,4	1,8	1,8	-5,4	-4,3	-3,4
Niederlande	0,7	1,7	1,1	0,3	0,1	1,4	10,9	11,4	11,5	-2,5	-2,0	-1,9
Belgien	1,0	1,3	1,6	0,5	0,2	1,5	1,0	1,5	1,0	-2,8	-2,8	-2,5
Österreich	0,3	1,2	1,8	1,5	0,8	1,7	0,7	1,2	1,5	-2,3	-1,6	-1,2
Finnland	0,0	0,9	1,4	1,2	0,6	1,3	-1,2	-1,2	-0,9	-2,6	-2,2	-1,6
Griechenland	1,2	2,5	3,0	-1,4	-1,8	1,0	0,5	1,5	2,0	-1,3	0,5	1,9
Portugal	0,8	1,4	1,6	-0,2	0,1	1,3	0,5	0,8	1,0	-4,7	-3,5	-3,3
Irland	4,5	3,7	3,5	0,3	-0,1	1,7	4,5	5,5	6,0	-3,6	-2,9	-2,8
Großbritannien	2,6	2,5	2,3	1,5	0,9	1,7	-5,0	-4,0	-3,5	-4,9	-3,9	-2,0
Dänemark	0,9	1,7	1,8	0,6	1,0	1,5	6,8	6,5	6,0	-1,0	-2,5	-2,0
Norwegen	2,2	2,4	2,5	2,0	2,0	2,0	10,5	10,0	9,5	10,0	9,5	9,0
Schweden	1,9	2,3	2,8	-0,2	0,5	1,5	5,9	5,3	4,8	-2,0	-1,5	-1,0
Schweiz	1,7	1,8	2,0	0,0	0,4	0,8	11,0	10,8	10,5	0,0	0,4	0,8
Tschech. Rep.	2,4	2,5	2,7	0,4	1,5	1,9	-1,0	-0,8	-0,6	-1,6	-2,1	-2,2
Ungarn	3,4	2,4	2,3	-0,1	1,9	3,1	3,8	3,7	3,6	-2,9	-2,7	-2,4
Polen	3,3	3,3	3,5	0,0	0,3	1,5	-2,6	-2,9	-3,1	-3,4	-2,9	-2,7
USA	2,4	3,7	3,1	1,6	0,9	2,7	-2,5	-2,6	-2,9	-2,9	-2,5	-2,9
Japan	0,3	1,3	1,7	2,7	1,3	0,9	0,4	2,2	2,4	-7,1	-6,3	-5,4
China	7,4	7,0	6,7	2,0	2,6	3,0	3,1	3,4	3,3	-2,1	-3,0	-3,0
Welt	3,3	3,5	3,7	3,7	3,5	3,9						

*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, Jahresdaten % gg.Vj.

	2012	2013	2014	2015P	2016P
BIP	0,4	0,1	1,5	1,4	1,7
Privater Konsum	0,7	0,8	1,1	1,8	1,2
Staatsausgaben	1,2	0,7	1,1	0,7	0,4
Anlageinvestitionen	-0,7	-0,6	3,3	2,3	2,2
Ausrüstungen	-3,1	-2,4	3,7	3,0	3,5
Bau	0,6	-0,1	3,4	2,4	2,1
Lager, %-Punkte	-1,4	0,2	-0,3	-0,5	0,0
Exporte	2,8	1,6	3,7	4,0	5,0
Importe	0,0	3,1	3,3	4,1	4,5
Nettoexport, %-Punkte	1,3	-0,5	0,4	0,2	0,6
Konsumentenpreise*	2,0	1,5	0,9	0,1	1,5
Arbeitslosenquote, %	6,8	6,9	6,7	6,5	6,6
Industrieproduktion	-0,4	0,1	2,1	1,6	2,0
Budgetsaldo, % BIP	0,1	0,0	0,4	0,2	0,3
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	81,0	78,4	73,5	70,5	67,2
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,1	6,7	7,2	8,0	7,9
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	196	189	209	241	245

*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

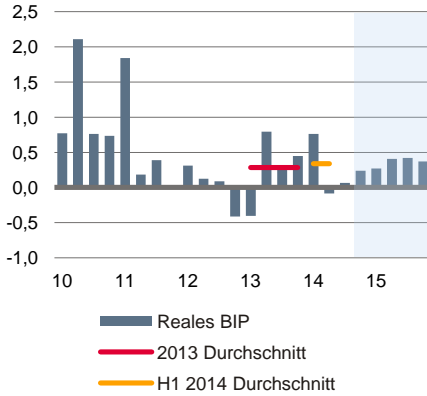


Ausblick Deutschland

BIP-Wachstum: Beschleunigung
Stagnation Mitte 2014

1

Reales BIP, % gg. Vq.



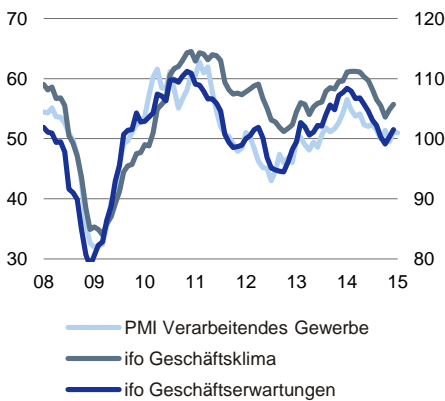
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Weitere Aufwärtsrevision der deutschen BIP-Prognose: BIP-Wachstum 2015 bei 1,4%

- Nachdem wir bereits Ende letzten Jahres die Prognose für das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) aufgrund der deutlich nach unten korrigierten Erwartungen für den Ölpreis von 0,8% auf 1,0% erhöht haben, erwarten wir nunmehr ein Wachstum von 1,4% in 2015.
- Gründe sind: Ein leicht besser als erwartetes BIP-Wachstum im vierten Quartal 2014, eine nochmals reduzierte Prognose für die Ölpreisentwicklung in 2015 und die stärker als erwartete Abwertung des Euro gegenüber dem USD.
- Mit dieser günstigen Konjunkturprognose dürfte der deutsche öffentliche Haushalt auch in 2015 einen leichten Überschuss aufweisen. Zudem wird der Leistungsbilanzüberschuss deutlich auf 8,0% des BIP steigen. Damit dürften die Forderung, Deutschland müsse seinen fiskalischen Spielraum für öffentliche Investitionsprogramme ausnutzen, und die internationale Kritik an der deutschen Wirtschaftspolitik weiter zunehmen.

Konjunkturumfragen scheinen gedreht zu haben

2



Quellen: ifo, Markit

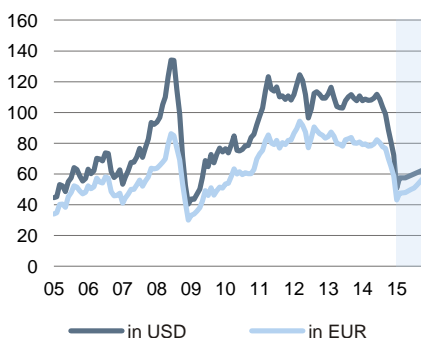
Kräftigerer Start ins Jahr 2015 durch das etwas stärkere Q4-Wachstum

Im abgelaufenen Jahr hat sich die deutsche Wirtschaft mit einem Wachstum von 1,5% leicht besser als von uns erwartet entwickelt. Zwar werden Daten zur BIP-Entwicklung im vierten Quartal des letzten Jahres zusammen mit Revisionen der vorherigen Quartale erst im Februar veröffentlicht, allerdings dürfte das BIP im 4. Quartal etwas stärker als in Q3 (0,1% gg. Vq.) zugelegt haben. Dies beschert der deutschen Wirtschaft einen leichten Überhang zum Start in das neue Jahr, der sich aber aufgrund der zu erwartenden Revisionen der Vorquartale derzeit nicht exakt beziffern lässt. Zudem bestätigen die leichte Erholung des ifo-Index, die insbesondere auf eine Verbesserung der Erwartungskomponente zurückzuführen ist, sowie die leichte Verbesserung des Purchasing Managers Index (PMI) im verarbeitenden Gewerbe unsere Erwartung hinsichtlich einer konjunkturellen Stabilisierung gegen Ende 2014, die in Q1 2015 ähnlich wie in 2014 durch die milde Winterwitterung die Baukonjunktur begünstigen könnte. Die leicht bessere Entwicklung der letzten Monate zeigt sich deutlich am deutschen Arbeitsmarkt, wo der positive Trend bis dato ungebrochen ist.

Ölpreis: Tiefer Fall, schwache Erholung

3

Ölpreis je Barrel, Brent



Quellen: Global Insight, Deutsche Bundesbank, Deutsche Research

Nochmaliger Impuls von weiter fallenden Ölpreisen

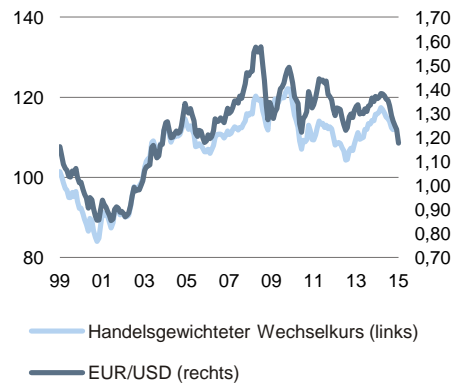
Angesichts des weiteren Verfalls der Ölpreise, der Preis der Sorte Brent liegt derzeit bei nur noch gut 45 USD, hat unser Öl-Team seine Prognose für den Jahresdurchschnitt 2015 von USD 72,5 pro Fass (Anfang Dezember 2014) auf nunmehr USD 59,4 pro Fass gesenkt. Dies entspricht, trotz einer gleichzeitig stattgefundenen leichten Abwärtsrevision des USD/EUR-Wechselkurses – wir erwarten jetzt für Ende 2015 einen USD/EUR-Wechselkurs von 1,10 (vorher 1,15) –, einem weiteren Rückgang der jahresdurchschnittlichen EUR-Ölpreisprognose um rund 15%. Nach gängigen Faustformeln dürfte davon ein Wachstumseffekt zwischen 0,1 und 0,2 Prozentpunkten für das laufende Jahr ausgehen. Allerdings ist zu beachten, dass diese Faustformeln die durchschnittliche Reaktion auf Veränderungen des Ölpreises abschätzen. Es ist zu vermuten, dass der positive Einkommenseffekt bei einem Ölpreisanstieg geringer ist als der negative Einkommenseffekt bei einem Ölpreisanstieg.



Handelsgewichteter Euro-Wechselkurs wertete weniger markant ab

4

Q1 1999=100 (links)



Quellen: EZB, Deutsche Bundesbank

Schwacher EUR hilft deutschen Exporten (leicht)

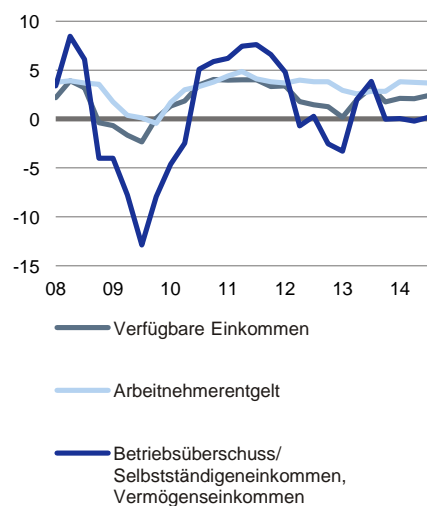
Durch den Kursrutsch des Euro während der letzten Monate hat dieser gegenüber dem USD im Vergleich zum Januar des Vorjahres gut 15% an Wert verloren. Basierend auf unserer Prognose eines USD/EUR-Wechselkurses von 1,10 zum Jahresende, dürfte die Abwertung des Euro gegenüber dem USD auch im Jahresdurchschnitt etwa 15% betragen. Davon waren allerdings rund zwei Drittel schon in unsere Prognose vom 9. Dezember (USD/EUR 1,15 Ende 2015) unterstellt.

Da sich andere Währungen insbesondere die der Emerging Markets gleichzeitig gegenüber dem Euro abwerten, dürfte der Rückgang beim realen, effektiven Wechselkurs des Euro nur etwa halb so hoch ausfallen. Schätzungen der EZB zufolge führt eine reale Aufwertung um 10% zu einem Rückgang des BIP von 0,2 Prozentpunkten im gleichen Jahr. Nun könnten die Exporteure ihre Preise auf den ausländischen Märkten nicht sofort nach unten anpassen, sondern eine Ausweitung ihrer Gewinnmarge vorziehen. Somit könnten die Effekte einer Abwertung etwas kleiner als die einer Aufwertung sein. Zudem dürfte die Wechselkurs sensitivität der deutschen Exporte aufgrund der industriellen Spezialisierung etwas geringer als im Durchschnitt der Eurozone sein. Auch die in den letzten Jahren deutlich zugenommenen globalen Wertschöpfungsketten deutscher Unternehmen dürften den Wechselkurseinfluss tendenziell verringern. Damit ist wohl der zusätzliche Impuls für die Exporte aufgrund der jüngsten Anpassung unserer Wechselkursprognose bei unter 0,1 Prozentpunkten des BIP zu veranschlagen.

Einkommenswachstum variiert stark

5

% gg. Vj., nominal



Quelle: Statistisches Bundesamt

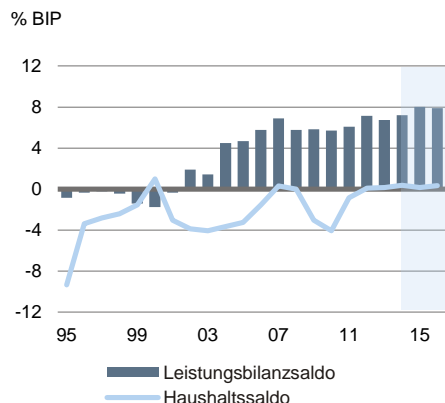
Kräftigerer Konsumanstieg im Jahr 2015

Die oben diskutierten Faktoren legen nahe, dass sich insbesondere der private Verbrauch nochmals besser als von uns vor einigen Wochen erwartet entwickelt dürfte. Bei einem Anstieg der Tariflöhne von rund 2 ¾% und einen Beschäftigungsanstieg von etwa ½% werden die Arbeitnehmereinkommen deutlich zulegen. Zudem dürfte von der Einführung des Mindestlohns zunächst ein expansiver Einkommenseffekt (höhere Lohndrift) ausgehen, der allerdings zunehmend durch die negativen Beschäftigungseffekte konterkariert wird. Zudem dürften wie bereits schon im Jahr 2014 die Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen, die immerhin rund ein Drittel der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte ausmachen, weiter sinken. Außerdem dürfte der Deflator des privaten Verbrauchs, der auch Ausgabenkomponenten der Haushalte umfasst, die nicht im Index der Lebenshaltungskosten abgebildet werden, mit etwa ¾% leicht steigen. Der Index der Lebenshaltungskosten dürfte hingegen im Jahresdurchschnitt nahezu unverändert sein. Damit errechnet sich eine Zunahme der real verfügbaren Einkommen von knapp 2%. Trotz der weiter sinkenden Zinsen erwarten wir keinen Rückgang der Sparquote, die sich im Vorjahr bei für deutsche Verhältnisse niedrigen 9,2% stabilisiert hat. Der Konsum dürfte also nach 1,1% im Jahr 2014 im laufenden Jahr mit 1,8% zulegen und einen Wachstumsbeitrag von 1 Prozentpunkt zum BIP leisten. Abgesehen von 2011 (+2,3%) wäre das die stärkste Wachstumsrate seit dem Jahr 2000. Wie oben angedeutet werden die Effekte auf den Export sehr gering sein, so dass auch kein stärkerer Zuwachs bei den Investitionen, die sehr stark mit der Auslandsnachfrage korrelieren, zu erwarten ist.



Anhaltende Leistungsbilanz- und Haushaltsüberschüsse

6



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Auch 2016 zusätzliche Impulse

Da wir davon ausgehen, dass sich der Euro auch 2016 weiter Richtung Parität zum USD abschwächt, und die Effekte der diesjährigen Abwertung in 2016 stärker spürbar werden, dürfte sich der Exportanstieg – trotz einer nur moderaten Beschleunigung des Welthandels – von 4% im laufenden Jahr auf 5% beschleunigen. Dies dürfte auch zusammen mit Nachholeffekten zu einer etwas stärkeren Belebung der Investitionen führen. Andererseits erwarten wir beim privaten Verbrauch infolge einer wieder anziehenden Inflationsrate und der abnehmenden Beschäftigungsdynamik einen etwas schwächeren Zuwachs. Insgesamt dürfte sich damit das BIP-Wachstum nochmals auf etwa 1,8% beschleunigen.

Wie realistisch sind die Annahmen?

Annahmen über die Entwicklung von Asset- und Rohstoffpreisen sind mit großen Unsicherheiten behaftet. Gerade in Perioden höherer Volatilität kann es zum „Überschießen“ kommen. Andererseits können sich aber auch neue Anker für die fundamentale Einschätzung herausbilden. Aktuell liegt der Preis für Brent um mehr als 10 USD/Bbl. unter der DB-Prognose für Q1. Sollte ein derartiger Abstand zu unserer Annahme im Jahresverlauf bestehen bleiben, so dürfte das deutsche BIP-Wachstum in 2015 wohl 1 ½% erreichen.

Zunehmende internationale Kritik

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss dürfte nach 7,2% des BIP in 2015 auf 8% steigen. Gleichzeitig dürfte der öffentliche Haushalt in 2015 und 2016 weitere Überschüsse aufweisen. Damit wird die Kritik an Deutschland weiter zunehmen und Forderungen nach einer expansiven Fiskalpolitik aufgrund des nun „größeren Spielraums“ und zur Bekämpfung der steigenden deutschen Leistungsbilanzüberschüsse lauter werden. Vor dem Hintergrund der ultraexpansiven Geldpolitik und des sich weiter abschwächenden Wechselkurses sollte bei einer mehr oder weniger geschlossenen Output-Lücke allerdings aus Stabilitätsgründen von einer expansiven Ausrichtung der Fiskalpolitik abgesehen werden.

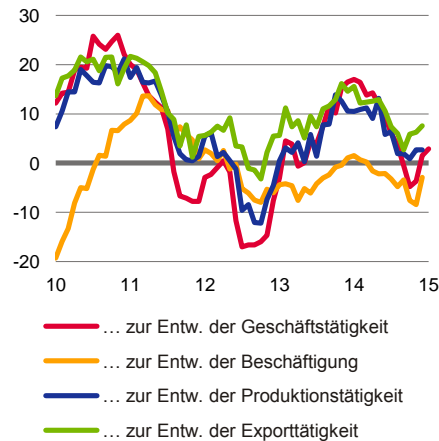
Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)



Stimmung in der deutschen Industrie dreht sich wieder

1

Erwartungen der Unternehmen, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen

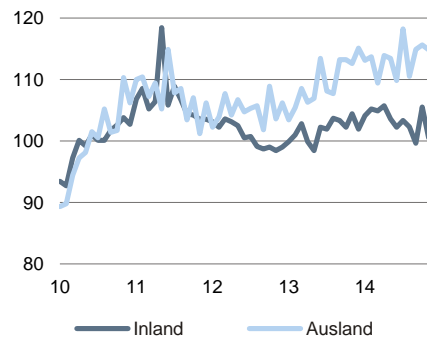


Quelle: ifo Institut

Volatilität bei Aufträgen noch hoch

2

Verarbeitendes Gewerbe, Auftragseingang, real, 2010=100, saisonbereinigt

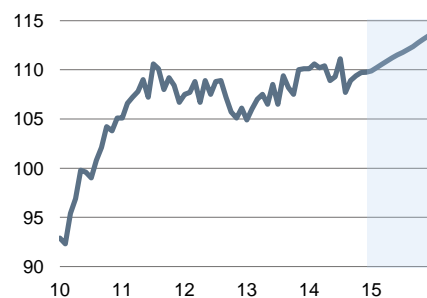


Quelle: Statistisches Bundesamt

Erholung im Verlauf von 2015

3

Verarbeitendes Gewerbe, Produktionsindex, real, 2010=100, saisonbereinigt



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Deutsche Industrie prognose auf 1,5% angehoben

Das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland erhält von der stärker als erwartet ausfallenden Abwertung des Euro sowie vom überraschend kräftig gesunkenen Ölpreis Rückenwind. Wir haben daher unsere Prognose für die Industrieproduktion im Jahr 2015 von real ¾% auf 1,5% angehoben.

Wechselkurs und Ölpreis begünstigen Industrie in Deutschland

Der Wertverlust des Euro gegenüber US-Dollar und Co., der durch die expansive Geldpolitik der EZB forciert wird, verbessert die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von in Deutschland gefertigten Waren. Dies verleiht der Produktion vor allem in exportintensiven Branchen Impulse, die viele Produkte außerhalb der Eurozone absetzen und/oder einen hohen lokalen Wertschöpfungsanteil aufweisen. Zu nennen sind die Automobilindustrie, der Maschinenbau, die Elektrotechnik oder die chemische Industrie – also der industrielle Kern Deutschlands. Indirekt profitieren auch vorgelagerte Branchen, etwa die Metall- oder Kunststoffindustrie. Auch die exportintensive Pharmaindustrie wird vom schwachen Euro begünstigt. 2014 gehörten mit den USA, UK sowie der Schweiz drei der vier wichtigsten Auslandsmärkte der deutschen Pharmaunternehmen nicht der Eurozone an. Die kräftige Aufwertung des CHF nach der Aufgabe der Wechselkursfixierung durch die Schweizerische Nationalbank wirkt besonders günstig für die deutschen Pharmaproduzenten. Zwar verteuern sich für deutsche Unternehmen auch die Importe aus dem Nicht-Euroraum. Unter dem Strich sind die Effekte des schwächeren Euro für die inländische Produktion jedoch positiv.

Der Ölpreisverfall wirkt über mehrere Kanäle positiv auf die deutsche Industrie. Zum einen bedeutet er eine Kostenentlastung für Sektoren, in denen Öl als Rohstoff im Produktionsprozess eingesetzt wird (z.B. Chemie- und Kunststoffindustrie). Zum anderen ist er ein Stimulus sowohl für die deutsche Binnenkonjunktur als auch für wichtige Exportmärkte, da diese überwiegend Ölimporteure sind: Hier stehen den privaten Haushalten dank sinkender Mobilitäts- und Energiekosten mehr finanzielle Mittel für den Konsum anderer Erzeugnisse zur Verfügung. Zudem vergrößern sich für gewerbliche Kunden der deutschen Industrie die Spielräume, die eigenen Investitionen zu steigern. Natürlich ist der niedrige Ölpreis nicht für alle Branchen positiv: So dürften Unternehmen, die z.B. Maschinen und Anlagen für die Exploration neuer Ölfelder herstellen, in den kommenden Monaten weniger Aufträge registrieren. Der Nettoeffekt für die deutsche Industrie bleibt jedoch positiv.

Die Aufträge der Industrie dürften in den nächsten Monaten anziehen. Dafür sprechen die Geschäftserwartungen, die am aktuellen Rand dreimal in Folge stiegen und in den positiven Bereich zurückkehrten. Insgesamt haben wir unsere Prognose für die deutsche Industrieproduktion im Jahr 2015 von real ¾% auf 1,5% angehoben. Neben den wirtschaftlichen Faktoren spricht hierfür auch ein statistischer Grund: Die Produktion dürfte im 4. Quartal saisonbereinigt leicht gestiegen sein und damit dürfte der im Herbst noch erwartete Unterhang wegfallen, so dass der Start ins Jahr 2015 günstiger ausfällt. Trotz unserer Aufwärtsrevision verbleiben Risiken im Markt. So sind schärfere Sanktionen der EU gegen Russland nach wie vor eine Option, die von der Politik erwogen wird. Diese würden negative Rückwirkungen auf osteuropäische EU-Länder und letztlich auch auf Deutschland haben. Strukturell sollten sich deutsche Unternehmen nicht darauf ausruhen, dass der schwächere Euro temporär ihre Wettbewerbsfähigkeit ohne eigenes Zutun verbessert. Stattdessen dürfen die Unternehmen auch künftig nicht in ihren Anstrengungen nachlassen, die eigenen Produkte stetig zu verbessern, um am Weltmarkt zu bestehen.

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



10 „goldene“ Regeln für ifo, PMI und Co.

In dem derzeitigen schwachen, fragilen und uneinheitlichen Konjunkturmilieu in Europa, in dem Deutschlands Wirtschaft ein wichtiger Stabilitätsanker ist, hat die Aufmerksamkeit bzw. Sensitivität für (deutsche) Umfrage- und Stimmungsdaten deutlich zugenommen. Dies ist nicht zuletzt auf die derzeit auch immer vorhandenen geldpolitischen Implikationen, wenn sich Wachstumsenttäuschungen in den Stimmungsdaten ankündigen, zurückzuführen.

Nach historischen Zusammenhängen ist der ifo-Index selbst nach den kräftigen Rückgängen in H2 2014 noch konsistent mit jährlichen BIP-Wachstumsraten von über 4% gegenüber tatsächlichen Raten von gut 1%. Auch der Einkaufsmanagerindex (PMI) überzeichnete. Dieser hat 2014 konsistent positive Wachstumserwartung entstehen lassen. Kürzlich wurde zudem die Berechnung des ifo-Index verändert. Eine Neubewertung dieser und anderer Stimmungsdaten ist nötig.

Unsere 10 wichtigsten Schlussfolgerungen aus dieser Analyse:

- Für Prognosen des deutschen BIP-Wachstums sind der ifo-Index und der Einkaufsmanagerindex (PMI) ähnlich gut geeignet und liefern spürbar bessere Ergebnisse als andere umfragebasierte Stimmungsindikatoren.
- Bei der ifo-Umfrage weisen die ifo-Geschäftserwartungen einen merklich besseren Beitrag für die BIP-Prognose des laufenden Quartals auf als das Geschäftsklima insgesamt oder als die Beurteilung der Geschäftslage.
- Die ifo-Umfrageergebnisse aus dem Verarbeitenden Gewerbe sind für Prognosen relevanter als jene aus dem Großhandel und deutlich aussagekräftiger als jene aus Bau und Einzelhandel. Beim PMI ist der Index des Verarbeitenden Gewerbes relevanter als der Dienstleistungsindex.
- Der traditionelle ifo-Index deckt nur etwa ein Drittel der Gesamtwirtschaft ab. Der relativ neue ifo-Dienstleistungsindex hat ebenfalls recht gute BIP-Prognoseeigenschaften, kann den ifo-Index und PMI aber nicht schlagen.
- Der ifo-Index hat gegenüber dem PMI die Nase leicht vorn, da die Erwartungskomponente das Wachstum des laufenden Quartals etwa genauso gut vorhersagt wie der PMI und zugleich eine bessere Indikation für das nächste Quartal liefert.
- Aufgrund eines „statistischen Bruchs“ sollten ifo-basierte Prognosen mit einem Stützzeitraum nach 2004 geschätzt werden. Dies steigert die Prognosequalität. Beim PMI sollte der Stützzeitraum 2000 starten. Die Wachstumsüberschätzung der letzten Zeit besteht aber weiterhin.
- Seit 2005 signalisiert das Überschreiten von 98,6 bei den ifo-Geschäftserwartungen bzw. 50,8 beim Composite PMI (Verarbeitendes Gewerbe: 49,3; jeweils seit 2000) positive Quartalswachstumsraten des BIP.
- Die Unternehmens- und Verbraucherumfrage der EU-Kommission ist deutlich breiter gefasst als der ifo-Index und der PMI, liefert allerdings schlechtere Prognoseergebnisse und wird später veröffentlicht.
- Umfragen unter Finanzmarktteilnehmern (ZEW-Index) werden einige Tage vor den Umfragen aus der Realwirtschaft (ifo, PMI) veröffentlicht. Sie geben z.T. Hinweise auf Wendepunkte. Für quantitative Prognosen sind sie aber wenig geeignet. Zudem weisen sie teilweise Fehlsignale auf konjunkturelle Wendepunkte auf.
- Prognosen des BIP-Wachstums für das laufende Quartal (bridge models) basierend auf „harten“ Konjunkturindikatoren wie die Industrieproduktion sind vorzuziehen. Daten werden allerdings mit Verzögerung veröffentlicht.



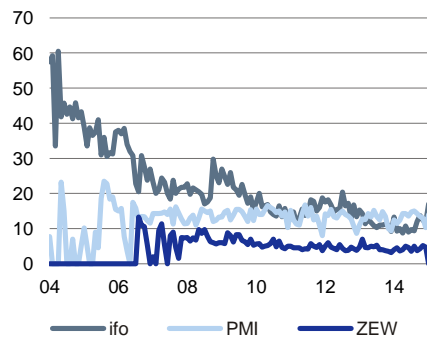
Stimmungsdaten wichtige Orientierungshilfe im fragilen Konjunkturmumfeld

Monatliche Umfragen unter Unternehmen, Haushalten und Investoren zur Konjunkturlage genießen eine hohe Aufmerksamkeit. Sie stellen schon im Laufe eines Monats Informationen über die aktuelle Konjunkturlage und die wirtschaftlichen Aussichten zur Verfügung und damit deutlich früher als harte Zahlen, wie beispielsweise die Industrieproduktion oder das Bruttoinlandsprodukt, die erst mit einer Verzögerung von über einem Monat veröffentlicht werden. Damit geben die Stimmungsdaten wichtige Anhaltspunkte für (Investitions-) Entscheidungen von Unternehmen, Finanzmarktteilnehmern und der (Geld-)Politik. In dem derzeitigen schwachen, fragilen und uneinheitlichen Konjunkturmumfeld in Europa, in dem Deutschlands Wirtschaft ein wichtiger Stabilitätsanker ist, hat die Aufmerksamkeit für (deutsche) Umfragedaten noch weiter zugenommen. Dies ist nicht zuletzt auf die derzeit auch immer vorhandenen Implikationen für die Geldpolitik der EZB zurückzuführen.

Aufmerksamkeit für Stimmungsdaten

1

Relative Suchhäufigkeit in Deutschland laut Google Trends



Sehr grobes Maß für relative Relevanz. PMI-Daten z.B. durch Suchen nach internationalen PMIs überzeichnet.

Quellen: Deutsche Bank Research, Google

In Deutschland genießt das ifo-Geschäftsklima (meist kurz als ifo-Index bezeichnet) immer noch die größte Aufmerksamkeit. Es ist der Stimmungsindex mit der längsten Historie, einer breiten sektoralen Basis und hoher Teilnehmerzahl. Dagegen wird dem Einkaufsmanagerindex (PMI) in der breiten Öffentlichkeit zwar zunehmend, aber insgesamt immer noch vergleichsweise wenig Beachtung geschenkt. Dieser ist insbesondere bei internationalen Investoren aufgrund seiner Vergleichbarkeit über Länder und Regionen hinweg beliebt. Zudem wird er einige Tage früher als der ifo-Index veröffentlicht. Beide Indizes basieren auf Umfragen unter Unternehmen aus der Realwirtschaft. Umfragen unter Finanzmarktteilnehmern (ZEW, Sentix) werden sogar noch einige Tage früher im Monat publiziert. Sie sind für (quantitative) Konjunkturprognosen aber generell weniger gut geeignet. Dies gilt auch für Umfragen unter Haushalten (z.B. GfK-Konsumklima), die ebenfalls viel mediale Aufmerksamkeit erhalten.

Ifo & PMI: Zuletzt zu positiv

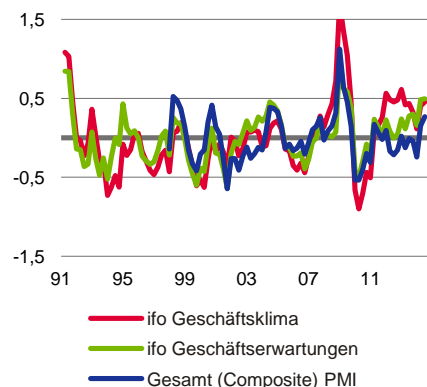
Basiert man BIP-Wachstumsprognosen auf den historischen Zusammenhängen mit dem ifo-Index (seit 1991) und dem PMI (seit 1997/1998), haben diese in den letzten Quartalen zu einer deutlichen Überschätzung geführt, die im Verlauf eines Quartals durch die monatlichen Konjunkturzahlen (z.B. Industrieproduktion) regelmäßig enttäuscht wurden. Selbst nach den kräftigen Rückgängen des ifo-Index in H2 2014 ergeben derartige Regressionen jährliche Wachstumsraten von über 4% gegenüber tatsächlichen Raten von gut 1%.

Dass Stimmungsindikatoren das Wachstum über- oder unterschätzen ist zwar kein neues Phänomen. Lässt man die Wiedervereinigung und das Stimmungshoch im Vorfeld der tiefen Wirtschaftskrise 2008/2009 außen vor, ist die derzeitige in 2011 begonnene Überschätzung durch das ifo-Geschäftsklima nach Ausmaß und Dauer die größte der Nachwendezeit. Selbst wenn man auf die ifo-Geschäftserwartungen abstellt, zeigt sich seit 2011 eine anhaltende Überschätzung. Vor allem in den letzten Quartalen nahm sie einen ungewöhnlichen Umfang an. In einem geringeren Ausmaß und konzentriert auf die Zeit seit Q2 2014 zeigt sich dies auch beim PMI.

Prognosefehler von stimmungsbasierten Prognosen

2

Diff. zw. real BIP-Wachstum (gg. Vq.) und Prognose lin. Reg., %-Punkte, gl. 4Q-Schnitt



Regression basiert auf Daten seit 1991.

Quellen: ifo, Markit, Deutsche Bank Research

Wir werden im Folgenden diesen Zusammenhang mit Hilfe von grafischen Analysen und einfachen statistischen Maßen untersuchen und uns auf den ifo-Index konzentrieren. Zwar mögen kompliziertere Modelle, z.B. die Kombination aus unterschiedlichen Indikatoren, zum Teil bessere Prognoseergebnisse liefern. Sie entsprechen aber nicht der Informationsverarbeitung der meisten Beobachter. Wir überprüfen dabei insbesondere angewandte Daumenregeln, wie z.B., dass ein ifo-Index über dem historischen Durchschnitt bzw. über einem Niveau



von 100 und ein PMI über 50 auf positive Wachstumsraten hindeuten. Daumenregeln können aber ihre Gültigkeit verlieren.

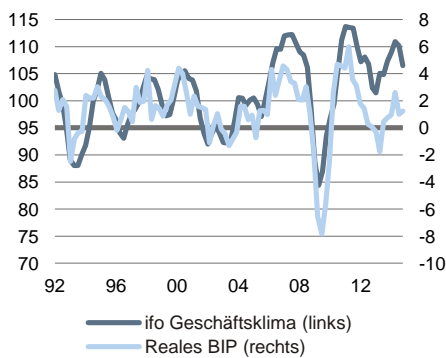
Bewertung der Geschäftslage trieb Überschätzung durch ifo ...

Das ifo-Geschäftsklima für die gewerbliche Wirtschaft errechnet sich aus der Bewertung der Geschäftslage und den Geschäftserwartungen der Unternehmen. Wie die unteren drei Grafiken deutlich machen, war es vor allem die im historischen Vergleich sehr positive Bewertung der Geschäftslage, die seit 2005 ein zu positives Bild zeichnete. Dagegen beschrieben die Geschäftserwartungen das BIP-Wachstum noch bis 2011/12 sehr gut und zeichneten selbst danach noch ein im Vergleich zu der Geschäftslage relativ realistisches Bild der deutschen Konjunktur.

ifo Geschäftsklima & BIP-Wachstum

3

Index, 2005=100, 1Q nach vorne verschoben (links); % gg. Vj., nsb. (rechts)

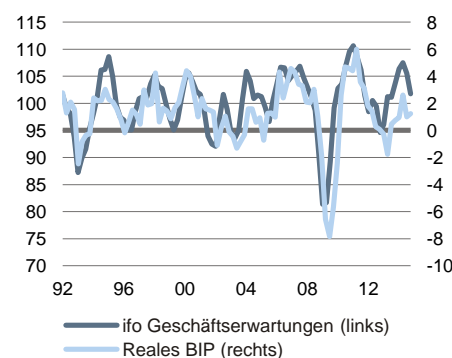


Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

ifo Geschäftserwartungen & BIP-Wachstum

4

Index, 2005=100, 1Q nach vorne verschoben (links); % gg. Vj., nsb. (rechts)

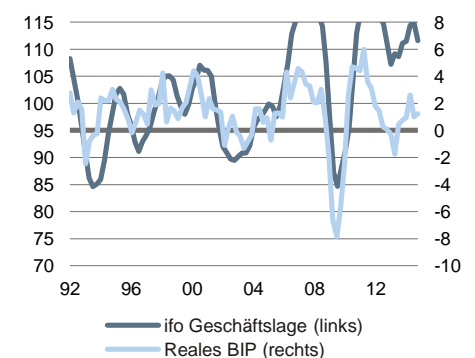


Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

ifo Geschäftslage & BIP-Wachstum

5

Index, 2005=100, 1Q nach vorne verschoben (links); % gg. Vj., nsb. (rechts)

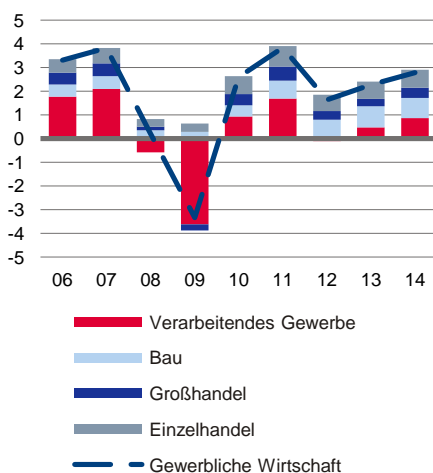


Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Sektorbeiträge zu ifo-Anstieg seit '05

6

Sektorbeitrag zu Veränderung des ifo-Geschäftsklimas gg. 2005, BWS gewichtet, Indexpunkte



Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

... vor allem wegen Stimmung im Bausektor und Einzelhandel

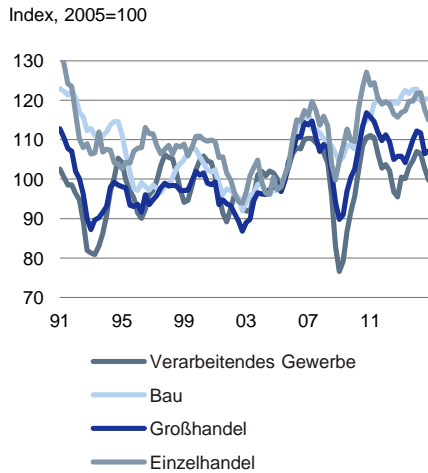
Die Umfrageergebnisse werden auch nach Wirtschaftssectoren veröffentlicht. Hierbei zeigt sich, dass die „Übertreibung“ vor allem auf die Antworten aus dem Bau und Einzelhandel zurückgeht. Wiederum ist eine generell sehr positive Einschätzung der Geschäftslage dafür ursächlich.

Angesichts der soliden binnenwirtschaftlich getragenen Konjunktur mit dynamischen Lohn- und Beschäftigungsentwicklungen sowie einem „Bauboom“ in den letzten Jahren ist zwar eine relativ bessere Stimmung im Bausektor und Einzelhandel nicht überraschend, zumal da die deutsche Industrie zugleich unter dem schwachen Wachstum der Weltwirtschaft litt. Dennoch erklärt dies nicht, warum sich die Geschäftslage im Bau und Einzelhandel scheinbar auf Jahre von der tatsächlichen Entwicklung entkoppelt hat, aber eine ähnliche Entwicklung bei den Geschäftserwartungen nicht zu erkennen ist.



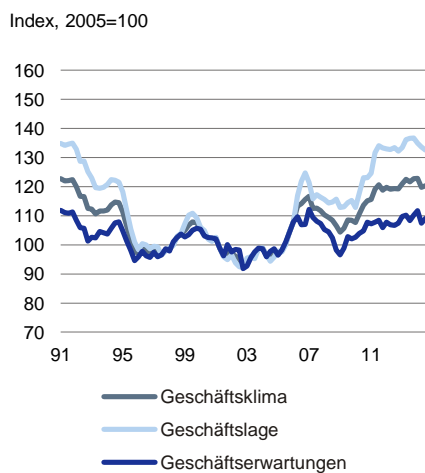
Ausblick Deutschland

ifo-Geschäftsklima nach Sektoren 7



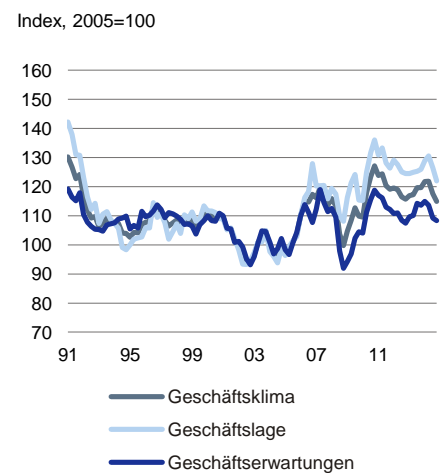
Quelle: ifo

ifo-Index – Bausektor 8



Quelle: ifo

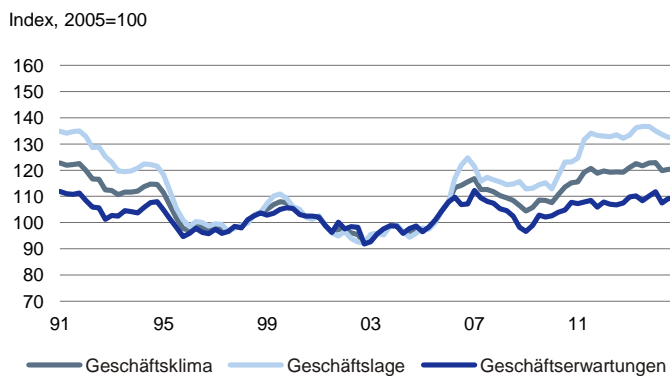
ifo-Index – Einzelhandel 9



Quelle: ifo

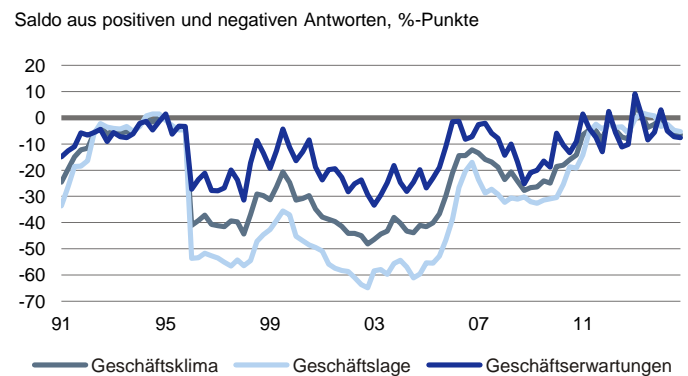
Die Diskrepanz zwischen Lage und Erwartungen lässt sich weitgehend durch die Berechnung des Index erklären. Er ist auf die durchschnittliche Bewertung der Geschäftslage bzw. Geschäftserwartungen im Jahr 2005 basiert. Zu jener Zeit war die deutsche Konjunktur schwach, die Arbeitslosigkeit hoch und das Wachstum vor allem von der exportierenden Industrie getrieben. Daher war insbesondere die Geschäftslage im Bausektor und Einzelhandel sehr schwierig, was sich auch in den Daten, die dem Index zugrunde liegen, spiegelt. So war der Saldo aus positiven und negativen Antworten zur Geschäftslage zum Beispiel im Bau 2005 bei -52 und damit im Schnitt auf einem der tiefsten Niveaus der Nachwendezeit. Mit -20 war der Saldo bei den Geschäftserwartungen merklich weniger negativ. In den Jahren seit 2011 waren die Salden dann in etwa auf dem gleichen höheren Niveau. Die Interpretation, dass die Unternehmen im Bausektor ihre Geschäftslage derzeit merklich positiver einschätzen als ihre Geschäftsaussichten, ist daher falsch und Ergebnis eines Basiseffekts. In abgeschwächter Form zeigt sich dies auch im Einzelhandel. Für Korrelationsanalysen mit dem BIP ist allerdings die Indizierung auf einen bestimmten Zeitraum irrelevant, da sie durch das Absolutglied der Schätzfunktion ausgeglichen wird. Daher bleibt die Frage, warum höhere ifo-Niveaus derzeit nicht einhergehen mit überdurchschnittlichen Wachstumsraten.

ifo-Daten – Bausektor 10



Quelle: ifo

ifo-Daten – Bausektor 11



Quelle: ifo



„Ifo-Prognose“ nur für Industriekonjunktur wirklich gut

Neues Saisonbereinigungsverfahren für den Ifo-Index

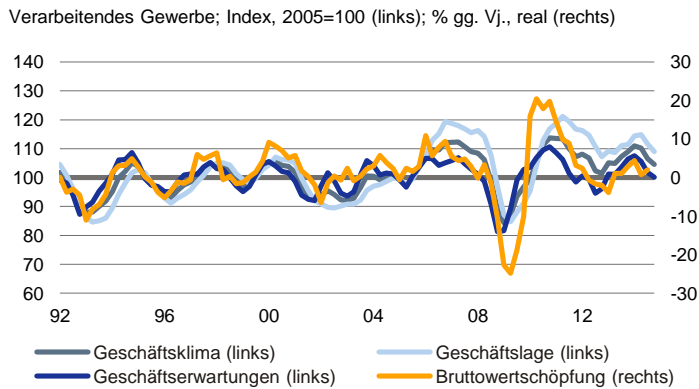
Anfang 2015 änderte das Ifo-Institut das Saisonbereinigungsverfahren (von ASA-II auf X13 ARIMA). Dies bringt die Umfragedaten näher an internationale Standards und die offizielle deutsche Statistik.

Der wichtigste Unterschied ist, dass keine Bereinigung um Witterungseffekte mehr vorgenommen wird. Die Auswirkungen auf die Umfragedaten und die Prognosequalität halten sich in engen Grenzen.

Nur beim Ifo für den Bausektor gibt es spürbare Abweichungen der Umfragedaten, vor allem bei der Erwartungskomponente. Trotz leichter Verbesserungen bleibt die Prognosequalität für die Bauaktivität gering.

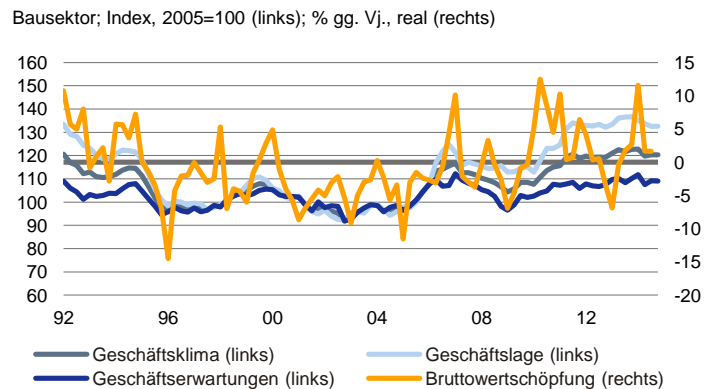
Vergleicht man die Ifo-Daten für die einzelnen Sektoren mit realwirtschaftlichen Indikatoren¹ zeigt sich, dass nur im Falle des Verarbeitenden Gewerbes ein hoher Gleichlauf besteht. So liegt beispielsweise die Korrelation des Ifo-Geschäftsklimaindex dieses Sektors mit dem Wachstum der Bruttowertschöpfung der Industrie bei gut 70%. Auch im Großhandel ist der Gleichlauf noch annehmbar. Die Korrelation mit dem Umsatzwachstum ist mit 50% aber spürbar geringer. Ähnlich sieht es im Bausektor aus (60%). Dort kommt als weitere Hürde hinzu, dass Witterungseffekte die Aktivität erheblich beeinflussen sich aber in den Befragungen nur teilweise niederschlagen. Dies dürfte daran liegen, dass den Bauunternehmen bewusst ist, dass die Effekte temporär sind und dementsprechend nicht das zugrundeliegende Geschäftsklima spiegeln. Glättet man die Wertschöpfungszahlen über mehrere Quartale zeigt sich, dass die Ifo-Daten zumindest den Trend gut beschreiben. Der mit Abstand schwächste Zusammenhang zeigt sich im Einzelhandelssektor. Dies ist jedoch vor allem ein Phänomen der Vorkrisenjahre. Seit 2009 ist der Gleichlauf höher. Wie im Bausektor schwankt das Wachstum der Einzelhandelsumsätze von Quartal zu Quartal aber stark, was an Saison- (z.B. Beginn der Wintermodeseason) und Arbeitstageeffekten (z.B. Schulferien) liegt, die von Bereinigungsverfahren nicht aufgegriffen werden können.

Verarbeitendes Gewerbe: Ifo-Index & Bruttowertschöpfung 12



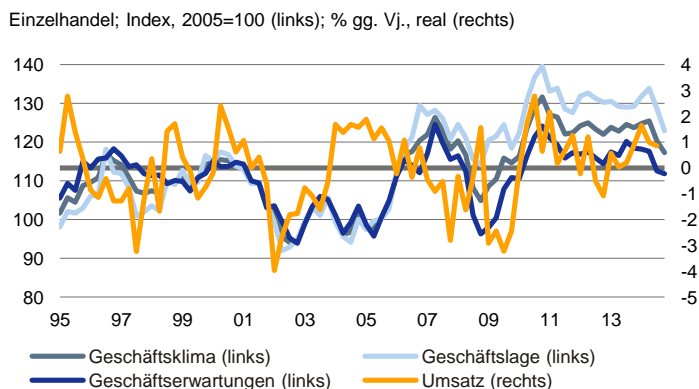
Quellen: Statistisches Bundesamt, Ifo

Bausektor: Ifo-Index & Bruttowertschöpfung 13



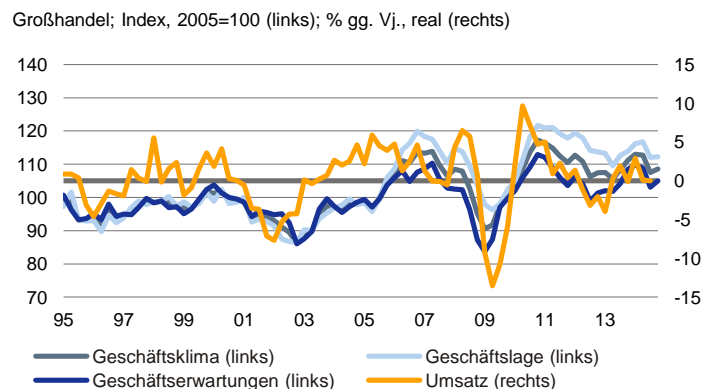
Quellen: Statistisches Bundesamt, Ifo

Einzelhandel: Ifo-Index & Umsatz 14



Quellen: Statistisches Bundesamt, Ifo

Großhandel: Ifo-Index & Umsatz 15



Quellen: Statistisches Bundesamt, Ifo

¹ Für das Verarbeitende Gewerbe und den Bau sind Bruttowertschöpfungszahlen auf Quartals-ebene vorhanden. Für den Groß- und Einzelhandel muss für eine unterjährige Betrachtung auf die realen Umsätze zurückgegriffen werden. Die jährlichen Wertschöpfungszahlen des Handels zeigen aber eine vergleichbare Entwicklung.



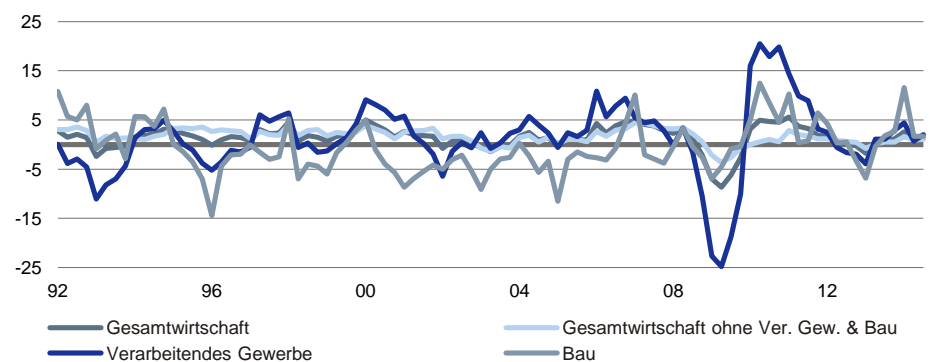
Die hohe (monatliche) Volatilität des Bausektors und Einzelhandels taugt jedoch nicht allein als Erklärung für den geringen Erklärungsgehalt. Ein weiterer Grund könnte sein, dass die befragten Unternehmer des Sektors die gesamtwirtschaftliche Lage in ihre Antworten einbeziehen. Dafür spricht der relativ gute Gleichlauf des Einzelhandels-ifo mit den Indizes der anderen Sektoren. Auch die Wahrnehmung, dass der kräftige Beschäftigungsaufbau seit 2005 und die insgesamt höheren Lohnabschlüsse den privaten Konsum stimulieren sollten, dürfte eine Rolle spielen, was sich z.B. bei den Erwartungen niedergeschlagen haben könnte. In diesem Fall würden die Einzelhandelsunternehmen die tatsächlich sehr geringe Schwankungsbreite und das minimale Trendwachstum der Umsätze ignorieren. Die Spannweite des Einzelhandelsumsatzwachstums lag seit 1995 zwischen etwa -4% und +3% (Quartalsbasis). Bei der Industrie betrug die Schwankungsbreite des Wertschöpfungswachstums -25% und +20%. Insgesamt schwankt der ifo-Index des Einzelhandels mehr als fünfmal so stark wie das Wachstum der Einzelhandelsumsätze (gemessen in Standardabweichungen). Die hohe Stabilität der Einzelhandelsumsätze im Konjunkturverlauf ergibt sich aus der Dominanz von Gütern des täglichen Gebrauchs, die weitgehend unabhängig von der Konjunktur erworben werden (müssen). Die weitgehende Stagnation der Einzelhandelsumsätze seit den 1990er Jahren ist teilweise Folge der zunehmenden Dominanz von Dienstleistungen. Das heißt, höhere Einkommen führen zu geringeren Nachfrageimpulsen im klassischen Einzelhandel. Bei Gütern des täglichen Bedarfs treten zudem Sättigungstendenzen ein.

Ein weiterer Grund könnte das Umfragedesign sein. So können die Unternehmen ihre Geschäftslage bspw. als gut, befriedigend oder schlecht einschätzen. Wenn der Anteil der Unternehmen sinkt, die ihre Lage als schlechter beschreiben, steigt der ifo-Index. Dies ist also ein Maß für die Breite eines Aufschwungs. Es sagt aber nicht zwangsläufig etwas über die Stärke des Aufschwungs aus. Dies ist ein Merkmal aller Stimmungsdaten, die auf Diffusionsindizes basieren.

Wertschöpfungswachstum nach Sektoren

16

Reale Bruttowertschöpfung, % gg. Vj.

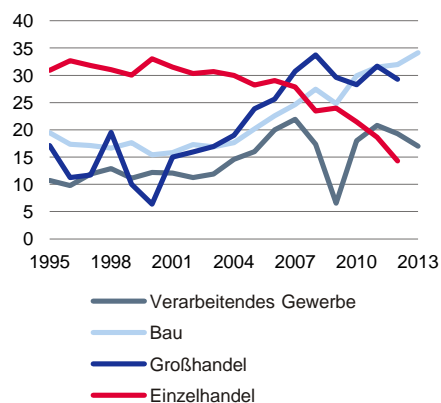


Quelle: Statistisches Bundesamt

Margenentwicklung im Einzelhandel passt nicht zur Stimmung

17

Nettobetriebsüberschuß, % der Bruttowertschöpfung



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Zuletzt könnte insbesondere die Bewertung der Geschäftslage stark von der Gewinn- bzw. Margenentwicklung und weniger vom Umsatz abhängen. Zumindest für den Einzelhandel kann dies aber verneint werden. Die Margen sind seit Mitte der 2000er Jahre stark rückläufig.

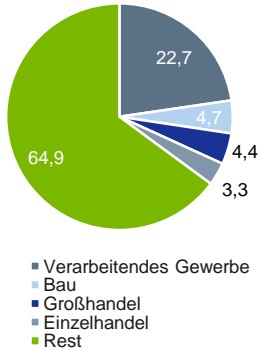
Der vergleichsweise schwache Zusammenhang zwischen Stimmung und den harten Konjunkturzahlen im Bausektor und Einzelhandel bedeutet nicht, dass man sich generell auf den ifo-Index des Verarbeitenden Gewerbes beschränken sollte. Sie liefern für den jeweiligen Sektor Informationen, die auch in die gesamtwirtschaftliche Analyse einfließen können. Ihr anhaltendes „Überzeichnen“ bedeutet aber, dass der ifo-Index für das Verarbeitende Gewerbe derzeit für die Prognose der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung besser geeignet ist.



Bedeutung der Sektoren

18

Anteil an gesamtwirtschaftlicher Bruttowertschöpfung, %



Quelle: Statistisches Bundesamt

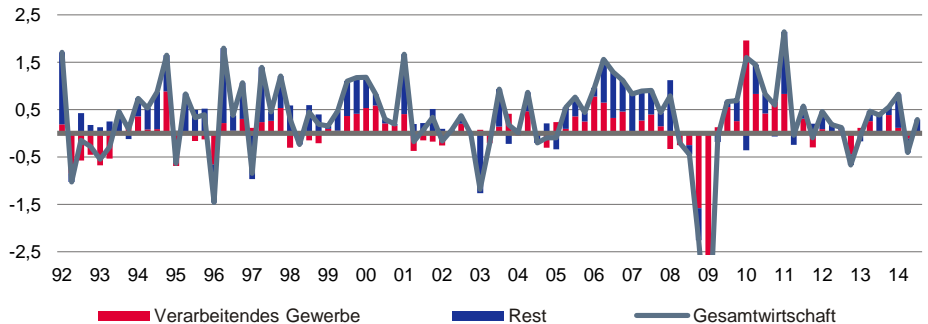
Industrie treibt BIP-Schwankungen

Der ifo-Index des Verarbeitenden Gewerbes erfasst nicht nur die konjunkturelle Dynamik des Sektors, sondern auch der Gesamtwirtschaft gut, nicht zuletzt da das Verarbeitende Gewerbe einen großen Beitrag zu den Schwankungen des BIP leistet (Grafik 19). Dies resultiert einerseits aus dem recht hohen Anteil am BIP. So stand diese Branche 2011 für knapp 23% der gesamten Bruttowertschöpfung. Bau (knapp 5%), Großhandel (gut 4%) und Einzelhandel (gut 3%) fallen dagegen deutlich ab. Zudem schwankt das Wertschöpfungswachstum der Industrie fünfmal stärker als das der Gesamtwirtschaft (Grafik 16). Das liegt daran, dass die deutsche Industrie sowohl direkt als auch indirekt an der globalen Konjunktur hängt. Direkt durch die Exporte und indirekt durch die Ausrüstungsinvestitionen der Unternehmen, die sich vor allem aus in Deutschland produzierten Investitionsgütern speisen. Die anderen Sektoren hängen deutlich stärker von der Binnenkonjunktur ab, die im Vergleich stabiler ist. So schwanken die Exporte dreimal und die Ausrüstungsinvestitionen sogar viermal so stark wie das BIP insgesamt (Vergleich der Standardabweichungen der Wachstumsraten).

Treiber von BIP-Schwankungen

19

Beitrag zum Wachstum der realen Wertschöpfung nach Sektoren, gg. Vq., %-Punkte

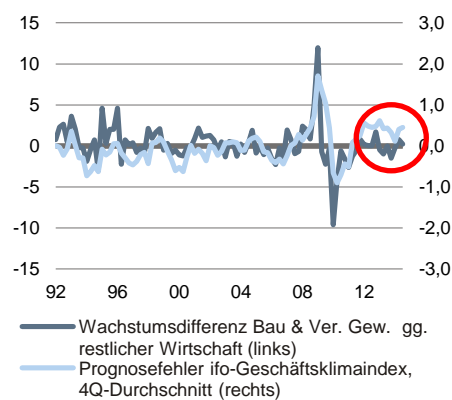


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

ifo-Prognosefehler und Wachstum von Sektoren außerhalb von ifo-Umfrage

20

%-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo, Deutsche Bank Research

Mangelnde Sektorabdeckung derzeit kein Grund für Prognosefehler

Insgesamt deckt der ifo-Index jedoch nur gut ein Drittel der Gesamtwirtschaft ab, da ein Großteil des Dienstleistungssektors nicht erfasst wird. Wenn sich die nicht erfassten Sektoren relativ zu den erfassten Sektoren deutlich anders entwickeln als in der Vergangenheit, könnte dies ebenfalls zu den eingangs beschriebenen Prognosefehlern beigetragen haben. Darauf deutet die hohe Korrelation (60%) der Fehler von ifo-basierten BIP-Prognosen mit der Wachstumsdifferenz von Bau und Verarbeitenden Gewerbe gg. der restlichen Wirtschaft hin.² Allerdings spielte dies für die deutlichen Prognosefehler der jüngsten Zeit kaum eine Rolle (Grafik 20).

² Aufgrund des Mangels von Bruttowertschöpfungszahlen für Einzel- und Großhandel auf Quartalsbasis können diese nicht in die Wachstumsdifferenz eingerechnet werden. Dank des relativ kleinen Anteils an der Gesamtwirtschaft sollte die Analyse dadurch kaum beeinflusst werden.

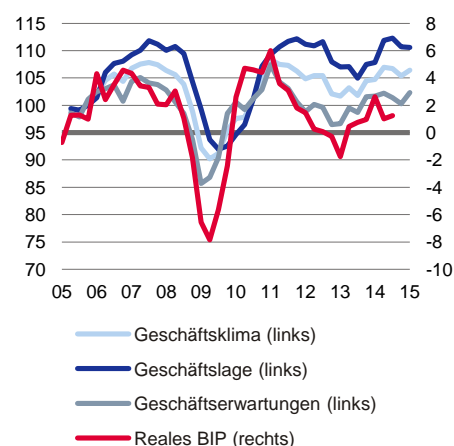


Der relativ neue ifo-Geschäftsklimaindex für den Dienstleistungssektor könnte hier Abhilfe verschaffen. Daten liegen erst ab 2005 vor. Er deckt laut ifo-Institut „wichtige, insbesondere unternehmensnahe Zweige des tertiären Sektors (ohne Handel und ohne Staat)“ ab. Tatsächlich weißt dieser Index einen ähnlichen guten Gleichlauf mit dem BIP auf wie der traditionelle ifo-Index. Dies gilt insbesondere für die Erwartungskomponente. Da die unternehmensnahen Dienstleister stark von Auftraggebern aus der deutschen Industrie abhängen, ist dies nicht sehr überraschend. Allerdings erhöht eine einfache Kombination der beiden ifo-Indizes die Qualität von BIP-Prognosen nicht.

ifo-Dienstleistungen & BIP-Wachstum

21

2005=100 (links); % gg. Vj. (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

ifo & PMI liefern beste Prognose

Trotz der zuvor beschriebenen Probleme liefert der ifo-Index zusammen mit dem PMI über eine längere Sicht die besten Prognosen. Außerdem kann man z.B. durch Variation der Stützperiode die Prognoseergebnisse des ifo-Index verbessern. Alternative Stimmungs-/Umfragedaten bringen ihre eigenen Probleme mit sich, die ihre Prognosequalität beschränken.

Zur Bewertung der Prognosequalität führen wir einfache lineare Regressionen der Wachstumsraten des realen BIP (% gg. Vj.) auf die verschiedenen Umfrageindikatoren durch. Wir führen die Regressionen mit verschiedenen Stützzeiträumen durch, um Strukturbrüche zu erkennen. Darüber hinaus analysieren wir, wie gut Stimmungsdaten nicht nur das Wachstum des laufenden Quartals sondern auch das Wachstum des folgenden Quartals beschreiben. Die Qualität der Prognose bewerten wir anhand der jeweiligen Bestimmtheitsmaße. Bei linearen Regressionen gibt dieses an, welcher prozentuale Anteil der BIP-Schwankungen erklärt werden kann. Für diese Vergleiche ist es unerheblich, ob man die Erstmeldung des BIP-Wachstums nimmt, oder ob man die revidierten Wachstumsraten verwendet. In der folgenden Tabelle sind alle Bestimmtheitsmaße für die von uns betrachteten Stimmungsdaten aufgeführt. Es gilt, je höher/grüner das Bestimmtheitsmaß ist, desto „besser“ ist die Prognosequalität.

Insgesamt zeigt sich, dass der ifo-Index und der Einkaufsmanagerindex (PMI) die besten Ergebnisse liefern. Diese bzw. Teilindizes erklären gut 60% der Schwankungen des BIP-Wachstums. Zudem zeigt sich, dass Regressionen, die nur Umfragewerte nach 2005 einbeziehen, bessere Ergebnisse liefern, als Berechnungen mit einer längeren Stützperiode. Beim ifo-Index sind die Vorhersagen auf Basis der Geschäftserwartungen generell besser als jene mit Hilfe des Geschäftsklimas bzw. der Geschäftslage. Dabei beschreiben die Geschäftserwartungen der Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes das BIP-Wachstum am besten. Beim Einkaufsmangerindex ist es ähnlich. Die Daten aus dem Verarbeitenden Gewerbe haben einen leicht höheren Erklärungsgehalt als der Gesamt-PMI und deutlich höher als der Dienstleistungsindex.



Ausblick Deutschland

Erklärungsgehalt unterschiedlicher Stimmungsmaße für reales BIP-Wachstum

Anteil (%) der Variation des realen BIP-Wachstums gg. Vq., der durch den jeweiligen Stimmungsindikator erklärt wird (Bestimmtheitsmaß), basierend auf einfacher linearer Regression, je höher (grüner) desto besser

Ifo-Geschäftsklima

		Gewerbliche Wirtschaft (Ver. Gew., Bau, Groß- und Einzelhandel)			Verarbeitendes Gewerbe			Baugewerbe		
		Geschäftsklima	Geschäftserwartungen	Geschäftslage	Geschäftsklima	Geschäftserwartungen	Geschäftslage	Geschäftsklima	Geschäftserwartungen	Geschäftslage
Seit 1991	Gleichlauf	20,1	38,5	7,3	21,8	34,2	8,4	1,6	8,7	0,3
	1Q Lead*	6,2	25,2	0,3	6,3	23,9	0,2	0,4	4,7	0,0
Seit 1995	Gleichlauf	23,6	42,0	9,3	27,2	37,3	11,0	2,3	10,4	0,5
	1Q Lead*	8,4	29,6	0,7	8,7	28,1	0,4	1,0	6,6	0,1
Seit 1998	Gleichlauf	28,8	49,6	11,7	33,2	44,6	13,6	3,4	15,5	0,9
	1Q Lead*	10,4	33,3	1,2	10,6	31,8	0,7	1,7	9,5	0,3
Seit 2000	Gleichlauf	31,7	53,3	13,4	37,1	48,4	15,7	3,8	16,4	1,1
	1Q Lead*	12,6	37,6	1,8	13,4	37,1	1,2	1,6	8,6	0,3
Seit 2005	Gleichlauf	36,5	61,2	13,9	40,2	63,7	14,9	2,3	19,2	0,1
	1Q Lead*	10,8	42,0	0,2	12,4	49,6	0,2	0,0	6,1	1,0

Ifo-Geschäftsklima

		Großhandel			Einzelhandel			Dienstleistungen		
		Geschäftsklima	Geschäftserwartungen	Geschäftslage	Geschäftsklima	Geschäftserwartungen	Geschäftslage	Geschäftsklima	Geschäftserwartungen	Geschäftslage
Seit 1991	Gleichlauf	11,9	26,7	4,4	6,7	19,0	1,5			
	1Q Lead*	4,0	13,3	0,6	3,9	11,4	0,9			
Seit 1995	Gleichlauf	14,4	29,2	6,0	9,9	22,2	3,2			
	1Q Lead*	5,3	15,9	1,0	6,4	14,2	2,2			
Seit 1998	Gleichlauf	18,4	36,3	7,8	11,2	25,7	3,8			
	1Q Lead*	7,1	18,6	1,8	7,6	16,3	3,0			
Seit 2000	Gleichlauf	20,8	39,1	9,3	11,8	26,7	4,1			
	1Q Lead*	8,6	20,5	2,5	8,7	18,0	3,6			
Seit 2005	Gleichlauf	30,7	48,4	13,5	13,3	29,3	2,9	30,1	56,9	8,0
	1Q Lead*	7,6	21,1	0,6	6,5	15,3	1,3	9,0	39,2	0,0

Einkaufsmanagerindex (PMI) **Unternehmens- und Verbraucherumfrage der EU-Kommission**

		Einkaufsmanagerindex (PMI)			Unternehmens- und Verbraucherumfrage der EU-Kommission					
		Gesamt (Composite)	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Insgesamt	Industrie	Dienstleistungen	Konsumenten	Einzelhandel	Bau
Seit 1991	Gleichlauf				21,5	18,1	0,0	12,2	9,8	1,2
	1Q Lead*				5,8	3,2	0,0	1,1	5,0	0,1
Seit 1995	Gleichlauf				26,0	21,7	14,0	13,1	15,2	1,5
	1Q Lead*				9,3	4,7	8,6	1,4	9,3	0,5
Seit 1998	Gleichlauf	48,4	49,6	33,9	30,3	27,0	17,0	18,8	17,0	2,2
	1Q Lead*	22,3	19,4	15,5	10,6	5,9	10,1	3,2	10,0	1,1
Seit 2000	Gleichlauf	51,4	53,1	36,7	32,9	31,2	24,5	20,1	18,7	2,5
	1Q Lead*	24,5	22,5	16,8	11,3	8,2	12,6	2,6	11,9	0,9
Seit 2005	Gleichlauf	62,8	64,4	47,2	36,8	34,7	49,0	18,8	20,7	1,1
	1Q Lead*	28,8	26,4	19,5	9,1	6,9	16,4	1,3	10,4	0,2

ZEW-Finanzmarkttest - Konjunktur **GfK-Konsumklima**

		ZEW-Finanzmarkttest - Konjunktur			GfK-Konsumklima		
		Situation	Erwartungen	Konsumklima	Konjunkturerwartungen	Einkommenserwartungen	Anschaffungsneigung
Seit 1991	Gleichlauf			3,9	15,0	5,2	4,5
	1Q Lead*			3,1	6,2	1,6	4,8
Seit 1995	Gleichlauf	7,3	7,9	3,9	15,6	5,9	5,5
	1Q Lead*	0,9	16,4	3,1	6,6	2,0	6,2
Seit 1998	Gleichlauf	9,9	8,3	4,9	22,9	8,7	6,7
	1Q Lead*	1,9	16,5	3,2	12,1	5,2	8,5
Seit 2000	Gleichlauf	10,7	7,8	6,3	26,8	9,0	6,3
	1Q Lead*	2,1	17,5	2,4	13,0	4,8	7,9
Seit 2005	Gleichlauf	9,3	13,2	11,5	25,0	5,1	5,1
	1Q Lead*	0,1	32,6	5,9	12,6	3,1	7,3

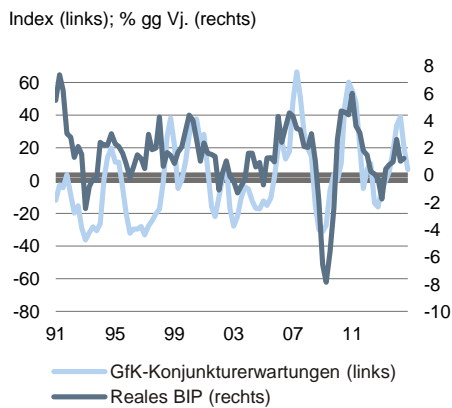
* Stimmungsdaten um ein Quartal nach vorne verschoben. Dadurch wird die Wachstumsprognose der Stimmungsindikatoren für das Folgequartal errechnet. Teilweise sind Stimmungsdaten nicht über gesamten Zeitraum der Berechnung vorhanden.
Quellen: Ifo, Markit, EU-Kommission, ZEW, Sentix, Deutsche Bank Research



Bei den anderen Umfragen ist die Prognosequalität meist deutlich geringer. Der viel beachtete GfK-Index hat auch gar nicht diesen Anspruch, obwohl die Konjunkturerwartungen der befragten Haushalte (ein Bestandteil der GfK-Umfrage) sogar einen gewissen gleichlauf mit der gesamtwirtschaftlichen Konjunktur aufweisen (Grafik 23).

GfK-Konjunkturerwartungen & BIP-Wachstum

23



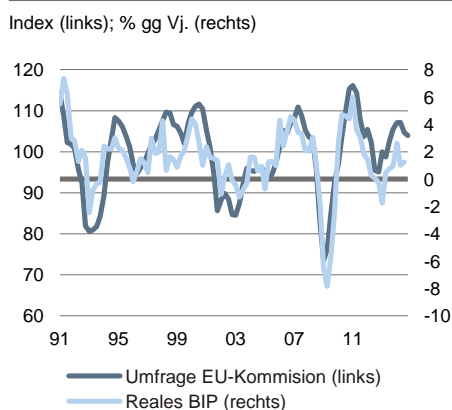
Quellen: Statistisches Bundesamt, GfK

Die Prognosequalität der ZEW-Situations- und Erwartungskomponente ist insgesamt gering, selbst wenn man nur die Zeit nach 2005 betrachtet. Die besten Ergebnisse liefern noch die Konjunkturerwartungen für das BIP-Wachstum im Folgequartal, allerdings bleibt der Erklärungsgehalt deutlich hinter dem der ifo-Geschäftserwartungen zurück. Betrachtet man allerdings nur den Zeitraum vor der Finanzkrise, ist die Prognosegüte deutlich besser. Die hohe Volatilität an den Finanzmärkten und die durch die Geldpolitik herbeigeführte Liquiditätsschwemme haben offensichtlich das Urteil der Umfrageteilnehmer getrübt. Der ZEW-Index basiert auf Umfragen unter Finanzmarktteilnehmern. Da der ZEW-Index im Monatsverlauf früher veröffentlicht wird als die Umfragen unter Unternehmen der Realwirtschaft (ifo, PMI) und da er stark auf geänderte Wachstumsaussichten reagiert, kann er ein „Frühwarnindikator“ sein, muss angesichts der Volatilität aber gleichzeitig mit Vorsicht interpretiert werden. Der seit Anfang 2009 erhobene Sentix basiert ebenfalls auf Umfragen unter Finanzmarktteilnehmern. Rein grafisch betrachtet ist ein ordentlicher Gleichlauf mit dem BIP-Wachstum zu attestieren. Für quantitative Prognosen ist der Stützzeitraum allerdings zu gering.

Die Unternehmens- und Verbraucherumfrage der EU-Kommission weist eine recht gute Prognosequalität auf. Allerdings ist dies wenig überraschend, weil die Stimmungsindizes weitgehend auf Basis der ifo-Umfrage errechnet werden. Da die Veröffentlichung allerdings später im Monatsverlauf erfolgt als beim ifo-Index und die Qualität der quantitativen Prognosen schlechter ist als beim ifo, erhält diese Umfrage in Deutschland zu Recht wenig Aufmerksamkeit.

Umfrage der EU-Kommission & BIP-Wachstum

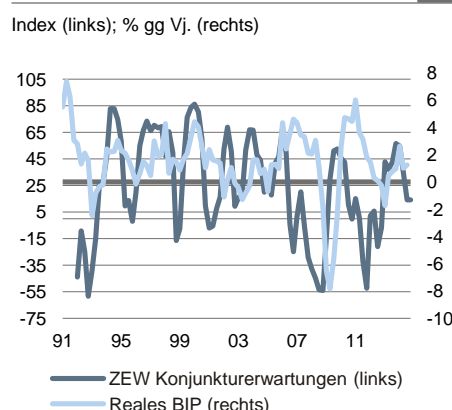
24



Quellen: Statistisches Bundesamt, EU-Kommission

ZEW Konjunkturerwartungen & BIP-Wachstum

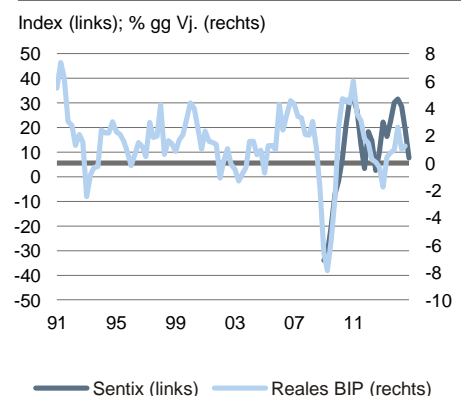
25



Quellen: Statistisches Bundesamt, ZEW

Sentix & BIP-Wachstum

26



Quellen: Statistisches Bundesamt, Sentix

Wachstumsüberschätzung selbst bei kürzerem Stützzeitraum

Wie die Tabelle zeigt, steigt bei den meisten Stimmungsindikatoren die Prognosequalität, wenn man die Schätzung auf die Zeit nach 2005 basiert. Die von uns zum Anlass dieser Studie genommene Wachstumsüberschätzung der letzten Quartale durch ifo/PMI besteht aber weiterhin. Die dadurch erzielten Verbesserungen in der hoch volatilen Phase 2008-2011 dominieren oder konterkarieren sogar die Fortschritte in anderen „normaleren“ Phasen.

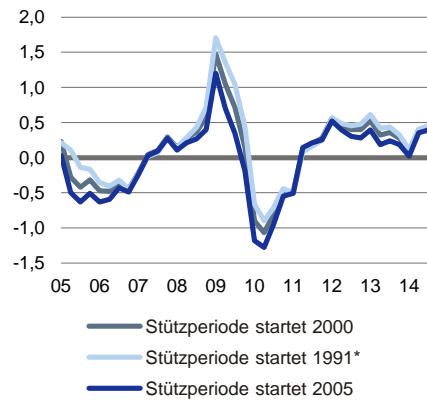


Im Fall des ifo-Geschäftsklimas dominieren unseres Erachtens die Vorteile eines verkürzten Stützzeitraums, da die verbesserte Prognosegüte der letzten Jahre nicht zulasten der Qualität in anderen Zeiten zu gehen scheint.

Prognosefehler: ifo-Geschäftsklima

27

Diff. zw. realem BIP-Wachstum (gg. Vq.) und Prognose lin. Reg., %-Punkte, gl. 4Q-Schnitt



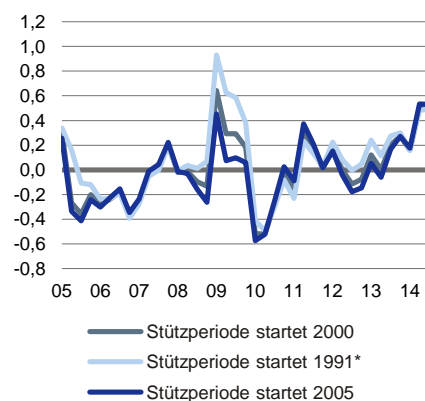
*oder frühest verfügbarer Zeitpunkt

Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo, Deutsche Bank Research

Prognosefehler: ifo-Geschäftserwartungen

28

Diff. zw. realem BIP-Wachstum (gg. Vq.) und Prognose lin. Reg., %-Punkte, gl. 4Q-Schnitt



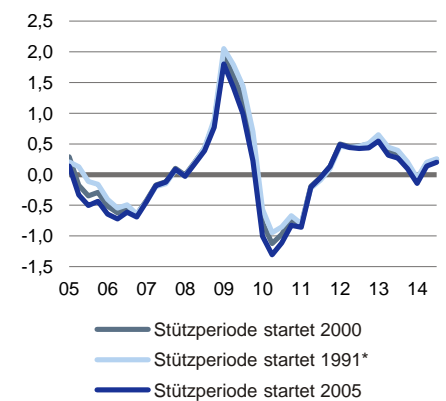
*oder frühest verfügbarer Zeitpunkt

Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo, Deutsche Bank Research

Prognosefehler: ifo-Geschäftslage

29

Diff. zw. realem BIP-Wachstum (gg. Vq.) und Prognose lin. Reg., %-Punkte, gl. 4Q-Schnitt



*oder frühest verfügbarer Zeitpunkt

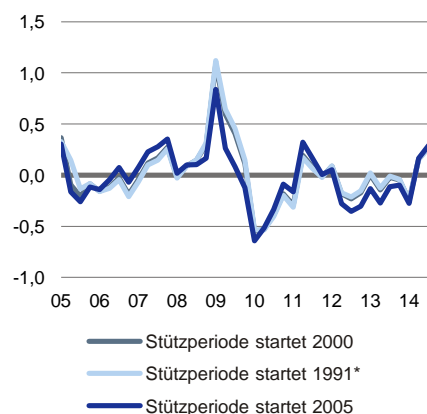
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo, Deutsche Bank Research

Eine Verkürzung des Stützzeitraums auf 2005 führt zwar auch beim PMI zu einer Verbesserung der Prognosequalität (siehe Tabelle). Dies geht aber auf die verbesserten Ergebnisse in der Zeit 2009/10 zurück. In der übrigen Zeit verschlechtert sich die Prognosequalität sogar. Seit 2012 würde das Wachstum so im Schnitt deutlich unterschätzt, während die Überschätzung des Wachstums in den letzten Quartalen durch die Verkürzung des Stützzeitraums kaum korrigiert wird. Wir bevorzugen daher einen Stützzeitraum, der 2000 beginnt.

Prognosefehler: Gesamt-PMI

30

Diff. zw. realem BIP-Wachstum (gg. Vq.) und Prognose lin. Reg., %-Punkte, gl. 4Q-Schnitt



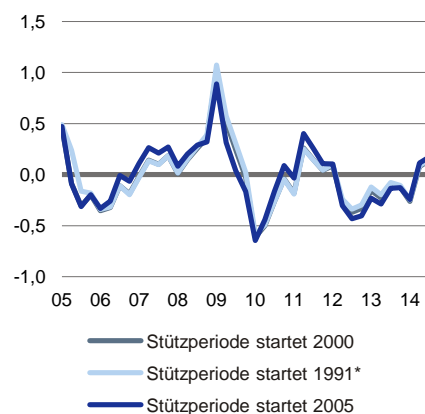
*oder frühest verfügbarer Zeitpunkt

Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, Deutsche Bank Research

Prognosefehler: PMI Verarb. Gewerbe

31

Diff. zw. realem BIP-Wachstum (gg. Vq.) und Prognose lin. Reg., %-Punkte, gl. 4Q-Schnitt



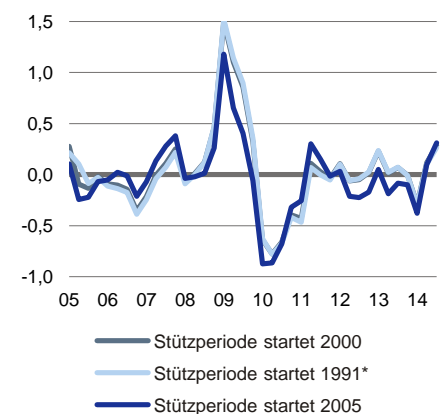
*oder frühest verfügbarer Zeitpunkt

Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, Deutsche Bank Research

Prognosefehler: PMI Dienstleistungen

32

Diff. zw. realem BIP-Wachstum (gg. Vq.) und Prognose lin. Reg., %-Punkte, gl. 4Q-Schnitt



*oder frühest verfügbarer Zeitpunkt

Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, Deutsche Bank Research



Welche Stimmungsniveaus Wachstum signalisieren

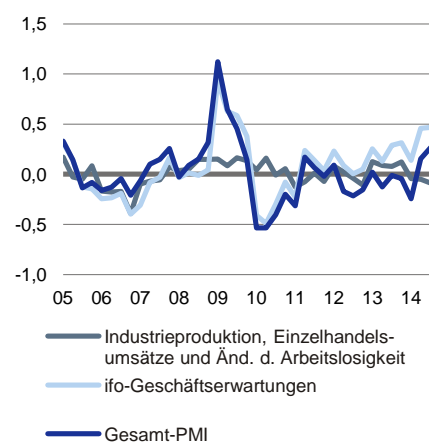
Beim PMI gehen wir daher unverändert von einer Wachstumsschwelle von 50,8 für den Gesamtindex, 49,3 für den Industrieindex und 50,6 für den Dienstleistungsindex aus. Beim ifo-Index ergeben sich aus dem verkürzten Stützzeitraum Wachstumsschwellen von 101,1 für das ifo-Geschäftsklima, 98,6 für die ifo-Geschäftserwartungen und 100,5 für die Geschäftslage.

Harte Zahlen schlagen weiche Zahlen

Prognosefehler "harter" und "weicher" Indikatoren

33

Diff. zw. real BIP-Wachstum (gg. Vq.) und Prognose lin. Reg., %-Punkte, gl. 4Q-Schnitt



Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Deutsche Bank Research, ifom Markt

Die Güte von stimmungsbasierten Prognosen wird jedoch deutlich übertroffen, wenn man stattdessen auf „harte“ Monatsindikatoren zurückgreifen kann. Angesichts unserer Argumentation über den ifo-Index des Verarbeitenden Gewerbes dürfte nicht überraschen, dass die größte Bedeutung der monatlich veröffentlichten Industrieproduktion zukommt. Kombiniert man die Industrieproduktion z.B. mit den Einzelhandelsumsätzen und der Veränderung der Arbeitslosenquote können bis zu 90% der Schwankung der BIP-Wachstumsraten erklärt werden.

Zwar hat die Industrieproduktion den Nachteil, dass der Wert für den letzten Monat eines Quartals nur wenig früher veröffentlicht wird als das BIP-Wachstum dieses Quartals. Allerdings reicht schon das Vorliegen des ersten Monatswertes eines Quartals aus, um bessere Prognosen zu ermöglichen als sie mit reinen Stimmungsdaten möglich wären.³

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

³ Siehe dazu auch: Henzel, S. und Rast, S. (2013). Prognoseeigenschaften von Indikatoren zur Vorhersage des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland. Ifo-Schnelldienst 17/2013.



Ausblick Deutschland

Wichtigste Merkmale bekannter Stimmungsumfragen in Deutschland

34

	Komponenten bzw. Teilindizes	Teilnehmer-zahl	Veröffentlichungs-zeitpunkt	Kreis der Befragten	Sektorabdeckung	Weitere Kommentare
ifo-Geschäfts-klima	ifo-Geschäftsklima errechnet aus Geschäfts-	rd. 7000	Gegen Monatsende (frühester Termin 2014: 23. Mai)	Realwirtschaft	Verarbeitendes Gewerbe, Bau, Groß- und Einzelhandel	Aufgrund der hohen Teilnehmerzahl liegen Indizes auch stark disaggregiert vor;
ifo-Geschäfts-klima Dienst-leistungen	erwartungen und Geschäftslage	rd. 2500			Unternehmen aus wichtigen, insbesondere unternehmensnahen Zweigen des tertiären Sektors (ohne Handel, Kreditgewerbe, Leasing, Versicherungen und ohne Staat)	Umfrage enthält auch weniger gebräuchliche Ergebnisse zu Produktions- und Exportaussichten oder auch Bewertung der Lagerbestände und Kapazitätsauslastung
Einkaufs-manager-index (PMI)	Gesamt (Composite) Index besteht aus Index für Verarbeitendes Gewerbe und Dienstleistungen	rd. 1000 Dienstleistungs- und über 500 Industrieunter-nehmen	Vorläufige Meldung gegen Ende des Monats; üblicherweise einige Tage vor ifo; Vollständige Meldung Anfang des Folgemonats	Realwirtschaft	Verarbeitendes Gewerbe, Bau	Weitere Einkaufsmangerindizes zu Einzelhandel und Bau verfügbar aber wenig beachtet z.T. wegen späterer Veröffentlichung am Anfang des Folgemonats
Unternehmens- und Ver-braucher-vertrauen der EU-Kommission	Indizes für Hauptsektoren	über 10000	Auf Länder- und Sektorebene Anfang des Folgemonats	Realwirtschaft und private Haushalte	Verarb. Gew. (40%); Dienstleistungssektor (30%); Konsumenten (20%); Bau (5%) und Einzelhandel (5%)	Kombination aus ifo-Geschäftsklimaumfrage (80%) und Daten des GfK-Konsumklimas
GfK-Konsum-klima	Gesamtindex und Teilindizes zu Konjunktur-erwartungen, Einkommens-erwartung, Anschaffungs- (und Spar)neigung	rd. 2000	Gegen Ende des Monats	Private Haushalte	-	Gesamtindex versucht nicht unterjährige Dynamik des Konsums zu beschreiben, sondern soll durchschnittliches Konsumplus des Gesamtjahres prognostizieren
ZEW-Finanz-markttest	ZEW-Konjunktur-situation, ZEW Konjunktur-erwartungen	rd. 350 (etwa 30 aus Industrie-unternehmen)	Mitte des Monats (Meist 3. Dienstag des Monats)	Finanzmarkt-teilnehmer und tlw. Realwirtschaft	-	
Sentix		Gesamt-Umfrage über 4000		Finanzmarkt-teilnehmer (private und institutionelle)	-	

Quellen: Deutsche Bank Research, ifo, Markit, EU-Kommission, GfK, ZEW, Sentix



Quantitative Easing (QE): Die EZB kauft im großen Stil Staatsanleihen

- Am 22. Januar hat die EZB ihr Wertpapierankaufsprogramm massiv ausgeweitet. Ab März 2015 wird die EZB mit dem Ankauf von in Euro denominierten Vermögenswerten von Regierungen und Emittenten mit Förderauftrag der Eurozone sowie europäischen Institutionen beginnen. Die EZB hat ebenfalls den Zinssatz für TLTRO-Liquidität um zehn Basispunkte gesenkt.
- Wir denken, dass die EZB mit ihren Ankündigungen die Erwartungen des Marktes übertroffen hat. Das Tempo der Ankäufe wird höher als erwartet sein. Es gibt ein hohes und transparentes monatliches Zielvolumen von 60 Mrd. EUR. Wir schätzen, dass dieses Programm die Bilanz der EZB um netto 1,1 bis 1,2 Billionen EUR vergrößern wird. Damit geht die EZB über ihre ursprüngliche Absicht, die Bilanz um 1 Billion EUR auszuweiten, hinaus.
- Wie von uns erwartet, werden Länder mit Sub-Investment-Grade eingeschlossen. Allerdings müssen sich diese Länder in einem Programm befinden. Ein Ausschluss hätte sich pro-zyklisch auf das Rating eines Landes ausgewirkt. Außerdem gibt es eine Obergrenze von 33 % pro Emittent. Da diese Grenze durch die SMP-Käufe für Griechenland bereits überschritten ist, wird die EZB nicht vor Juli griechische Staatsanleihen kaufen. Dies war ein cleverer Schritt, um sich dem „griechischen Dilemma“ zu entziehen.
- Die EZB verschaffte sich auch die Option, die Käufe von 60 Mrd. EUR solange weiterzuführen, bis ihr Inflationsziel erreicht ist. Die Käufe werden fortgesetzt, bis „eine nachhaltige Anpassung im Inflationspfad“ erreicht wurde. Allerdings beinhaltet die Formulierung, dass die EZB „beabsichtigt“ das Kaufprogramm bis September 2016 auszuführen auch – zumindest theoretisch – die Option, es früher zu beenden.
- Etwas überraschend ist die Absicht, auch Papiere von Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen, aber keine Unternehmensanleihen zu kaufen. Damit vermeidet die EZB einen überproportionalen Kauf von Staatsanleihen hochverschuldeter Länder. Die Aufteilung der Käufe wird sich damit unserer Ansicht nach stärker am Kapitalschlüssel der EZB orientieren.
- Das Programm hat kaum Aspekte, die die Stimmung am Markt trüben können. Dahingehend könnte man zwar die Orientierung am Kapitalschlüssel oder die Begrenzung der gemeinsamen Haftung auf 20% der Käufe oder auch deren überwiegend dezentrale Ausführung interpretieren. Allerdings waren diese Punkte schon vorab signalisiert worden und stellen letztlich eher Präsentations- bzw. politische Aspekte dar.

Am 22. Januar entschied die EZB, ihr Wertpapierankaufsprogramm, das bis dato ABS und gedeckte Schuldverschreibungen beinhaltete, massiv auszuweiten. Ab März 2015 wird die EZB in Euro denominierte Vermögenswerte von europäischen Staaten, nationalen Emittenten mit Förderauftrag sowie europäischen Institutionen ankaufen. Dabei war die Berücksichtigung der beiden letzten Emittenten sowie der Ausschluss von Unternehmensanleihen etwas überraschend. Diese Entscheidung hat wichtige Konsequenzen für die Aufteilung der Käufe auf die Länder der Eurozone. Die EZB kündigte auch eine Reduktion um zehn Basispunkte von sechs noch ausstehenden TLTROs an.

Im Folgenden schauen wir uns die einzelnen Aspekte des EZB-Programms mit Blick auf die Stimmung am Markt an. Dabei überwiegen die positiven Aspekte bei weitem.



QE-Aspekte mit positiver Marktwirkung

1. Schnelleres Tempo, etwas mehr Transparenz als erwartet

Die Tatsache, dass das beabsichtigte Kaufvolumen innerhalb von anderthalb anstatt von zwei Jahren erreicht werden soll, hat uns überrascht; ebenso das große und transparente monatliche Zielvolumen von EUR 60 Mrd.

Wie von uns erwartet, bezieht sich das Ziel nicht auf einzelne Assetklassen, sondern auf das gesamte Kaufprogramm. Allerdings wurde in der Pressemitteilung der EZB spezifiziert, dass Wertpapierkäufe von europäischen Institutionen 12% der zusätzlichen Wertpapierkäufe ausmachen werden⁴. Basierend auf den derzeitigen wöchentlichen Käufen von Asset-backed Securities und besicherten Anleihen haben wir die Aufteilung der monatlichen Käufe in Darstellung 1 abgeschätzt. Dabei ergibt sich ein monatliches Volumen von Staatsanleihen und Papieren nationaler Fördererinstitutionen von etwa 42 Mrd EUR.

Kalibrierte monatliche Wertpapierankaufprogramme (QE) und Nettoerweiterung der EZB-Bilanz (EUR Mrd.)

1

Teil A: zusätzliche Käufe von März 2015 bis Sept. 2016

Aufteilung	Monatliche Käufe	Gesamtkäufe
ABSPP+CBPP3	12	224
Europäische Institutionen	6	106
Zentralregierungen und Nicht-EU-Institutionen	42	779
Gesamt	60	1.110

Teil B: Gesamte private Wertpapierankäufe bis Ende Feb. 2015

ABSPP+CBPP3	52
-------------	----

Teil C: Angenommener Nettobeitrag von TLTROs

Nettobeitrag von 8 TLTROs	100
---------------------------	-----

Teil D: Gesamt brutto

1.262

Teil E: Volumen aktueller Programme, die bis 2017 fällig werden

	Aktuelles Gesamtvolumen	Angenommene Fälligkeit bis 2017
SMP-Wertpapiere	144	72
Verrechnung von CBPP1 +CBPP2	41	13
Gesamter fällig werdender Betrag		86

Nettogesamtkäufe

Teil F: Nettobilanzerweiterung der EZB

1.176

Quelle: Deutsche Bank

2. Volumen: Bilanzausweitung um 1 Billion EUR jetzt glaubwürdig

Käufe von monatlich EUR 60 Mrd. ergeben über 18 Monate ein Volumen von rund 1,1 Bill. EUR. Dabei dürften zwischen EUR 700 und 800 Mrd. auf Staatsanleihen und Papiere nationaler Fördererinstitutionen entfallen.

Um die tatsächliche Entwicklung der EZB-Bilanz abzuschätzen, sind noch zwei weitere Informationen nötig. Erstens, die Käufe von ABS und besicherten Anleihen bis Ende Februar 2015. Bei der Fortsetzung des gegenwärtigen Tempos

⁴ Wir interpretieren "zusätzliche Wertpapierkäufe" als alle Käufer ab März 2015. Man könnte auch vermuten, dass die 12% auch Käufe von nationalen Institutionen mit Förderauftrag beinhalten. Aber wieso sollte man die Risiken dieser Wertpapiere sozialisieren, aber nicht die von Staatsanleihen? Außerdem ist die Verteilung der Schulden dieser Institutionen noch heterogener als die der Staatsanleihen.



könnten diese rund EUR 52 Mrd. erreichen. Der zweite Aspekt ist die Entwicklung der TLTROs. Angesichts der enttäuschenden ersten beiden Auktionen (EUR 210 Mrd.) erwarten wir ein Nettovolumen von etwa EUR 100 Mrd., wobei leichte Impulse von der Zinssenkung um zehn Basispunkte und dem insgesamt vertrauensförderlichen QE-Programm unterstellt sind. Somit könnte sich insgesamt eine Bruttoexpansion der EZB-Bilanz von EUR 1,3 Bill. ergeben.

Die Nettoausweitung hängt von dem Ausmaß der Tilgungen bei den Anleihen, die die EZB im Rahmen früherer Programme angekauft hat (Securities Markets Programme, Covered Bond Purchase Programme), ab. Der Nettoeffekt könnte damit bei etwa EUR 1,1 bis 1,2 Bill. liegen.

3. Zeitrahmen: Mindestens 1 Bill. EUR Bilanzausweitung

Die EZB machte klar, dass das Programm prinzipiell unbegrenzt ist und erst beendet wird, wenn eine nachhaltige Anpassung des Inflationspfades erreicht ist. Dies bedeutet, dass die EZB nun beabsichtigt, ihre Bilanz um *mindestens* EUR 1 Bill. auszuweiten, nachdem sie bis dato eine Ausweitung um *bis zu* EUR 1 Bill. beabsichtigte.

Ratings der Länder der Eurozone

Langfristige Bonitätseinstufungen in lokaler Währung

Land	Moody's	S&P	Fitch	DBRS
AT	Aaa →	AA+ →	AAA →	AAA →
BE	Aa3 →	AA →	AA ↓	AAH →
CY	B3 →	B+ →	B- ↑	BL →
EE	A1 →	AA- →	A+ →	
FI	Aaa →	AA+ →	AAA →	AAA →
FR	Aa1 ↓	AA ↓	AA →	AAA ↓
DE	Aaa →	AAA →	AAA →	AAA →
GR	Caa1 →	B →	B ↓	B →
IE	Baa1 →	A →	A- →	AL ↑
IT	Baa2 →	BBB- →	BBB+ →	AL ↓
LV	Baa1 →	A- →	A- →	
LT	Baa1 ↑	A- →	A- →	
LU	Aaa →	AAA →	AAA →	
MT	A3 →	BBB+ →	A →	
NL	Aaa →	AA+ →	AAA →	AAA →
PT	Ba1 →	BB →	BB+ ↑	BBBL →
SK	A2 →	A ↑	A+ →	
SI	Ba1 →	A- →	BBB+ →	
ES	Baa2 ↑	BBB →	BBB+ →	AL →

1. Ausblick Stabil → Positiv ↑ Negativ ↓
 2. 2. Angaben in roter Schrift zeigen Sub-investment grade Ratings, während Angaben in grüner Schrift Investment grade Ratings anzeigen
 Quellen: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP, Moody's, S&P, Fitch, DBRS

4. Zusammensetzung: Clevere Integration von Sub-Investment-Grade-Ländern

Staaten mit Sub-Investment-Grade müssen sich in einem Anpassungsprogramm befinden. Allerdings gelten auch hier die von Draghi genannten Nebenbedingungen einer 25-prozentigen Obergrenze pro Anleihe und einer 33-prozentigen Obergrenze pro Emittent. Dabei dürften auch die bereits von der EZB gekauften Anleihen berücksichtigt werden. Diese Bedingungen sind konsistent mit Draghis Äußerungen zu Griechenland. Er sieht die EZB erst ab Juli 2015, wenn eine größere griechische Staatsanleihe getilgt wurde, in der Lage,



griechische Staatsanleihen unter QE zu kaufen. Damit kann die EZB elegant die durch den griechischen Regierungswechsel entstandenen politischen Klippen umschiffen. Allerdings ist die Entscheidung, Sub-Investment-Grade-Staatsanleihen einzubeziehen, auch für andere Länder relevant, da eine mögliche Unterstützung durch die Zentralbank ein wichtiges Kriterium der Ratingagenturen ist.

5. Pari-passu: Optimistische Erwartungen bestätigt

Die Bereitschaft der EZB, eine Pari-passu-Behandlung, d.h. eine Behandlung wie alle übrigen Investoren zu akzeptieren, passt zu der Stellungnahme des Generalstaatsanwaltes des EuGH. Dieser widersprach der vom Bundesverfassungsgericht geäußerten Auffassung, dass dies für die EZB inakzeptabel sei.

6. Große Mehrheit im EZB-Rat

QE wurde mit einer großen Mehrheit angenommen, allerdings nicht einstimmig⁵. Einstimmig wurde aber der Beschluss gefasst, dass Staatsanleihenkäufe ein legitimes Instrument der Geldpolitik seien. Nach Draghis Aussage gab es einen Konsensus bezüglich der Risikoverteilung.

Leicht enttäuschende Aspekte:

1. Aufteilung nach Kapitalschlüssel der EZB

Dies mag unter Umständen nicht vom Markt begrüßt werden, war aber mehr oder weniger erwartet worden.

2. Obergrenzen: (Noch) keine Begünstigung von Ländern mit hoher Staatsverschuldung

Die 25-prozentige Obergrenze bei einzelnen Emissionen steht im Zusammenhang mit den mittlerweile üblichen Umschuldungsklauseln bei Anleihen. Intern dürfte das Limit der EZB noch niedriger liegen, da ein EZB-Anteil von annähernd 25% einer vergleichsweise kleinen Investorengruppe die Möglichkeit zur Blockade eröffnen würde.

Wir dachten, dass ein niedrigerer interner Schwellenwert und ein hohes QE-Volumen Länder mit vergleichsweise hohen Staatsschulden begünstigen würden. Durch den Einbezug von Papieren nationaler Emittenten mit Förderauftrag hat sich das zur Verfügung stehende Volumen in den Kernländern deutlich erhöht, wodurch derartige Effekte entfallen.

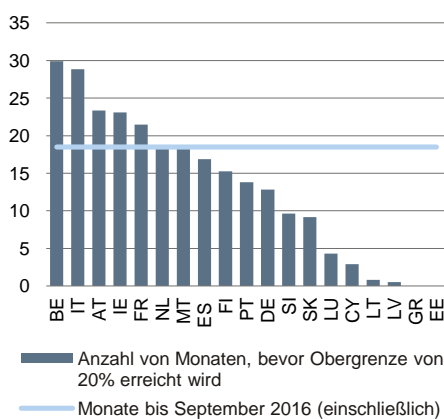
3. Risikoverteilung: Wenig direkte Vergemeinschaftung

Die nationalen Zentralbanken werden 80 % der mit den Käufen verbundenen Risiken übernehmen. Auch darauf war der Markt durch entsprechende Gerüchte vorbereitet. Wir denken, dass diese Regelung hauptsächlich der politischen Vertretbarkeit in den Kernländern geschuldet ist.

Anzahl von Monaten...

3

...vor Erreichen der Obergrenze von Staatsanleihen in dem hypothetischen Fall, dass keine Papier v. nat. Emittenten mit Förderauftrag gekauft werden

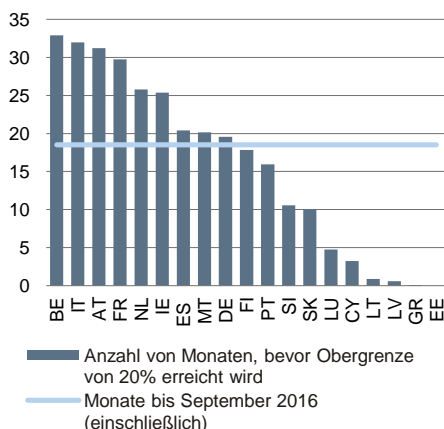


Quellen: Deutsche Bank, Bloomberg

Anzahl von Monaten ...

4

...vor Erreichen der Obergrenze von Staatsanleihen nach Einbeziehung von Käufen von nationalen Emittenten mit Förderauftrag



Quellen: Deutsche Bank, Bloomberg

⁵ Bundesbankpräsident Weidmann und der Präsident der niederländischen Zentralbank Knott sagten in Interviews, dass sie gegen den QE-Beschluss gestimmt haben.



4. Zeitplan: September 2016 – Absicht, aber kein fester Entschluss

Die Formulierung der EZB, bis September 2016 Käufe von monatlich 60 Mrd. EUR zu „beabsichtigen“, eröffnet die Möglichkeit, diese früher einzustellen, falls die EZB ihre Absichten früher erreichen sollte.

Zusammenfassung: Erwartung übertroffen – Aufmerksamkeit wendet sich wieder Strukturreformen und politischen Risiken zu

Insgesamt glauben wir, dass die Entscheidung der EZB die Markterwartungen übertroffen hat. Mit der deutlicheren Abwertung des Euro in den letzten Wochen und der nun sicheren massiven Ausweitung der Bilanz der EZB sehen wir ein realistisches Szenario, dass die Verbraucherpreise in der Eurozone in 2017 wieder ihren Zielkorridor erreichen können. Der Fokus bezüglich der Politikmaßnahmen wechselt jetzt wieder auf die Regierung. Die EZB hat guten Grund, den Erwartungen entgegenzutreten, dass die Geldpolitik alle Antworten bereithält. Wir haben wiederholt ausgeführt, dass QE nicht die europäischen Wachstumsprobleme adressieren kann. Seit Sommer letzten Jahres hat die EZB die Länder, die über entsprechenden Spielraum verfügen, zu einer Lockerung der Fiskalpolitik im Rahmen der Regeln, mit einem wachstumsmaximierenden Fokus und ohne Aufgabe der fiskalischen Nachhaltigkeit angehalten. Darüber hinaus hat sie auch strukturelle Reformen angemahnt. Wir glauben, dass Europa die Möglichkeiten hat, im Rahmen seiner politischen Koordinierung mehr fiskalischen Spielraum im Gegenzug für strukturelle Reformen zu ermöglichen. In ihrer jüngsten Stellungnahme hat die EU-Kommission die sich aus einer derartigen Interpretation des Stabilitäts- und Wachstumspaktes ergebenden Spielräume aufgezeigt. Die EZB hat Recht, wenn sie ihre Entscheidungen nicht von Moral-hazard-Überlegungen abhängig macht. Die Verantwortung, derartige Reaktionen zu unterbinden, liegt eindeutig bei den EU-Regierungschefs und dem Europäischen Rat.

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

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



Ausblick Deutschland

Kalibrierung der Länder der Eurozone, die bis September 2016 Teil des QE-Programms sein werden, d.h. Länder, die ihre Obergrenze (zweitletzte Spalte) erst in 19 Monaten erreichen werden (letzte Spalte)

5

Land	Kapital-schlüssel	Kapital-schlüssel (%)	Ankaufpro-gramme der EZB von Staats-anleihen und Anleihen nation-aler Institutionen gemäß Kapitalschlüssel (EUR Mrd.)	Staatsan-leihen mit Fälligkeit 2017-46 (EUR Mrd.)	Obergren-zen der Ankäufe von Staats-anleihen nach Emission (Annahme 20%)	Obergren-zen der Ankäufe von Staats-anleihen nach Emittent (33%)	EZB-Wertpa-pierankauf-programm, geschätztes Volumen (EUR Mrd.)	Obergren-zen von Staatsan-leihen auf Käufe (EUR Mrd.)	Obergrenze nationale Institutionen 2 J.-30 J. (EUR Mrd.)	Obergrenze nationale Institutionen 2 J.-30 J. (Annahme Obergrenze 33%) (EUR Mrd.)	Obergrenze nationale Institutionen 2 J.-30 J. (EUR Mrd.)	Obergrenze – Annahme Obergrenze 33%) (EUR Mrd.)	Obergrenze ausstehen-der Staats-anleihen und von Papieren von Institu-tionen (EUR Mrd.)	Verbindliche Obergrenze über Zeit-raum von 19 Monaten	Anzahl von Monaten vor Errei-chen der Ober-grenze*
DE		25,6	199,8	806,2	161,2	374,5		161,2	189,0	62,4	223,6		Kapital-schlüssel	20	
FR		20,1	157,4	1.064,2	212,8	503,5		212,8	167,0	55,1	267,9		Kapital-schlüssel	30	
IT		17,5	136,7	1.239,2	247,8	575,8	60,8	247,8	7,4	2,4	250,3		Kapital-schlüssel	32	
ES		12,6	98,1	521,0	104,2	253,5	40,6	104,2	31,6	10,4	114,6		Kapital-schlüssel	20	
NL		5,7	44,4	260,4	52,1	113,7		52,1	41,0	13,5	65,6		Kapital-schlüssel	26	
BE		3,5	27,5	258,8	51,8	109,7		51,8		0,0	51,8		Kapital-schlüssel	33	
GR		2,9	22,6	54,6	10,9	25,8	27,2	0,0	0,2	0,1	0,1		Ausstehende Verbindlich-keiten	0	
AT		2,8	21,8	160,0	32,0	64,3		32,0	21,0	6,9	38,9		Kapital-schlüssel	31	
PT		2,5	19,4	84,1	16,8	37,7	9,4	16,8	2,5	0,8	17,6		Ausstehende Verbindlich-keiten	16	
FI		1,8	13,9	67,0	13,4	27,4		13,4	2,5	0,8	14,2		Kapital-schlüssel	18	
IE		1,6	12,9	93,5	18,7	39,8	6,3	18,7		0,0	18,7		Kapital-schlüssel	25	
SK		1,1	8,6	24,7	4,9	10,2		4,9		0,0	4,9		Ausstehende Verbindlich-keiten	10	
LT		0,6	4,6	1,2	0,2	0,7		0,2		0,0	0,2		Ausstehende Verbindlich-keiten	1	
SI		0,5	3,8	11,6	2,3	5,1		2,3		0,0	2,3		Ausstehende Verbindlich-keiten	11	
LV		0,4	3,1	0,5	0,1	0,4		0,1		0,0	0,1		Ausstehende Verbindlich-keiten	1	
LU		0,3	2,3	3,1	0,6	1,0		0,6		0,0	0,6		Ausstehende Verbindlich-keiten	5	
EE		0,3	2,1	0,0	0,0	0,0		0,0		0,0	0,0		Ausstehende Verbindlich-keiten	0	
CY		0,2	1,7	1,5	0,3	1,3		0,3		0,0	0,3		Ausstehende Verbindlich-keiten	3	
MT		0,1	0,7	4,1	0,8	1,6		0,8		0,0	0,8		Kapital-schlüssel	20	
Total		100,0	781,4	4.655,7	931,1	2.145,9	144,3	920,2	462,2	152,5	1.393,3				

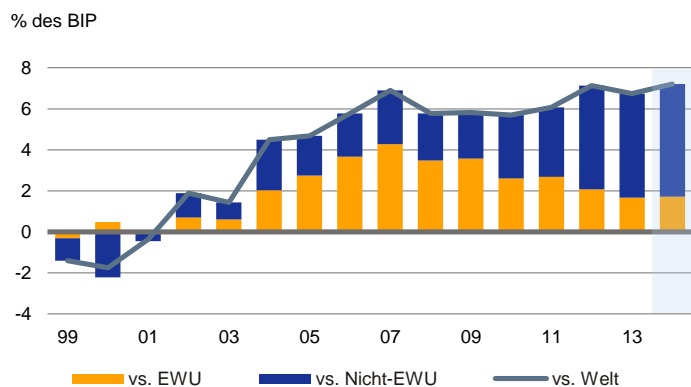
*Neuverteilung der Ankäufe von Ländern, wo die Obergrenze vor September 2016 erreicht wird

Quelle: Deutsche Bank, Bloomberg, Dealogic



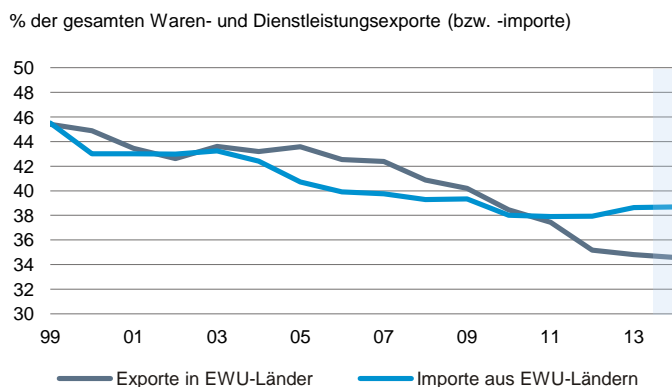
Grafik des Monats

Deutscher Leistungsbilanzüberschuss im Jahr 2014 auf neuem Höchststand



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Bedeutung der EWU-Länder für deutsche Exporte deutlich stärker gefallen als für Importe



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Deutscher Leistungsbilanzüberschuss 2014 auf neuem Höchststand

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss dürfte im Jahr 2014 auf den historischen Höchststand von etwa EUR 210 Mrd. oder 7,2% des BIP gestiegen sein. Im Jahr zuvor lag der Überschuss noch bei rund EUR 190 Mrd. oder 6,7% des BIP. Diese Ausweitung ging hauptsächlich auf eine Verbesserung der Handelsbilanz von Waren und Dienstleistungen zurück.

Die dynamischere Konjunkturentwicklung in den Industrieländern außerhalb der EWU bewirkte im vergangenen Jahr erneut eine deutlich stärkere Nachfrage nach deutschen Produkten. Die Exporte von Waren und Dienstleistungen in Nicht-EWU-Länder stiegen mit 4,4% gg. Vj. stärker als die Exporte in EWU-Länder (+3,3% gg. Vj.). Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss stieg gegenüber Nicht-EWU Ländern auf etwa EUR 160 Mrd. oder 5,5% des BIP. Seit dem Jahr 2007 hat sich der Überschuss durch ein kräftiges Wachstum der Exporte um etwa 140% erhöht.

Der Leistungsbilanzüberschuss gegenüber anderen EWU-Ländern dürfte nach einem kräftigen Abbau in den Jahren zuvor auch das erste Mal wieder leicht auf rund EUR 50 Mrd. oder 1,7% des BIP gestiegen sein. Dafür sorgte die Mitte 2013 begonnene fragile, schwache und konsumgetriebene Konjunkturerholung in der Eurozone. Der Überschuss lag im Jahr 2014 aber immer noch um etwa 55% unter dem Vorkrisenniveau, was die signifikanten Anpassungen in der Eurozone seit dem Ausbruch der Krise zeigt. Der deutliche Abbau des Überschusses entstand aus der Kombination von schwacher Export- und solider Importentwicklung. Die deutschen Exporte in die EWU verharteten weiter unter dem Vorkrisenniveau, ihr Anteil lag nur noch bei etwa 35% (2007: 42%). Die Importe erhöhten sich seit dem Jahr 2007 durch die robuste deutsche Binnenkonjunktur aber um fast 20%, so dass der Anteil der Importe aus EWU-Ländern nur leicht auf rund 39% gefallen ist und damit die Konjunktur in den anderen EWU-Ländern erheblich stützte.

Diese regionalen Verschiebungen unterstreichen die hohe Wettbewerbsfähigkeit und die breite regionale Diversifikation deutscher Unternehmen. Der deutliche Nachfrageeinbruch in den EWU Ländern konnte durch Umschwenken auf andere Exportdestinationen mehr als ausgeglichen werden.

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



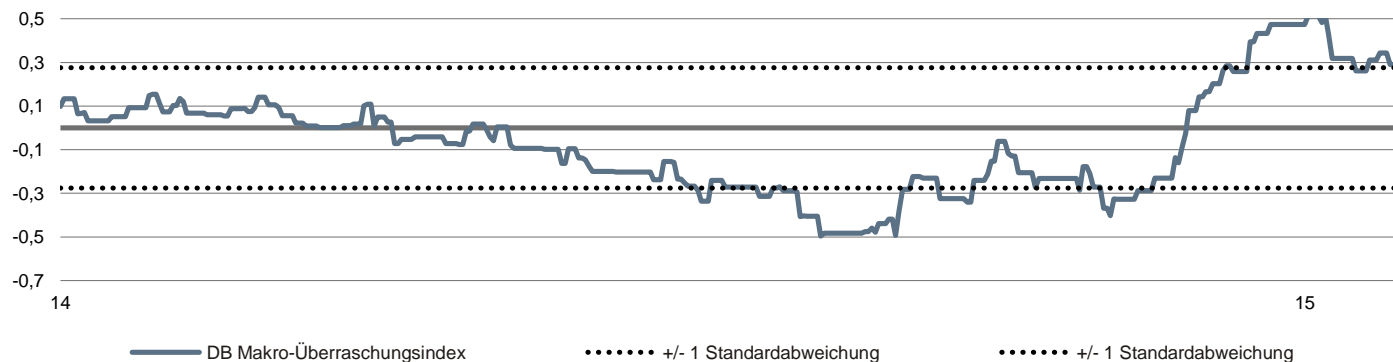
Ausblick Deutschland

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.⁶

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)	12 2014	16.12.14	10,0	5,0	5,0	0,6	0,7
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	12 2014	18.12.14	105,5	105,5	0,0	-0,1	0,4
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	11 2014	22.12.14	-2,1	-1,9	-0,2	0,2	0,6
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	12 2014	02.01.15	51,2	51,2	0,0	0,0	0,5
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	12 2014	06.01.15	52,1	51,4	0,7	0,8	0,8
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	11 2014	07.01.15	0,9	0,2	0,7	0,8	0,8
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	12 2014	07.01.15	-25,0	-5,0	20,0	0,5	0,7
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	11 2014	08.01.15	-2,4	-0,8	-1,6	-0,8	0,2
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	11 2014	09.01.15	-0,1	0,3	-0,4	-0,3	0,4
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	11 2014	09.01.15	18,6	23,0	-4,4	-1,7	0,0
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	12 2014	16.01.15	0,2	0,2	0,0	0,3	0,4
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	1 2015	20.01.15	22,4	13,0	9,4	1,2	0,9
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	1 2015	20.01.15	48,4	40,0	8,4	1,0	0,8
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	1 2015	23.01.15	52,7	52,7	0,0	0,0	0,5
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	1 2015	23.01.15	51,0	51,0	0,0	0,0	0,5
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	1 2015	26.01.15	106,7	106,5	0,2	0,0	0,5
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	12 2014	28.01.15	-3,7	-3,4	-0,3	0,1	0,5
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	1 2015	29.01.15	-0,3	-0,1	-0,2	-0,8	0,1
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	1 2015	29.01.15	-9,0	-10,0	-1,0	-0,2	0,4
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	12 2014	30.01.15	0,2	0,3	-0,1	0,2	0,6

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

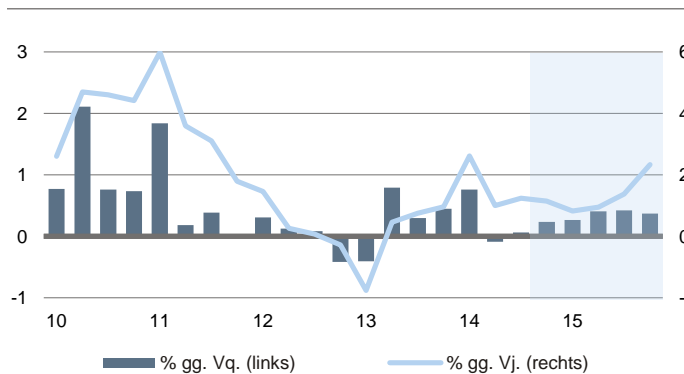
⁶ Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



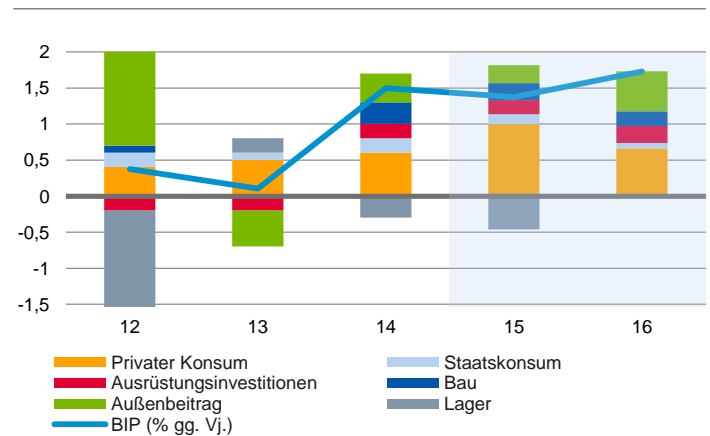
Chartbook – Gesamtwirtschaft

- Das Wachstum der deutschen Wirtschaft dürfte sich nach der Stagnation über den Sommer hinweg im vierten Quartal 2014 wieder etwas erhöht haben. Im Jahresdurchschnitt 2014 expandierte das BIP um 1,5%, was eine spürbare Beschleunigung im Vergleich zu den beiden Vorjahren darstellte (2012: +0,4%; 2013: 0,1%). Hauptwachstumstreiber war dank der anhaltend guten Situation auf dem Arbeitsmarkt erneut der private Konsum. Die Beschäftigung stieg auf einen neuen Höchststand von 42,7 Millionen Personen und die verfügbaren Einkommen erhöhten sich um solide 2,2%. Angesichts der erhöhten geopolitischen Risiken und der enttäuschenden Entwicklung des Welthandels stiegen die Investitionen nur äußerst moderat. Nettoexporte trugen ebenfalls etwas zum Wachstum bei.
- Die Stimmungsindikatoren hellten sich zuletzt merklich auf, was auf eine etwas stärkere BIP-Entwicklung in Q1 2015 hindeutet. Günstig wirken für die deutsche Konjunktur der Einbruch der Ölpreise und die kräftige Abwertung des Euro. Dämpfend wirken jedoch die anhaltenden geopolitischen Risiken (vor allem die Ukraine-Russland-Krise). Der ifo-Index stieg im Januar den dritten Monat in Folge, was typischerweise mit einem konjunkturellen Wendepunkt einhergeht. Die Einschätzung der Einkaufsmanager verbesserte sich zuletzt ebenfalls wieder. Dies ging ausschließlich auf eine Verbesserung im Dienstleistungsindex zurück.
- Durch das höhere Ausgangsniveau für das Jahr 2015 in Folge des etwas besser als von uns erwarteten Q4-Wachstums, den weiteren Verfall des Ölpreises und der rasanten Abwertung des EUR haben wir unsere Wachstumsprognose für die Jahre 2015 und 2016 nach oben revidiert. Wir erwarten jetzt ein Wachstum der deutschen Wirtschaft von 1,4% für 2015 und 1,7% im Jahr 2016.

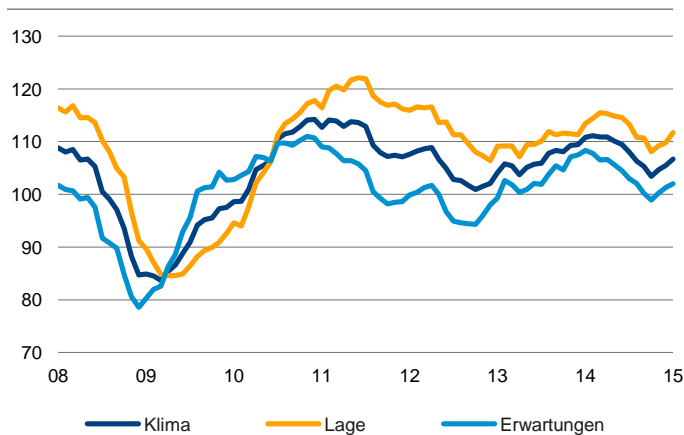
Entwicklung des realen BIP



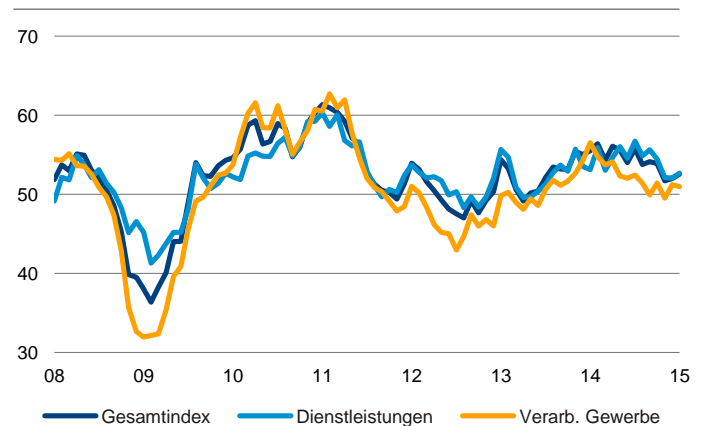
Beitrag zum realen BIP-Wachstum (%-Punkte)



ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt (2005=100)



Einschätzungen der Einkaufsmanager (PMI, Index)



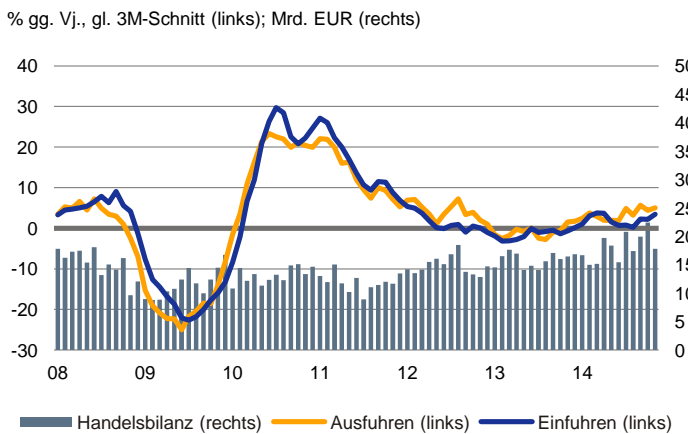
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research



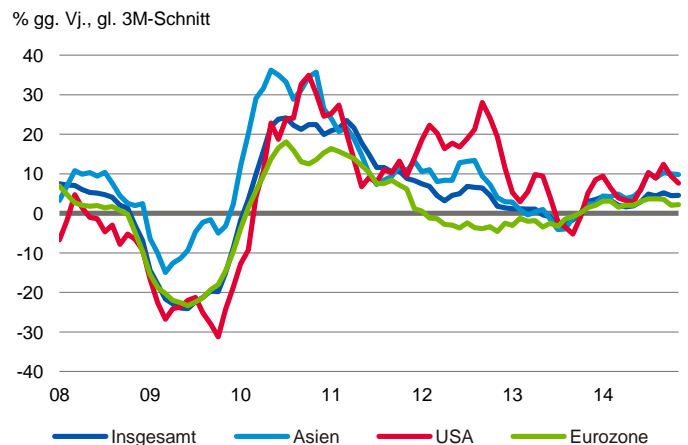
Chartbook – Außenhandel

- Die Außenhandelszahlen enttäuschten im November. Die Exporte gingen um 3,4% gg. Vm. zurück und lagen bei nur noch 1,6% über dem Vorjahresniveau. Die Importe stiegen – trotz der Schwäche bei den Ölpreisen – um 1,8% gg. Vm. (1,9% gg. Vj.). Der Handelsbilanzüberschuss fiel damit auf EUR 17,8 Mrd.
- Der laufende 3-Monatsdurchschnitt des Exportwachstums lag bei 5,0% gg. Vj. Die Nachfrage aus Asien und den USA bleibt hoch und die Ausfuhren dorthin liegen rd. 10% (gleitender 3M-Schnitt) bzw. rd. 8% über dem Vorjahresniveau. Die Exporte in die EWU (+2,2% gg. Vj.) bremsen dagegen.
- Nach Sektoren stieg die Ausfuhr von Automobilen mit 6,5% gg. Vj. (gleitender 3M-Schnitt) relativ kräftig. Auf Grund von Einmaleffekten (Verkürzung/Verschiebung der Werksferien; Umstellung der Produktion auf neue Modelle) war die Volatilität in den vergangenen Monaten allerdings relativ hoch. Die Exporte des Sektors Elektrotechnik folgten mit rund 5% gg. Vj. Dahinter folgten Maschinenbau (+1,5%), Chemie (+1,4%) und das Metallgewerbe (+0,5%).
- Die Frühindikatoren für den Außenhandel waren im Januar uneinheitlich, blieben auf einem niedrigen Niveau und zeigen eine gedämpfte Exportentwicklung an. Der ungelöste Ukraine-Russland-Konflikt und der eingetrübte Ausblick für einige Haupthandelspartner – vor allem China, Frankreich und Italien – belasten die deutschen Exporte. Mit der moderaten Erholung der Weltwirtschaft im weiteren Verlauf dieses Jahres – getrieben von den USA – und dem schwächeren Euro erwarten wir dann aber eine langsame Erholung der Exporte. Die Importe dürften durch die robuste inländische Nachfrage relativ kräftig expandieren.

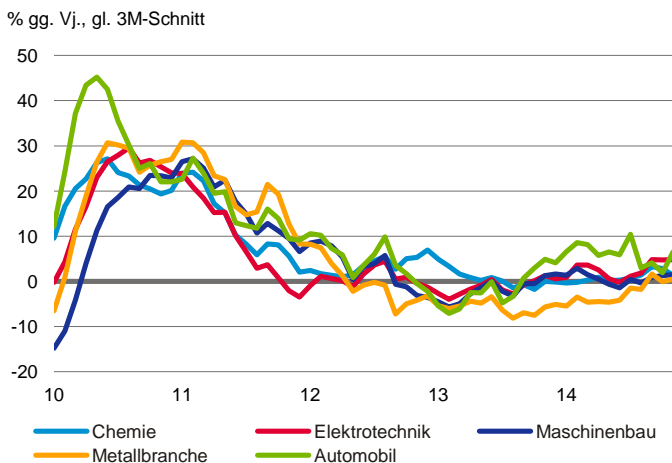
Warenhandel



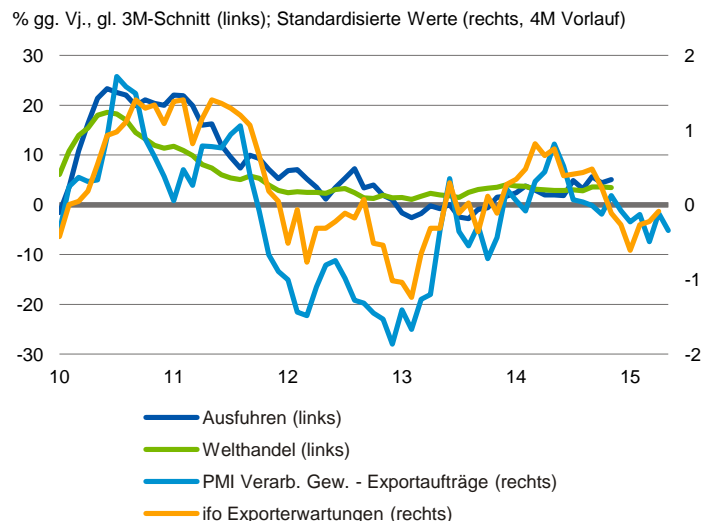
Deutsche Ausfuhren nach Regionen



Ausfuhren nach Sektoren



Ausfuhren und Frühindikatoren



Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research, CPB

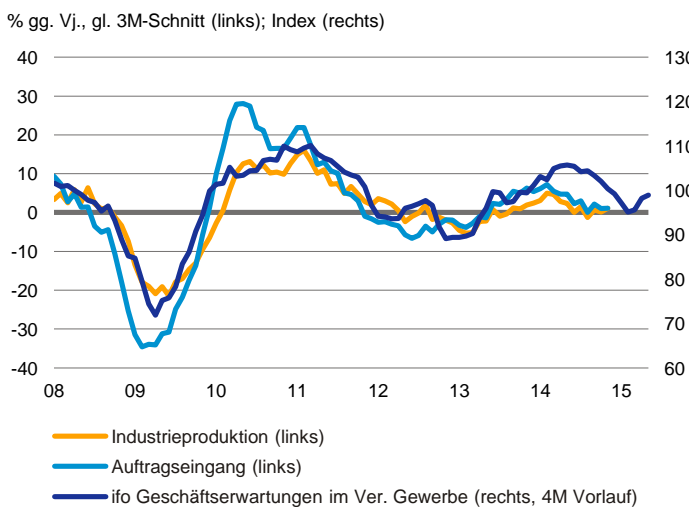


Ausblick Deutschland

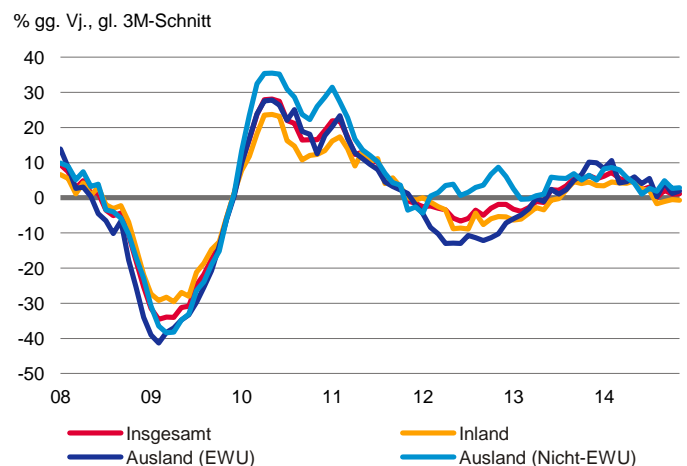
Chartbook – Industrie

- Die Industrieproduktion enttäuschte im November mit dem leichten Rückgang um 0,1% gg. Vm. Relativiert wird dies allerdings durch die Aufwärtsrevision des Vormonats und den durch das relativ milde Wetter negativen Effekt auf die Produktion im Energiesektor (-2,4% gg. Vm.). Die Produktion lag noch moderat über dem Vorjahresniveau (+1,1%, gleitender 3M-Durchschnitt).
- Der ifo-Index für das Verarbeitende Gewerbe stieg im Januar den dritten Monat in Folge. Der PMI für das Verarbeitende Gewerbe stieg auch im Vormonatsvergleich, nachdem er sich in den 3 Monaten davor mehr oder weniger seitwärts bewegte. Beide Indikatoren deuten auf dem jetzigen Niveau auf ein schwaches Wachstum der Industrieproduktion in Q1 hin.
- Die Industrieproduktion in Deutschland dürfte im Verlauf von 2015 nach oben tendieren. Aufgrund des schwachen Euro sowie niedriger Ölpreise haben wir unsere Produktionsprognose für 2015 von real etwa ¾% auf 1,5% angehoben (2014: + knapp 2%). Eine Rolle spielt dabei auch, dass das 4. Quartal 2014 etwas besser gelaufen ist als noch im Herbst erwartet. In der Automobilindustrie und im Maschinenbau erwarten wir für 2015 jeweils ein Fertigungsplus von rd. 2%. Während sich der Maschinenbau damit gegenüber 2014 (+1%) verbessert, schwächt sich in der Autoindustrie das Wachstum gegenüber 2014 (+4,5%) ab. In der Elektrotechnik halten wir für 2015 ein Produktionsplus von 1,5% für wahrscheinlich – nach einem Plus von gut 2% im letzten Jahr. Die Metallindustrie dürfte 2015 um knapp 1% wachsen (2014: +3%). Die Chemieproduktion dürfte 2015 ihre Fertigung zwar um 1,5% ausweiten, damit würde sie jedoch nicht die Verluste von 2014 (-3%) ausgleichen. Die Produktion im Ernährungsgewerbe könnte 2015 um real etwa 0,5% steigen.

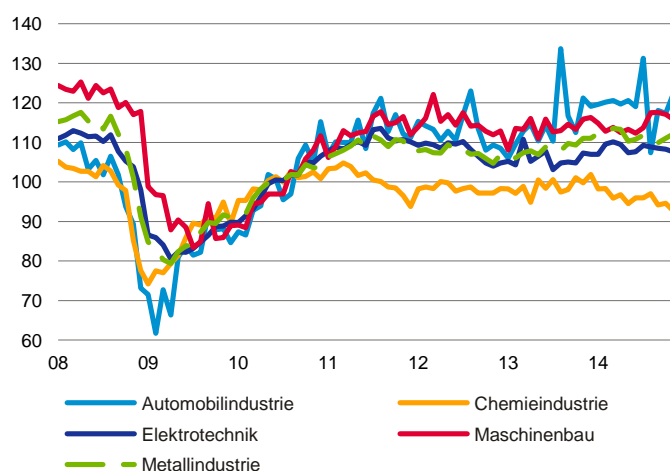
Industrieproduktion, Auftragseingang & ifo-Erwartungen



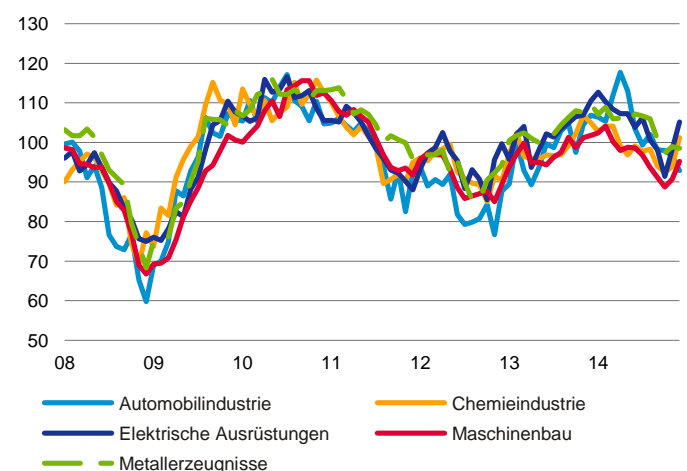
Auftragseingang nach Ursprung



Produktion der größten Industriebranchen (2010=100, sb.)



ifo Geschäftserwartungen der größten Industriebranchen (2005=100)



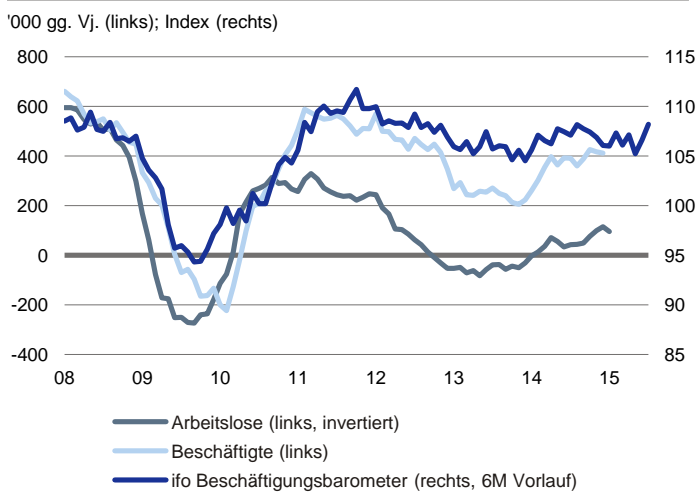
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo



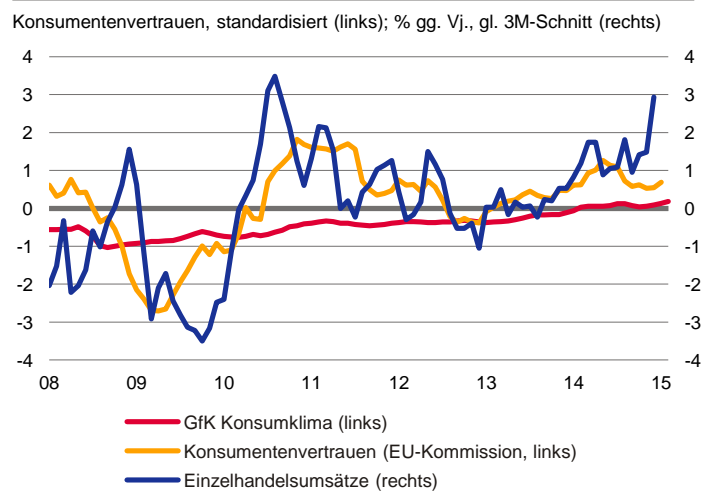
Chartbook – Inländische Nachfrage

- Der deutsche Arbeitsmarkt zeigte auch im Januar weiter Stärke. Die Arbeitslosigkeit fiel erneut (-9 Tsd. gg. Vm.). Das weiter kräftige Wachstum der Beschäftigung wurde vor allem durch erhöhte Arbeitsmigration befriedigt, was Mismatch-Probleme bei der heimischen Bevölkerung zeigt. Die Outperformance der Beschäftigung gegenüber der Arbeitslosigkeit setzt sich fort und basiert auf mehr als 300,000 zusätzlichen in den Arbeitsmarkt integrierten Personen, hauptsächlich durch Nettozuwanderung. Frühindikatoren deuten auf eine weiter positive Entwicklung in den nächsten Monaten. Im weiteren Verlauf des Jahres dürfte sich aber nach und nach der negative Mindestlohneffekt zeigen. Die Arbeitslosenquote dürfte im Jahresdurchschnitt 2015 auf 6,5% sinken (2014: 6,7%).
- Die realen Einzelhandelsumsätze stiegen im Dezember zwar nur um 0,2% gg. Vm. Allerdings war das der dritte Anstieg in Folge, wodurch die Umsätze im 4. Quartal 2014 1,6% über Vorquartal lagen. Der anhaltende Beschäftigungsaufbau, solide Lohnanstiege und der fallende Ölpreis trugen alle dazu bei. Der 4%ige Anstieg gg. Dezember 2013 ist weitgehend durch einen Arbeitstageeffekt zu erklären. Insgesamt stiegen die Umsätze 2014 um 1,4% und damit stärker als der private Konsum. Stimmungskennindikatoren deuten auf einen anhaltenden moderaten Aufwärtstrend der Umsätze hin.
- Die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen dürften 2015 moderat zum BIP-Wachstum beitragen. Für Q1 deuten die inländischen Investitionsgüterbestellungen und Kapazitätsauslastungen auf eine anhaltende Schwäche der Ausrüstungsinvestitionen. Im weiteren Jahresverlauf dürften die Ausrüstungsinvestitionen dann anziehen und im Jahresdurchschnitt um 3,0% wachsen.
- Die Bauwirtschaft profitiert dank hoher Nettozuwanderung und steigender Einkommen von der zunehmenden Nachfrage nach Wohnraum. 2015 könnten die Bauinvestitionen rd. 2 ½% zulegen. Die monatlichen Indikatoren zum Bau haben zuletzt allerdings trotz robuster Unternehmensstimmung eher enttäuscht.

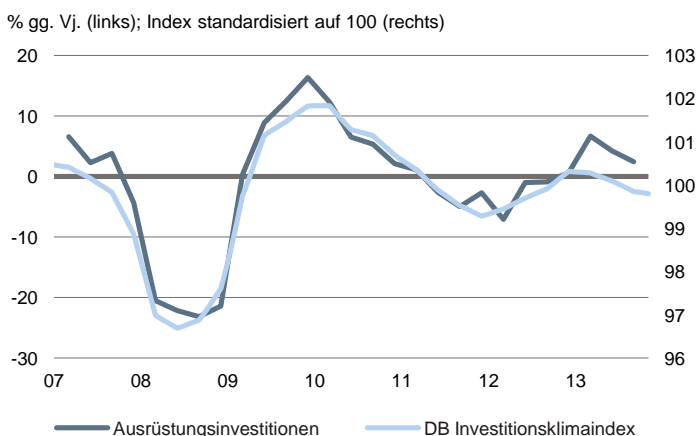
Arbeitslosigkeit, Beschäftigung und ifo-Beschäftigungsbarometer



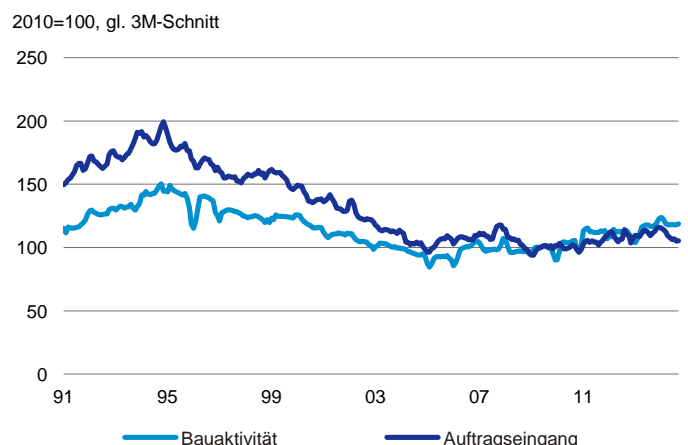
Einzelhandelsumsätze und Konsumentenvertrauen



Ausrüstungsinvestitionen und DB Investitionsklimaindex



Bauhauptgewerbe: Bauaktivität und Auftragseingang



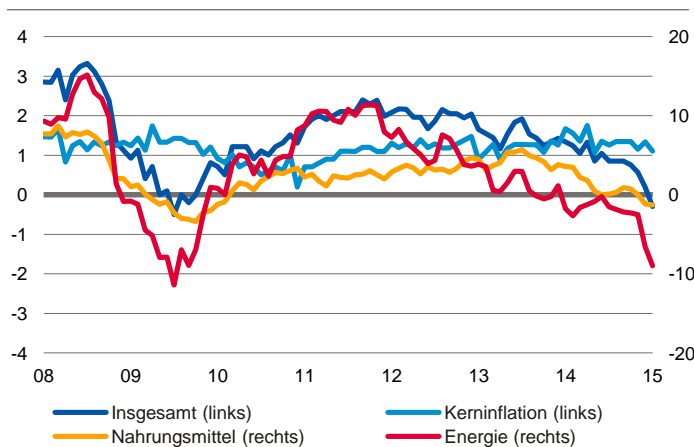
Quellen: Statistisches Bundesamt, GfK, EU-Kommission, ifo, Deutsche Bank Research



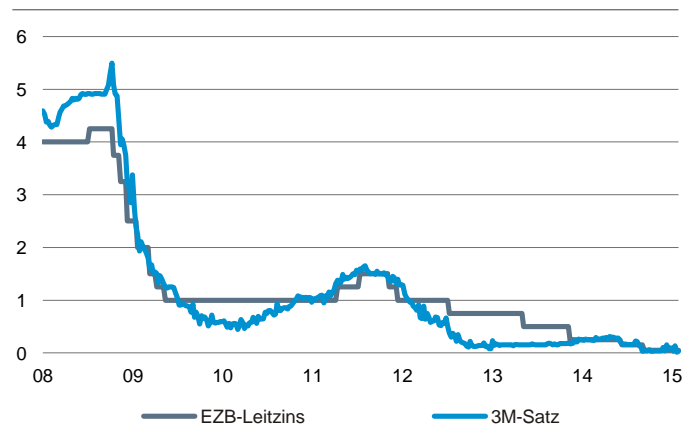
Chartbook – Finanzmärkte

- Der beschleunigte Ölpreisverfall Ende 2014 und Anfang 2015 hat die deutsche Inflationsrate im Januar in den negativen Bereich getrieben. Die Gesamtinflation lag bei -0,3% gg. Vj. (+0,2% zuvor). Die Energiepreise lagen 9% unter Vorjahr, nachdem sie im Gesamtjahr nur um gut 2% gefallen waren. Auch die Nahrungsmittelpreise haben zum Rückgang der Inflation beigetragen (-1,3%). Die Kerninflation blieb dagegen insgesamt stabil. Der Rückgang im Januar auf 1,1% nach 1,3% im Dezember dürfte weitgehend auf temporäre Effekte durch Preisabschläge bei Pauschalreisen zurückgehen. Aufgrund unserer Erwartungen an die Rohstoffpreisentwicklungen dürfte die Inflation 2015 nur knapp im positiven Bereich verbleiben. Bei der Kerninflation gibt es dagegen wegen der Effekte des Mindestlohns leichte Aufwärtsrisiken.
- Aus Sorge vor einer negativen Rückkopplungsschleife aus abschwächender Inflation, einer Entankerung der Inflationserwartungen und eines schwachen Bankensystems, das das Kreditangebot einschränkt, entschied sich die EZB auf der Ratssitzung im Januar ihr Assetkaufprogramm deutlich auszuweiten und senkte den Zinssatz für die TLTROs. Ab März wird die EZB bis mindestens September 2016 zusätzlich zu den Käufen von Covered-Bonds und ABS-Papieren auch noch von im Euroraum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen begebene Anleihen im Umfang von insgesamt monatlich EUR 60 Mrd. kaufen. Die Ziele der Käufe sind eine Kreditlockerung und die Schwächung des EUR in Folge der Bilanzausweitung um wahrscheinlich EUR 1,1-1,2 Billionen.
- Aufgrund der extrem expansiven Ausrichtung der EZB sind die Zinsen für 10-jährige Staatsanleihen weiter gefallen. Die Rendite für deutsche Staatsanleihen fiel im Vergleich zum Vorjahr um 130 Bp. und liegt derzeit unter 0,4%. Der Renditeabstand zwischen den 10-jährigen US Treasuries und den Bunds liegt bei etwa 1,5%-Punkten.

Verbraucherpreise (% gg. Vj.)



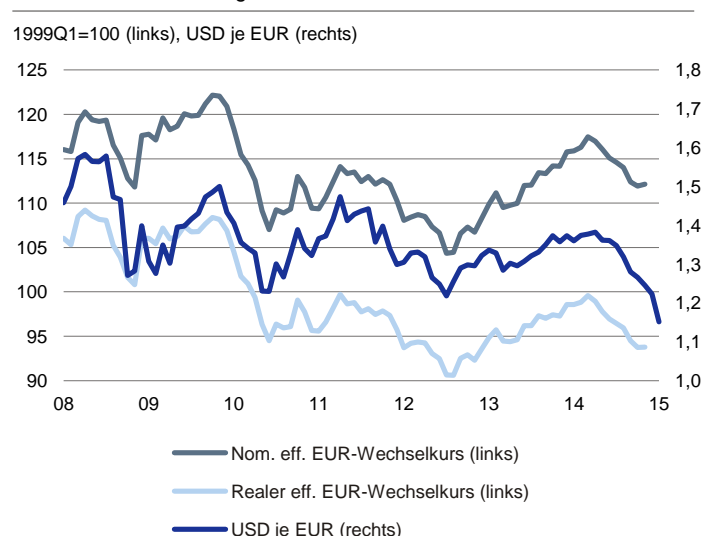
EWU: Leitzins und 3M-Satz (%)



Rendite 10J-Staatsanleihen (%)



Wechselkursentwicklung des Euro



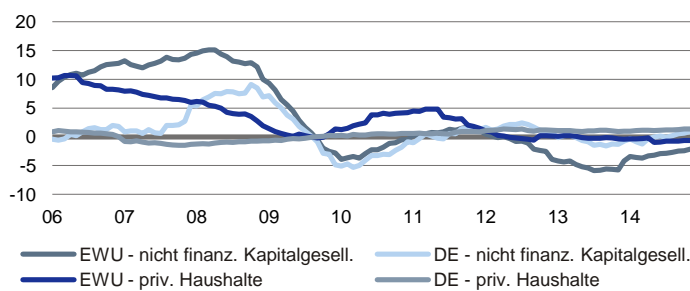
Quellen: Statistisches Bundesamt, EZB, Global Insight, Reuters



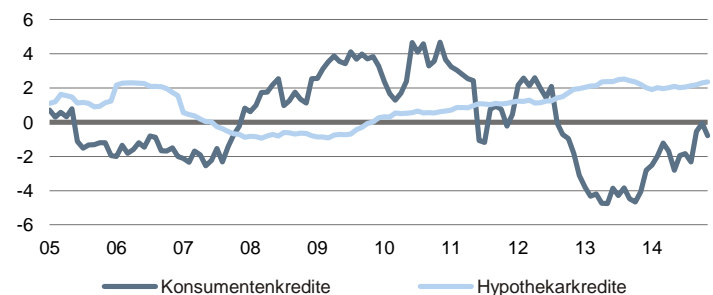
Chartbook – Kreditvergabe

- Die Kreditvergabe an Unternehmen in der Eurozone ist seit März 2012 rückläufig. Allerdings verlor der Schrumpfungsprozess im Verlauf dieses Jahres schrittweise an Schärfe. Der November verzeichnete mit -2,2% zuletzt die geringste Schrumpfung seit Jahresbeginn (zum Vergleich: Jan. -3,4%, Mitte 2013: -5,9%). Im Trend deutet sich damit eine Bodenbildung an.
- Die Haushalte in der Eurozone bauen ebenfalls weiter Verbindlichkeiten ab. Auch hier waren die Rückgänge zum Jahresende jedoch weniger ausgeprägt (November: -0,6% gg. Vj., zum Vergleich: -0,9% im Juni).
- Die Finanzierungsbedingungen für deutsche Unternehmen sind weiterhin außerordentlich günstig. Die Zinsen für Unternehmenskredite lagen im November bei 2,8%. Nur 17,4% (November: 18,3%) der Unternehmen aus der gewerblichen Wirtschaft und 21,5% der Bauunternehmen (November: 21,2%) schätzen die Kreditvergabe im Dezember als restriktiv ein. Damit liegt die Kredithürde zum Jahresende um mehr als 50% niedriger als vor fünf Jahren. Dennoch blieb die Kreditvergabe an Unternehmen in Deutschland im Jahresverlauf eher verhalten. Erst im dritten Quartal deutet sich eine minimale Belebung an. Dieser Trend setzt sich auch zuletzt fort: Im November lagen die Zuwächse bei 0,9% ggü. Vorjahr. Trotz der ausnehmend günstigen Finanzierungsbedingungen im Niedrigzinsumfeld zeigen sich deutsche Unternehmen bei der Kreditaufnahme und bei Investitionen weiter zurückhaltend. Teils wirkt auch die verstärkte Nutzung von alternativen Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen, z.B. Unternehmensanleihen, dämpfend auf die Kreditnachfrage.
- Die Kreditvergabe an Haushalte in Deutschland wuchs im November weiter leicht (erneut 1,4% ggü. Vorjahr). Treiber für die Zuwächse bleibt die Immobilienkreditvergabe, die zum Jahresende angesichts erneut sinkender Zinsen etwas angezogen hatte (November: +2,4% ggü. Vj.). Insgesamt weisen die Zuwächse bei Hypothekarkrediten weiter ein hohes Maß an Kontinuität auf: Seit Jahresbeginn beträgt das Wachstum rd. 2% und liegt damit in ähnlicher Größenordnung wie 2013. Im November hatten die Zinsen für Hypothekarkredite mit knapp 2,2% einen neuen Tiefstand erreicht. Trotz etwas stärker ausgeprägter Zuwächse in der zweiten Jahreshälfte bleibt das Wachstum vor dem Hintergrund der sehr günstigen Finanzierungsbedingungen vergleichsweise moderat, was neben einer generellen Vorsicht bei der Kreditaufnahme teils Portfolioumschichtungen sowie lokalen Angebotsknappheiten geschuldet sein dürfte. Die gute Realeinkommensentwicklung in Deutschland führt – trotz des niedrigen Zinsniveaus – zu einer nach wie vor eher gebremsten Kreditnachfrage auf Seiten vieler Haushalte, da Anschaffungen aus Einkommen bzw. Vermögen finanziert werden.
- Das Geschäft mit Konsumentenkrediten entwickelte sich im November verhalten (-0,7% ggü. Vorjahr).

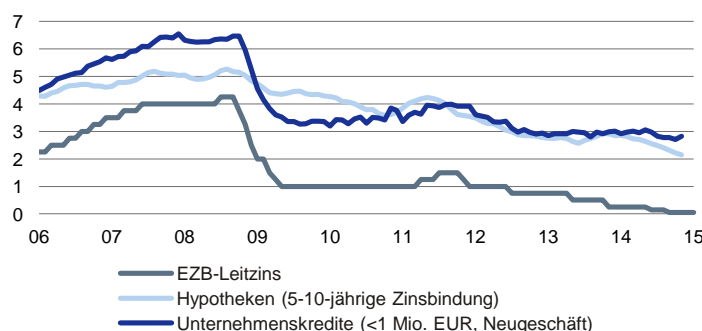
Kredite an den privaten Sektor (% gg. Vj.)



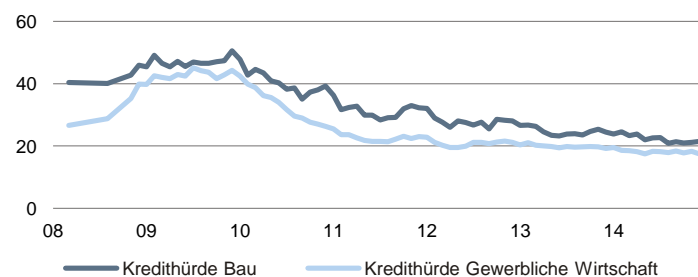
Kredite an private Haushalte (% gg. Vj.)



Zinssätze (%)



Kreditbedingungen aus Sicht der Unternehmen



Kredithürde: Prozentsatz der Unternehmen, die angeben, Kreditvergabe sei restriktiv. Höhere Werte bedeuten restriktiveren Zugang aus Unternehmenssicht

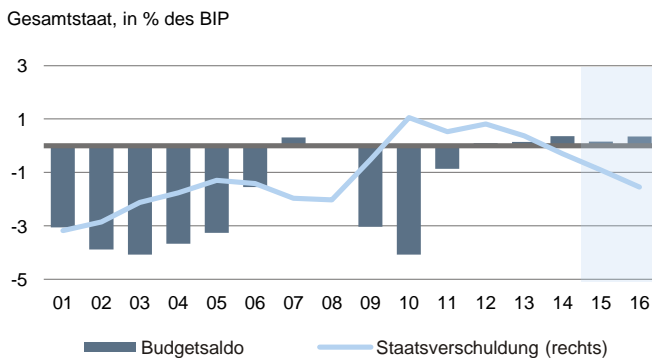
Quellen: EZB, ifo, Deutsche Bank Research



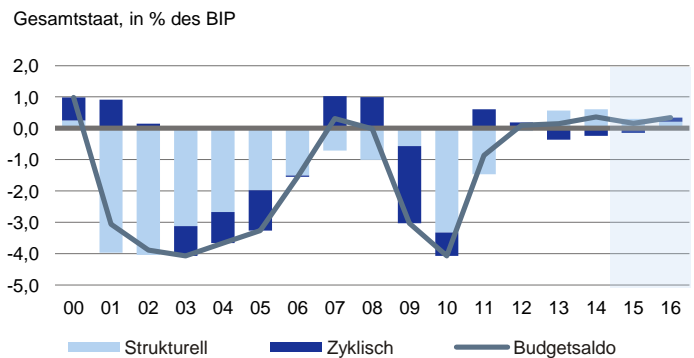
Chartbook – Staatsfinanzen

- Wie bereits 2013, konnte der Gesamthaushalt auch 2014 mit einem kleinen Überschuss abschließen. 2015 dürfte sich die Haushaltslage nicht wesentlich ändern und der Gesamthaushalt ebenfalls mit einem kleinen Plus abschließen. Dazu trägt vor allem die weiterhin gute Einnahmelage angesichts der wieder freundlicheren Konjunkturaussichten bei. Die solide wachsenden Einnahmen dürften im laufenden Jahr dazu ausreichen, eine Reihe fiskalisch belastender Maßnahmen, wie die Einführung des flächendeckenden Mindestlohns aber auch der Rente mit 63 oder der Mütterrente, auszugleichen. Die Finanzpuffer der Sozialversicherungen werden durch die Leistungsausdehnungen jedoch weiter schrumpfen. Eine Ursache für die kontinuierlich steigenden Einnahmen liegt u.a. im seit mehreren Jahren im Wesentlichen unveränderten Tarif der Einkommensteuer, wodurch der Entzugseffekt der kalten Progression zunimmt. Änderungen in diesem Bereich werden derzeit kontrovers diskutiert, nach Vorlage des Existenzminimumberichts ist ohnehin eine erneute Anpassung des Grundfreibetrags notwendig.
- Ein Jahr früher als gedacht konnte der Bund nun bereits das Jahr 2014 mit einem ausgeglichenen Haushalt abschließen. Auch für 2015 ist ein ausgeglichener Haushalt vorgesehen. Die Chancen hierfür stehen gut, wenn nicht größere ungeplante Mehrbelastungen – wie z.B. im Falle eines möglichen erneuten Schuldenschnitts in Griechenland – für den Haushalt auftreten. Auch Kommunen und Sozialversicherungen schlossen 2014 erneut mit einem – gegenüber 2013 aber stark rückläufigem – Überschuss ab. Nur die Ländergesamtheit wies ein Defizit aus. Innerhalb der Länder – wie auch der Kommunen – ist die Lage aber weiterhin sehr heterogen. Eine Reihe von Länderhaushalten schreibt tiefrote Zahlen, während andere Überschüsse verzeichnen und ihre Verschuldung zurückführen können. 2014 war neben dem Gesamthaushalt auch der Bundeshaushalt erstmals seit längerem strukturell ausgeglichen. Die Regelungen zur ab 2016 voll wirksamen Schuldenbremse werden dort damit bereits seit 2012 durchgehend eingehalten.
- Der öffentliche Schuldenstand (in Maastricht-Abgrenzung) betrug Ende Q3 2014 insgesamt nur noch 74,8% des BIP (Q4 2013: 76,9%). In den nächsten Jahren dürfte die Staatsverschuldung bei fortgesetzter konjunktureller Dynamik kontinuierlich abnehmen. Alleine der anhaltende Portfolioabbau bei den Bad Banks wird den Schuldenstand zusätzlich um etwa 0,5% des BIP p.a. zurückführen. Bereits im kommenden Jahr könnte die Schuldenstandsquote erstmals seit 2008 wieder unter die Marke von 70% des BIP rutschen.

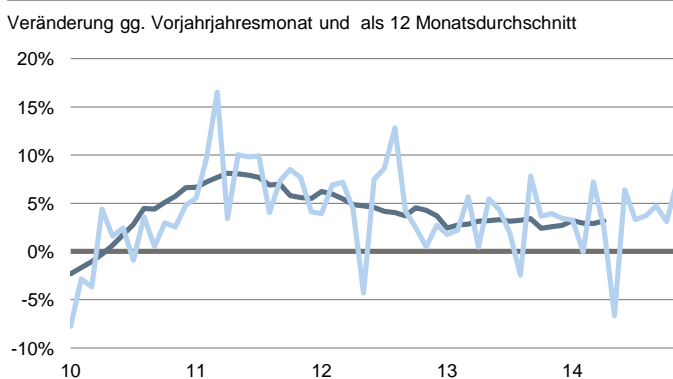
Staatsverschuldung und Budgetsaldo



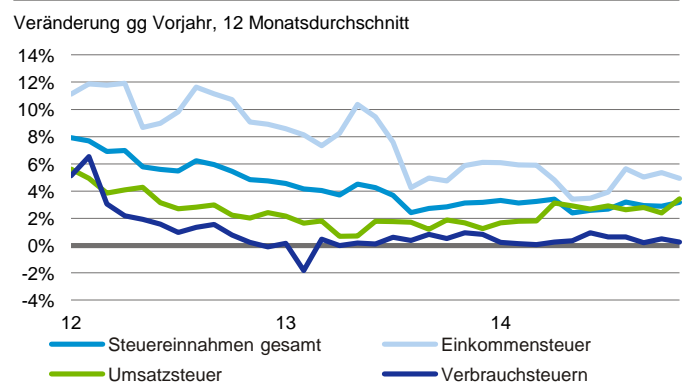
Budgetsaldo



Steuereinnahmen



Entwicklung wichtiger Steuern



Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission, Bundesbank



Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
9./10. Feb.	Treffen der G20 Finanzminister und Notenbankgouverneure, Istanbul	Agenda: Weltwirtschaftlicher Ausblick, Rahmenplan für starkes, nachhaltiges u. ausbalanciertes Wachstum, Investitionen u. Infrastruktur, internationale Finanzarchitektur, Finanzmarktregulierung, Fragen internationaler Besteuerung.
12./13. Feb.	Informelles Treffen der EU-Staats- und Regierungschefs	Debatte über Währungsunion, Maßnahmen gegen den Terrorismus, Entwicklung in der Ukraine u.a.
16./17. Feb.	Treffen Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Agenda: Wirtschaftliche Lage im Eurogebiet, Lage in Griechenland, Europäisches Semester – Jahreswachstumsbericht und Alert Mechanism Report (AMR), Debatte über Wachstum u. Beschäftigung – Implikationen der Empfehlungen für das Eurogebiet, Bankenunion u.a.
28. Feb.	Europäische Kommission	Veröffentlichung der Winter-Aktualisierung der makroökonomischen Prognosen.
5 Mrz.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz in Zypern	Im März beginnt die EZB mit dem am 22. Januar angekündigten Kauf von Wertpapieren des öffentlichen u. privaten Sektors im Eurogebiet.
9./10. Mrz.	Treffen Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Fiskalische Überwachung: Implikationen der Winterprognosen der Kommission für das Defizitverfahren, fortgeschrittenes Monitoring unter dem Gesamtwirtschaftlichen Ungleichgewichtsverfahren, Zypern 6. Überprüfung u.a.

Quelle: Deutsche Bank Research

Dieter Bräuninger (+49 69 910-31708, dieter.braeuninger@db.com)
Nicolaus Heinen (+49 69 910-31713, nicolaus.heinen@db.com)



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
5. Feb. 2015	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Dezember	1,6	-2,4
6. Feb. 2015	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Dezember	0,2	-0,1
9. Feb. 2015	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Dezember	17,3	17,8
9. Feb. 2015	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Dezember	-1,4 (1,4)	-3,4 (1,6)
9. Feb. 2015	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Dezember	-1,1 (1,0)	1,8 (1,9)
13. Feb. 2015	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q4 2014	0,2	0,1
20. Feb. 2015	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Februar	51,5	51,0
20. Feb. 2015	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Februar	53,0	52,7
23. Feb. 2015	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Februar	107,2	106,7
26. Feb. 2015	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Februar	6,5	6,5
27. Feb. 2015	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Januar	-1,4 (-5,0)	-1,7 (-3,7)
27. Feb. 2015	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Februar	0,5 (-0,3)	-1,0 (-0,3)
3. Mrz. 2015	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Januar	-0,5	0,2

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	0,125	0,10	0,05	0,50	-1,25	0,00	0,05	1,25	2,00	2,10	0,05
Mrz 15	0,250	0,10	0,05	0,50	-0,75	0,00	0,05	1,25	2,00	2,10	0,05
Jun 15	0,500	0,10	0,05	0,50	-0,75	0,00	0,05	1,25	2,00	2,10	0,05
Dez 15	1,000	0,10	0,05	0,50	-0,75	0,00	0,05	1,25	2,00	2,10	0,05

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,35	0,20	0,05	0,56							
Mrz 15	0,35	0,15	0,10	0,58							
Jun 15	0,75	0,15	0,00	0,59							
Dez 15	1,35	0,15	-0,10	0,60							

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	1,71	0,30	0,32	1,42	0,00	0,00	0,00	0,00			
Mrz 15	1,85	0,40	0,30	1,50	0,00	0,00	0,00	0,00			
Jun 15	2,50	0,45	0,30	1,70	0,00	0,00	0,00	0,00			
Dez 15	2,65	0,60	0,50	2,25	0,00	0,00	0,00	0,00			

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,13	117,74	0,75	0,66	1,02	9,36	7,44	8,82	4,23	312,00	27,84
Mrz 15	1,22	121,00	0,76	1,61	1,23	8,95	7,46	8,20	4,16	307,50	27,50
Jun 15	1,20	121,00	0,75	1,60	1,24	8,90	7,46	7,95	4,13	310,00	27,50
Dez 15	1,10	125,00	0,70	1,58	1,25	8,75	7,46	7,85	4,08	315,00	27,50

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 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Aug 2014	Sep 2014	Okt 2014	Nov 2014	Dez 2014	Jan 2015
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	110,9	110,2	106,5	104,5		106,3	105,3	103,4	104,6	105,5	106,7
ifo Geschäftserwartungen	107,5	105,6	101,8	100,1		102,1	100,2	98,9	100,2	101,3	102,0
PMI Composite	55,4	55,2	54,5	52,5		53,7	54,1	53,9	51,7	52,0	52,6
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	107,0	106,4	102,6	99,7		102,5	101,4	98,5	99,4	101,1	102,2
PMI Verarbeitendes Gewerbe	55,0	52,8	51,3	50,7		51,4	49,9	51,4	49,5	51,2	51,0
Produktion (% gg. Vp.)	1,1	-1,0	-0,3			-2,6	1,0	0,6	-0,1		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	0,0	-0,2	0,2			-4,2	1,1	2,9	-2,4		
Grad der Kapazitätsauslastung	83,5	84,3	84,0	83,7	84,1						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	5,7	-4,7	-0,1			-1,3	1,5	-0,1	0,6		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	2,1	-5,1	-2,3			-4,7	-0,7	0,8	0,5		
ifo Bauhauptgewerbe	122,8	119,8	120,3	120,3		120,5	120,8	120,8	120,7	119,4	119,1
Dienstleistungen											
PMI Dienstleistungen	54,0	55,1	55,7	52,9		54,9	55,7	54,4	52,1	52,1	52,7
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	0,3	4,3	1,0	-1,2		0,3	-1,1	-0,7	-1,6	-1,4	0,0
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	2,0	-0,5	-0,2	1,6		0,7	-1,9	2,1	0,9	0,2	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	2,8	-0,3	4,1	2,7		-0,4	5,2	3,7	-1,8	6,7	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-1,4	0,3	1,9			-6,5	4,0	0,6	-0,7		
Exporte (% gg. Vp.)	0,6	0,7	2,4			-4,5	4,4	0,8	-3,4		
Importe (% gg. Vp.)	1,8	-2,1	0,9			-1,3	2,1	-2,3	1,8		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	46,9	53,6	58,2			17,4	19,9	22,4	17,8		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,8	6,7	6,7	6,6		6,7	6,7	6,6	6,6	6,6	6,5
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-42,0	-20,3	2,3	-36,3		1,0	8,0	-23,0	-16,0	-25,0	-8,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,7	0,9	0,9	1,0		0,9	0,9	1,0	1,0	1,0	
ifo Beschäftigungsbarometer	107,7	106,8	106,5	106,3		107,3	106,1	107,1	105,2	106,6	108,2
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	1,0	0,9	0,8	0,4		0,8	0,8	0,7	0,5	0,1	-0,5
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,1	1,1	1,2	1,1		1,2	1,2	1,1	0,9	1,2	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-1,0	-0,8	-0,8	-1,2		-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	-1,7	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-11,1	-4,9	-1,8	0,9		-1,3	-1,1	0,9	1,7	0,1	
Ölpreis (USD)	108,2	109,7	102,0			101,6	97,4	87,3	78,8		
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	22,0	16,9	13,4	8,6		14,8	10,0	11,1	8,5	6,2	0,5
EC Unternehmensumfrage	5,6	2,3	4,2	2,1		4,1	5,2	4,7	3,2	-1,5	-1,2
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	0,8	2,1	2,0								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,8	2,6	2,5								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	0,8	2,5	2,3								
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	3,5	4,2	4,8			5,0	4,8	4,0	5,2		
Trend von M3*						4,7	4,6	4,7			
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	-3,6	-3,5	1,4			1,0	1,4	1,2	1,5		
Kredite an öffentliche Haushalte	-1,5	9,7	5,9			5,1	5,9	5,1	3,6		

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

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



Ausblick Deutschland

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.

- ▶ 2015: Konjunkturerholung mit Risiken 6. Januar 2015
- ▶ Strukturelle Verlangsamung des Welthandels belastet deutsches BIP-Wachstum 2. Dezember 2014
- ▶ Weitere Enttäuschungen 5. November 2014
- ▶ Risiken nehmen zu 30. September 2014
- ▶ Ice bucket challenge und strukturelle Investitionslücke 2. September 2014
- ▶ Nur schwache Konjunkturerholung in H2 4. August 2014
- ▶ Solides Wachstum, wenig Inflation (trotz EZB) 30. Juni 2014
- ▶ Robuste Binnenwirtschaft durch gute Absichten gefährdet 4. Juni 2014
- ▶ So weit, so gut 2. Mai 2014
- ▶ 2% Wachstum in 2015 trotz belastender Beschäftigungspolitik 28. Februar 2014
- ▶ Weiter im Aufwind 27. Januar 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 2015. 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 Limited, Tokyo Branch, 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