



Ausblick Deutschland

Höheres Wachstum und Löhne, Sparer weiter vorsichtig

2. März 2015

Autoren

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

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

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

Editor

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Ralf Hoffmann

| Inhaltsverzeichnis | Seite |
|--|-------|
| Prognosetabellen..... | 2 |
| Vertrauensvorschuss – Deutsche BIP-Prognose für 2015 jetzt bei 2% | 3 |
| Mindestlohn treibt Arbeitnehmereinkommen in 2015..... | 8 |
| Verleidet die EZB den Deutschen die Lust am Sparen? | 13 |
| EZB QE: Keine Zweifel | 22 |
| Grafik des Monats..... | 25 |
| DB Makro-Überraschungsindex Deutschland..... | 26 |
| Chartbook..... | 27 |
| Datenkalender | 34 |
| Finanzmarktprognosen | 34 |
| Datenmonitor | 35 |
| Eventkalender..... | 36 |

Vertrauensvorschuss – Deutsche BIP-Prognose für 2015 jetzt bei 2%. Die deutsche Konjunktur beendete das Jahr 2014 mit einem starken Wachstum (+0,7% Q4 gegenüber +0,1% Q3). Haupttreiber war der private Konsum, der einen deutlichen Schub durch den Ölpreisrückgang erhielt. Wir erhöhen unsere Prognose für das Bruttoinlandsprodukt (BIP) für 2015 von 1,4% auf 2,0%. Dies ist auf den deutlich höheren statistischen Überhang und die Anhebung der BIP-Prognose für das 1. Quartal 2015 auf 0,5% gg. Vq., in dem der erneute Ölpreisrückgang dem Konsum einen kräftigen Schub geben dürfte, zurückzuführen.

Mindestlohn treibt Arbeitnehmereinkommen in 2015. Angesichts der außergewöhnlich positiven Arbeitsmarktlage und des sehr soliden Ausblicks dürften die Tariflöhne 2015 erneut um rd. 3% zulegen können. Die Metall- und Elektroindustrie dürfte mit ihren knapp 4 Mio. Beschäftigten und der Einigung auf ein Plus von 3,4% Anfang 2015 die Richtung vorgegeben haben. Die bislang geäußerten Forderungen liegen meist bei über 5% Lohnplus. Der Mindestlohn dürfte mittelfristig eher Aufwärtsdruck auf die Tariflöhne verursachen. Zudem wird er der gesamtwirtschaftlichen Lohnhöhe einen Einmalschub geben. Die deutschen Lohnstückkosten dürften 2015 spürbar zulegen.

Verleidet die EZB den Deutschen die Lust am Sparen? Die Einlagenzinsen in Deutschland sind unter 0,5% gesunken, die Renditen auf Bundesanleihen sind bis zu Laufzeiten von 6 Jahren negativ. Trotzdem scheint die deutsche Sparquote darauf kaum zu reagieren. Umfragen und unser einfaches ökonomisches Modell zur Erklärung der Ersparnis zeigen keinen signifikanten Einfluss des Zinses auf die Sparscheidung. Allerdings dürfte die Sparquote in den nächsten Jahren trotzdem sinken. Dies liegt zunächst an dem Effekt weiter steigender Bauinvestitionen und -preise. In der mittleren Frist wird aber das Entsparen der aus dem Erwerbsleben ausgeschiedenen Babyboomer der entscheidende Faktor für das weitere Absinken der Sparquote sein.

EZB Quantitative Easing (QE): Keine Zweifel. Wir erwarten, dass sich die Fragen während der EZB-Pressekonferenz am 5. März hauptsächlich mit der technischen Umsetzung des QE beschäftigen. Wir glauben allerdings nicht, dass technische Details das Vertrauen der Märkte in die EZB untergraben werden. Nicht weniger interessant dürfte die Konjunkturprognose des Rates sein. Die Erholung scheint an Kraft zu gewinnen, nicht zuletzt dank der gefallenen Ölpreise. Aber die Nachhaltigkeit der konjunkturellen Erholung ist weiter fraglich. Die EZB hat sich für QE aus Sorge vor Zweitundeneffekten bei der Inflation entschieden. Diese Sorgen bestehen nach wie vor. Der EZB-Rat sollte über die Wirkung der QE-Ankündigung auf die Finanzmärkte erfreut sein. Die Abschwächung des Euro ist erheblich und auch der Rückgang der Zinsen nicht zuletzt für Staatsanleihen ist bemerkenswert. Falls es zu keinen weiteren Schocks kommt, wird die EZB also zunächst einmal eine abwartende Haltung einnehmen.



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 | 0,9 | 1,4 | 1,6 | 0,4 | -0,3 | 1,2 | 2,4 | 2,2 | 2,0 | -2,6 | -2,5 | -2,3 |
| Deutschland | 1,6 | 2,0 | 1,7 | 0,9 | 0,0 | 1,5 | 7,4 | 8,4 | 8,2 | 0,6 | 0,6 | 0,7 |
| 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 | 0,8 | 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 | 0,8 | 2,5 | 3,0 | -1,4 | -1,8 | 1,0 | 0,5 | 1,5 | 2,0 | -1,3 | 0,5 | 1,9 |
| Portugal | 0,9 | 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 | 0,3 | 1,9 | -1,0 | -0,8 | -0,6 | -1,3 | -2,1 | -2,2 |
| Ungarn | 3,4 | 2,4 | 2,3 | -0,2 | -0,5 | 2,8 | 3,8 | 3,8 | 3,7 | -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 | 3,4 | 3,1 | 1,6 | 0,6 | 2,7 | -2,6 | -2,9 | -3,2 | -2,9 | -2,6 | -2,9 |
| Japan | 0,0 | 0,7 | 1,8 | 2,7 | 0,9 | 0,9 | 0,6 | 3,4 | 3,3 | -5,9 | -5,2 | -4,3 |
| China | 7,4 | 7,0 | 6,7 | 2,0 | 1,8 | 2,7 | 3,1 | 3,4 | 3,3 | -2,1 | -3,0 | -3,0 |
| Welt | 3,4 | 3,4 | 3,8 | 3,7 | 3,2 | 3,8 | | | | | | |

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

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

| | 2012 | | | | | 2013 | | | | | 2014 | | | | 2015 | | | |
|-----------------------------------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|--|------|--|--|--|
| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015P | 2016P | Q1 | Q2 | Q3 | Q4 | Q1P | Q2P | Q3P | Q4P | | | | | |
| BIP | 0,4 | 0,1 | 1,6 | 2,0 | 1,7 | 0,8 | -0,1 | 0,1 | 0,7 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | | | | | |
| Privater Konsum | 0,7 | 0,8 | 1,2 | 2,1 | 0,9 | 0,6 | 0,0 | 0,8 | 0,8 | 0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,3 | | | | | |
| Staatsausgaben | 1,2 | 0,7 | 1,1 | 1,0 | 0,4 | 0,1 | 0,6 | 0,6 | 0,2 | 0,1 | 0,2 | 0,3 | 0,2 | | | | | |
| Anlageinvestitionen | -0,7 | -0,6 | 3,4 | 2,5 | 2,3 | 3,0 | -1,7 | -1,2 | 1,2 | 0,9 | 0,5 | 1,0 | 0,6 | | | | | |
| Ausrüstungen | -3,1 | -2,4 | 4,3 | 3,8 | 3,8 | 2,0 | 0,6 | -1,4 | 0,4 | 1,2 | 0,9 | 2,0 | 1,0 | | | | | |
| Bau | 0,6 | -0,1 | 3,6 | 2,7 | 2,1 | 4,5 | -3,7 | -1,5 | 2,1 | 1,0 | 0,4 | 0,7 | 0,6 | | | | | |
| Lager, %-Punkte | -1,4 | 0,2 | -0,4 | -0,3 | 0,1 | -0,1 | 0,1 | -0,5 | -0,2 | 0,0 | 0,1 | 0,1 | 0,0 | | | | | |
| Exporte | 2,8 | 1,6 | 3,9 | 5,1 | 5,0 | -0,4 | 1,0 | 2,0 | 1,3 | 0,7 | 0,9 | 1,0 | 1,2 | | | | | |
| Importe | 0,0 | 3,1 | 3,4 | 5,0 | 4,5 | -0,3 | 1,2 | 1,3 | 1,0 | 0,7 | 1,2 | 1,5 | 1,5 | | | | | |
| Nettoexport, %-Punkte | 1,3 | -0,5 | 0,4 | 0,4 | 0,6 | -0,1 | 0,0 | 0,4 | 0,2 | 0,1 | -0,1 | -0,1 | -0,1 | | | | | |
| Konsumentenpreise* | 2,0 | 1,5 | 0,9 | 0,0 | 1,5 | 1,2 | 1,1 | 0,8 | 0,5 | -0,3 | -0,1 | 0,1 | 0,5 | | | | | |
| Arbeitslosenquote, % | 6,8 | 6,9 | 6,7 | 6,5 | 6,6 | 6,8 | 6,7 | 6,7 | 6,6 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | 6,6 | | | | | |
| Industrieproduktion | -0,4 | 0,1 | 1,4 | 1,7 | 2,0 | | | | | | | | | | | | | |
| Budgetsaldo, % BIP | 0,1 | 0,0 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | | | | | | | | | | | | | |
| Öffentlicher Schuldenstand, % BIP | 81,0 | 78,4 | 73,3 | 69,3 | 65,8 | | | | | | | | | | | | | |
| Leistungsbilanzsaldo, % BIP | 7,1 | 6,7 | 7,4 | 8,4 | 8,2 | | | | | | | | | | | | | |
| Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd. | 196 | 189 | 215 | 253 | 257 | | | | | | | | | | | | | |

*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

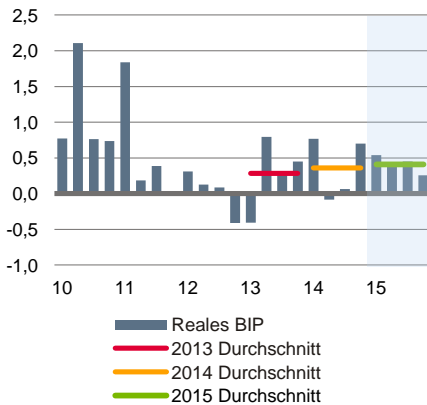


Vertrauensvorschuss – Deutsche BIP-Prognose für 2015 jetzt bei 2%

Starkes Wachstum in Q4 2014

1

Reales BIP, % gg. Vq.



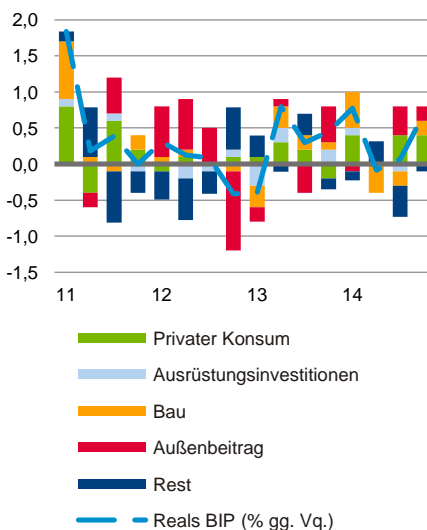
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

- Die deutsche Konjunktur beendete das Jahr 2014 mit einem starken Wachstum im 4. Quartal (+0,7% Q4 gegenüber +0,1% Q3). Haupttreiber war der private Konsum, der einen deutlichen Schub durch den deutlichen Rückgang des Ölpreises erhielt (+0,8% gg. Vq. gegenüber +0,8% gg. Vq.). Die Investitionen stiegen ebenfalls an, was z.T. auf das milde Wetter zurückzuführen war. Aufgrund der geringen Kapazitätsauslastung fehlte jedoch die zugrundeliegende Dynamik. Die Exporterholung setzte sich fort, bleibt jedoch bisher deutlich unter dem Niveau vor der Krise zurück. Dennoch trugen die Nettoexporte zum Wachstum im 4. Quartal bei.
- Die revidierten Fiskalzahlen zeigen, dass der Budgetüberschuss sogar bei 0,6% des BIP lag, nach 0,1% in den Jahren 2012 und 2013. Sämtliche Ebenen des Staates wiesen einen Überschuss auf, wobei über die Hälfte des Überschusses auf der Bundesebene erzielt wurde.
- Wir erhöhen unsere Prognose für das Bruttoinlandsprodukt (BIP) für 2015 von 1,4% auf 2,0%. Dies ist besonders auf den deutlich höheren statistischen Überhang (0,5%-Punkte gegenüber 0,2 zuvor) aufgrund des starken BIP-Wachstums im 4. Quartal zurückzuführen. Zudem heben wir unsere BIP-Prognose für das 1. Quartal 2015 von 0,3% gg. Vq. auf 0,5% gg. Vq. an, da der erneute Ölpreisrückgang dem Konsum einen kräftigen Schub geben dürfte (1. Quartal bisher -25% gg. Vq. in EUR verglichen mit -20% im 4. Quartal 2014). Die Konsumentenstimmung verbesserte sich im Januar/Februar weiter, wobei die ifo-Erwartungen auf ein Wirtschaftswachstum von 0,5% und der Einkaufsmanagerindex auf ein Wachstum von 0,4% hindeuteten. Danach dürfte sich das Wachstum graduell verlangsamen, da sich der Impuls durch den Ölpreis abschwächt und potenziell z.T. umkehrt und sich die negative Wirkung des Mindestlohns langsam bemerkbar macht. Gleichzeitig dürfte die signifikante Euro-Abwertung den Export im späteren Jahresverlauf allmählich stärken, was den Investitionen eine gewisse Unterstützung geben dürfte.

Konsum trieb BIP-Wachstum in Q4

2

Wachstumsbeitrag zum BIP, %-Punkte gg. Vq.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

BIP im 4. Quartal: Konsumboom durch Ölpreisrückgang

Die deutsche Wirtschaft beendete das Jahr 2014 mit einem starken Wachstum im 4. Quartal. Das reale Bruttoinlandsprodukt expandierte um 0,7% gg. Vq., nachdem es in den beiden vorherigen Quartalen stagniert hatte (2. Quartal: -0,1%; 3. Quartal: +0,1%). Somit wies das BIP sowohl im 4. Quartal als auch im Gesamtjahr 2014 ein Wachstum von 1,6% gg. Vj. auf. Während das BIP-Aggregat der vorherigen Quartale nicht revidiert wurde, kam es zu leichten Revisionen der einzelnen Komponenten. Das Wachstum im 4. Quartal fiel deutlich höher aus als die erste Schätzung des Statistischen Bundesamtes (+1/4 % gg. Vq.), die während der Pressekonferenz im Januar zum BIP 2014 abgegeben wurde.

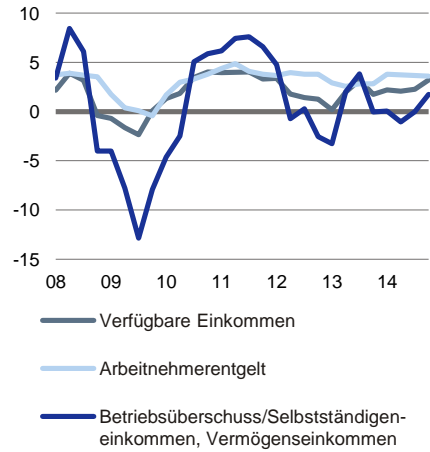
Wie erwartet, stützte das Wachstum im 4. Quartal zum Großteil die Inlandsnachfrage, da der private Konsum (+0,8% gg. Vq. gegenüber +0,8% in Q3) so stark stieg wie seit 2010/11 nicht mehr, was auf den kräftigen Schub durch den Ölpreisrückgang zurückzuführen war. Etwa die Hälfte des Quartalswachstums ging auf den privaten Konsum zurück (0,4%-Punkte).



Ausblick Deutschland

Unternehmens- und Vermögenseinkommen legt wieder zu 3

% gg. Vj., nominal



Quelle: Statistisches Bundesamt

Sparquote springt nach oben 4

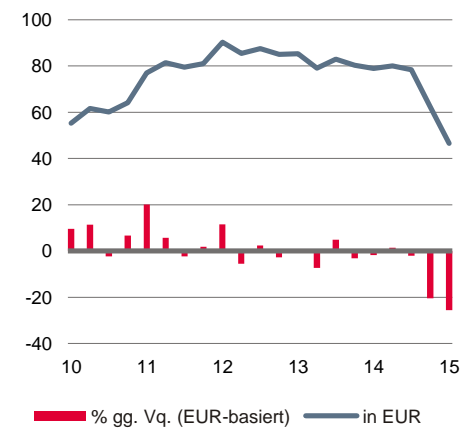
% der verfügbaren Einkommen



Quelle: Statistisches Bundesamt

Ölpreisverfall auch noch in Q1 2015 5

Ölpreis in EUR, Brent

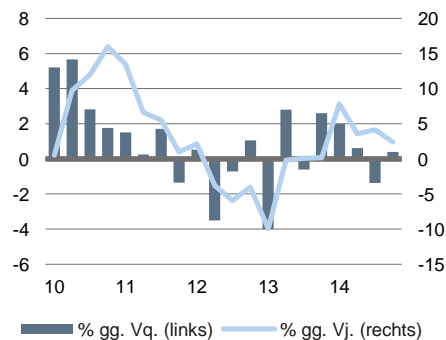


Quellen: Deutsche Bank Research, IHS

Während der Rückgang des Ölpreises – 20% gg. Vq. im 4. Quartal in EUR – für die verfügbaren Einkommen sicherlich der Hauptgrund für die Belebung war, erhielt die Einkommenseite auch durch andere Faktoren Unterstützung. Die Beschäftigung stieg weiter (+0,2% gg. Vq.), während z.B. die Tariflöhne einen Anstieg von 2,7% gg. Vj. aufwiesen. Dies steht im Einklang damit, dass die Arbeitnehmerentgelte der Haupttreiber des Einkommenswachstums waren (+3,6% gg. Vj.). Die Unternehmens- und Vermögenseinkommen legten aber sogar wieder zu (1,7% gg. Vj.), nachdem sie in den vorherigen drei Quartalen in etwa stagnierten. Die Sparquote stieg deutlich auf 9,8%, nachdem sie in den vorherigen 9 Quartalen durchschnittlich bei 9,2% lag. Dies deutet darauf hin, dass die privaten Haushalte von den starken Mitnahme-Effekten infolge des Ölpreisrückgangs überrascht wurden und in den nächsten Quartalen ihren Konsum steigern dürften.

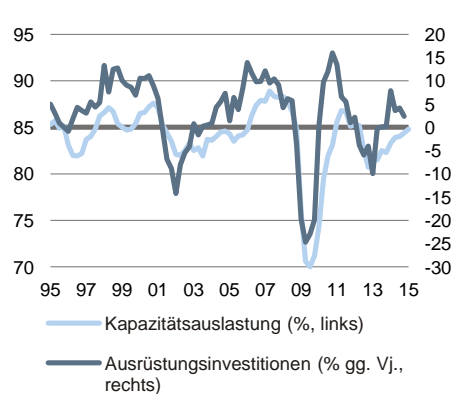
Ausrüstungsinvestitionen: Geringe Dynamik 6

% gg. Vq. (links), % gg. Vj. (rechts)



Quelle: Statistisches Bundesamt

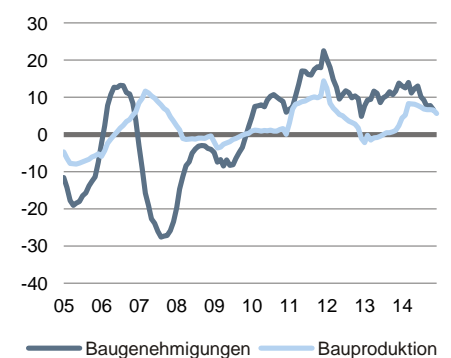
Kapazitätsauslastung deutet nicht auf starkes Investitionsplus hin 7



Quellen: EU-Kommission, Statistisches Bundesamt

Baugenehmigungen: Geringers Tempo 8

% gg. Vj., gl. 12M-Durchschnitt



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Investitionen erholten sich moderat und trugen 0,2%-Punkte zum Gesamtwachstum bei. Dies war jedoch hauptsächlich auf die Bautätigkeit (+2,1% gg. Vq.) zurückzuführen, die von dem milden Wetter profitierte, nachdem die Investitionen in den beiden vorherigen Quartalen rückläufig gewesen waren. Die monatlichen Daten für die Baubranche und der ifo-Index für die Bauindustrie enttäuschten in der letzten Zeit, da der ifo-Index für die Bauindustrie in mehreren

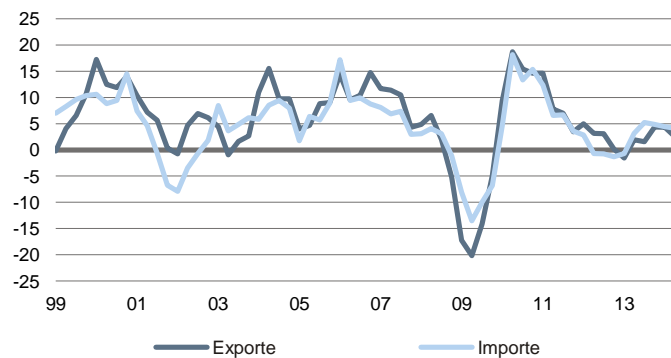


aufeinanderfolgenden Monaten fiel und sich der Anstieg der Baugenehmigungen von über 10% gg. Vj. gegen Ende des Jahres 2014 deutlich auf ca. 5% gg. Vj. abschwächte. Sogar die Ausrüstungsinvestitionen wiesen im 4. Quartal trotz einer Auftragsschwäche einen moderaten Anstieg auf (+0,4%). Im Vorquartal waren sie noch um 1,4% geschrumpft. Da die Kapazitätsauslastung im 1. Quartal 2015 nur etwas über ihren historischen Durchschnitt stieg, waren die Unternehmen angesichts des moderaten Auftragsanstiegs und der geopolitischen Risiken weiterhin nicht bereit, ihren Kapitalstock deutlich zu erhöhen.

Exporte: Moderater Erholungspfad

9

Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, real, % gg. Vj.

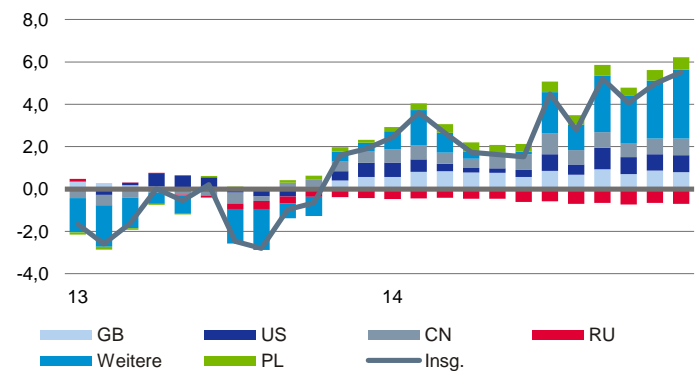


Quelle: Statistisches Bundesamt

Russland dämpft Exportwachstum

10

Wachstumsbeitrag gg. Vj., %-Punkte, gl. 3M-Schnitt



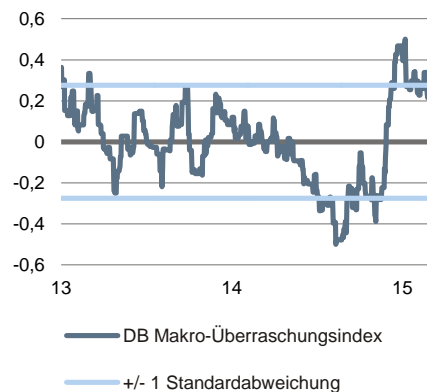
Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Der Außenhandel wies eine positive Entwicklung auf, war jedoch im Vergleich zu den Jahren vor der Krise durch fehlende Dynamik gekennzeichnet. Aufgrund des dritten aufeinanderfolgenden soliden Anstiegs der Exporte (+1,3% gg. Vq. gegenüber +2,0% im Vorquartal) und eines im Vergleich weniger dynamischen Importwachstums (+1,0% gegenüber +1,3% im Vorquartal) trugen die Nettoexporte im 4. Quartal 0,2%-Punkte und im 3. Quartal 0,4-Punkte zum BIP-Wachstum bei. Während die deutschen Exporte nach Russland die Gesamtdynamik weiterhin dämpften, gaben die anderen Regionen im wesentlichen Unterstützung, obwohl der zugrundeliegende Impuls weiterhin relativ gering ausfällt. Die Exporte wiesen im 3. und 4. Quartal einen Anstieg von ca. 5% gg. Vj. auf, deutlich unter den zweistelligen Wachstumsraten von 2004 bis 2008, was sich auch in den eher verhaltenen Ausrüstungsinvestitionen widerspiegelt.

DB-Makro-Überraschungsinde
deutlich positiv

11

Durchschnitte der z-Werte der vergangenen
20 Datenpunkte



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

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Vertrauensvorschuss – BIP-Prognose 2015 jetzt bei 2%

Wir haben häufig darauf hingewiesen, dass unsere BIP-Prognosen in den letzten Jahren tendenziell im unteren Bereich der Erwartungen lagen. Diese Einschätzung war von unserer Überzeugung geprägt, dass sich die exportabhängige deutsche Volkswirtschaft nicht von der Schwäche des Welthandels und den Auswirkungen der Euro-Krise abkoppeln kann.

Die Wachstumsstärke im 4. Quartal 2014, der gute Start in das Jahr 2015 auf der Basis der deutlich aufgehellten Stimmung und unterstützt durch weitere Ölpreirückgänge sowie die sich leicht verbessernden Aussichten für die Weltwirtschaft, insbesondere die EWU, veranlassen uns jedoch, unsere Prognose für 2015 von 1,4% auf 2,0% anzuheben. Dies liegt deutlich über dem Februar-Konsensus von 1,5% (das BIP des 4. Quartals lag zu dieser Zeit noch nicht vor, so dass dieser ebenfalls eine Aufwärtstendenz aufweisen dürfte).

Hauptwachstumstreiber dürfte 2015 der Konsum sein, der wahrscheinlich um mehr als 2% expandiert (2,1% gg. Vq. gegenüber zuvor 1,2%), was erst zum dritten Mal in 15 Jahren (2000 und 2011) der Fall ist. Zu Beginn des Jahres wird

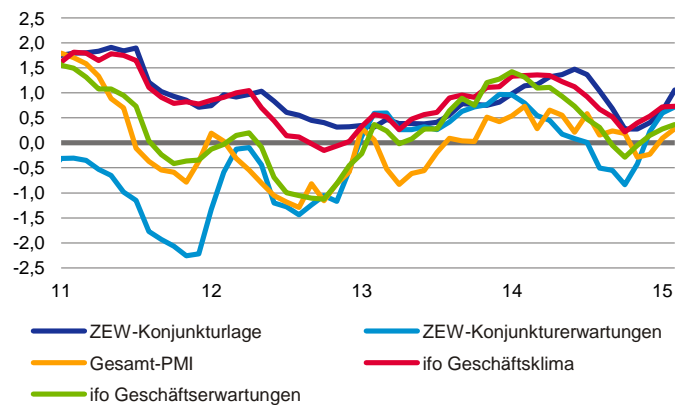


diese Entwicklung durch den Ölpreisrückgang sowie die anhaltende Stärke des Arbeitsmarktes Unterstützung erfahren. Die Löhne dürften eine solide zugrundeliegende Dynamik aufweisen (s. nächster Abschnitt) und von der Einführung des Mindestlohnes im Januar einen einmaligen Impuls erhalten.

Deutlich aufgehellte Stimmung

12

Standardisierte Werte

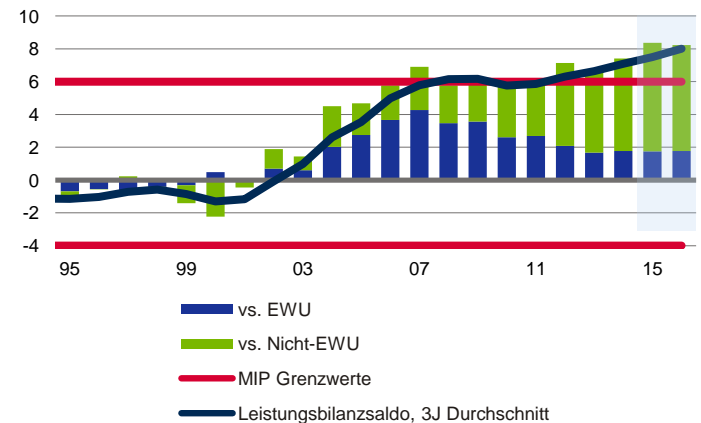


Quellen: Markit, ifo, Deutsche Bank Research, ZEW

Leistungsbilanzüberschuss gg. EWU kräftig gefallen

13

% des BIP



Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Investitionen dürften sich 2015 leicht abschwächen (+3,8% gegenüber zuvor +4,3%). Die Ausrüstungsinvestitionen dürften sich im Verlauf des Jahres weiter erholen, was teilweise auf die Euro-Schwäche zurückzuführen ist, die günstig auf die Exporte wirkt. Im Gegensatz dazu dürfte sich die Bautätigkeit abschwächen (+2,7% gegenüber zuvor +3,6%), worauf auch der jüngste Rückgang der Dynamik der monatlichen Indikatoren hindeutet. Von einem etwaigen Infrastrukturprogramm sind in diesem Jahr keine großen Impulse zu erwarten.

Sowohl die Exporte (+5,1% gegenüber +3,9%) als auch die Importe (+5,0% gegenüber +3,4%) dürften einen Anstieg aufweisen. Aufgrund des relativ größeren Ausmaßes der Exporte wird sich der Leistungsbilanzüberschuss von 7,4% des BIP auf 8,4% erhöhen (wozu auch die Ölpreise beitragen). Dies ist (erneut) ein Rekordniveau und über dem festgelegten Grenzwert des Verfahrens der Europäischen Kommission zur Vermeidung und Korrektur makroökonomischer Ungleichgewichte (6%). Allerdings geht der Anstieg maßgeblich auf höhere Überschüsse gegenüber Ländern zurück, die nicht der EWU angehören. Dennoch wird dies zu weiteren Appellen an Deutschland führen, seine Inlandsnachfrage zu steigern.

Deutschlands Haushaltsüberschuss für 2014 aufwärtsrevidiert auf 0,6% des BIP

14

| | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|------------------------|-------|--------|-------|-------|------|------|
| Gesamtstaat (% BIP) | -3,0 | -4,1 | -0,9 | 0,1 | 0,1 | 0,6 |
| Gesamtstaat (Mrd. EUR) | -74,5 | -104,8 | -23,3 | 2,6 | 4,2 | 18,0 |
| Zentralstaat | -38,0 | -82,2 | -27,1 | -14,7 | -4,5 | 11,4 |
| Länder | -19,3 | -20,4 | -13,0 | -5,7 | -2,8 | 1,9 |
| Gemeinden | -2,7 | -6,2 | 1,4 | 4,7 | 5,3 | 1,3 |
| Sozialkassen | -14,5 | 3,9 | 15,4 | 18,3 | 6,1 | 3,4 |

Quelle: Statistisches Bundesamt

Dies gilt auch für die Budgetsituation. Obwohl wir annehmen, dass das hohe Ausgabenniveau (z.B. Rentenpaket) die strukturelle Haushaltsposition belasten wird, dürfte ein noch höheres Wachstum kompensierend wirken und den gesamtstaatlichen Haushaltssaldo 2015 bei 0,6% halten. Außerdem reduzieren wir unsere Inflationsprognose (nationale Definition) von +0,1% auf 0%.



Die Risiken bleiben hoch. Obwohl sich die Spannungen im Zusammenhang mit den Griechenlandverhandlungen z.T. gelegt haben, wird die Komplexität des erforderlichen Kompromisses die Risiken in den nächsten Monaten auf hohem Niveau halten. Außerdem ist die Situation in der Ukraine/Russland-Krise trotz des kürzlich vereinbarten Waffenstillstands gleichermaßen mit hohen Risiken behaftet. Diese Faktoren dürften den Anstieg der Investitionsausgaben begrenzen. Eine schneller als prognostizierte Erholung könnte rasch zu einer Kehrtwende des positiven Einflusses auf das reale verfügbare Einkommen führen. Das Wachstum der Weltwirtschaft, das sich im weiteren Verlauf dieses Jahres etwas beschleunigen dürfte, drängt die Tatsache in den Hintergrund, dass sich das Wachstum in den Schwellenländern/BRIC-Ländern verlangsamen wird. Gerade diese Länder sind jedoch wichtige Abnehmerstaaten für die deutschen Exporte. Das russische BIP dürfte 2015 mehr als 5% schrumpfen. Außerdem dürfte sich das Wirtschaftswachstum Chinas auf 7% verlangsamen, unser Chefökonom für China sieht sogar das Risiko einer abgeschwächten „harten Landung“.

Im Jahr 2016 dürfte sich das deutsche BIP-Wachstum auf 1,7% abschwächen, da sich strukturelle Probleme (z.B. der Mangel an inländischen Reformen und die demografische Situation) belastend auswirken werden. Nach unseren derzeitigen Schätzungen dürfte sich das BIP-Wachstumspotenzial von derzeit unter 1,5% in den kommenden Jahren abschwächen.

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

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

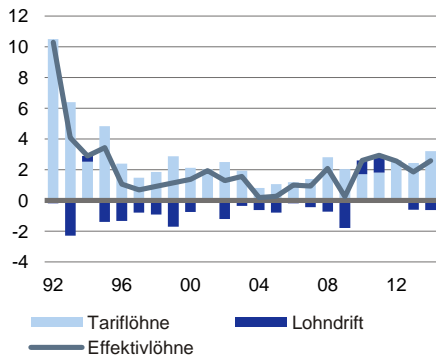


Mindestlohn treibt Arbeitnehmereinkommen in 2015

Lohnanstieg 2014 mit 20-Jahreshoch

1

Gesamtwirtschaft, % gg. Vj.



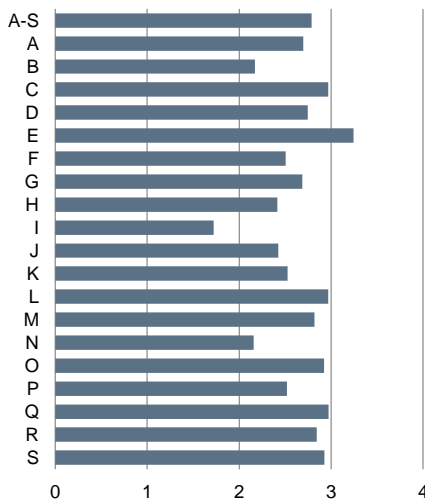
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

- 2014 zeigten die Tariflöhne mit 3% den höchsten Zuwachs seit 20 Jahren. Es gab nur wenige Branchen, die zuletzt eine unterdurchschnittliche Lohnentwicklung verzeichneten.
- Angesichts der außergewöhnlich positiven Arbeitsmarktlage und des sehr soliden Ausblicks dürften die Tariflöhne 2015 erneut um rd. 3% zulegen können. Die Metall- und Elektroindustrie dürfte mit ihren knapp 4 Mio. Beschäftigten und der Einigung auf ein Plus von 3,4% Anfang 2015 die Richtung vorgeben haben. Die bislang geäußerten Forderungen liegen meist bei über 5% Lohnplus.
- Der Mindestlohn könnte zwar kurzfristig den Spielraum bei den mittleren bis oberen Tarifklassen begrenzen. Mittelfristig dürfte er aber eher Aufwärtssdruck auf die Tariflöhne verursachen. Zudem wird er der gesamtwirtschaftlichen Lohnhöhe einen Einmalschub geben. Die deutschen Lohnstückkosten dürften 2015 spürbar zulegen.

Kaum Ausreißer auf Sektorebene*

2

Tariflöhne, inkl. Sonderzahlungen, Monatsbasis, % gg. Vj., Durchschnitt 2013-2014



* Abgrenzung der volkswirtschaftlichen Sektoren entspricht der NACE-Klassifikation.

Quelle: Statistisches Bundesamt

2014: Lohnplus auf 20-Jahreshoch

Die deutschen Arbeitnehmer konnten sich 2014 über den höchsten Anstieg der Tariflöhne seit 1993 freuen. Die Tariflöhne stiegen um 3%¹ (Monatsbasis). Selbst wenn man einrechnet, dass die Effektivlöhne etwas weniger stark zulegten (+2,6%), da zum Beispiel die Prämienzahlungen aufgrund der unsicheren Konjunkturlage mau ausfielen (negative Lohndrift), bleibt es dennoch der zweithöchste Zuwachs seit 1994. Dies ist das Ergebnis der außergewöhnlich guten Lage am deutschen Arbeitsmarkt: Die Arbeitslosigkeit ist auf Rekordtief und fällt; die Beschäftigung und die Zahl der offenen Stellen sind auf Rekordhoch und steigen.

Insgesamt war die positive Tariflohnentwicklung breit angelegt. Nimmt man das durchschnittliche Wachstum der Tariflöhne der letzten zwei Jahre, zeigen sich nur vier signifikante Abweichungen vom 2,8%-Durchschnitt – im Gastgewerbe, Bergbau, Energieversorgung und den sonstigen wirtschaftlichen Dienstleistungen blieb die Entwicklung um mehr als 0,4%-Punkte hinter dem gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt zurück.

Der hohe Jahresdurchschnitt 2014 ist allerdings merklich durch den dynamischen Jahresauftakt geprägt. Bis Juni 2014 beschleunigte sich das Wachstum auf über 3,5% gg. Vj. – solche Raten gab es zuletzt Anfang 2008. In der zweiten Jahreshälfte gingen die Wachstumsraten wieder auf rd. 2,8% zurück, was aber ähnlich hoch wie in den Vorjahren ist. Dafür dürfte es neben einem Basiseffekt zwei Hauptgründe geben: Mitte des Jahres hatten sich die deutsche Konjunkturlage und die Konjunkturaussichten wegen geopolitischer Risiken und Sondereffekten merklich eingetrübt, was die Verhandlungsposition der Arbeitgeber gestärkt haben sollte. Zudem dämpften die im Vorjahr beschlossenen zweistufigen Tarifvereinbarungen, bei denen die zweite Stufe im Folgejahr üblicherweise niedriger ausfiel.²

Beruhigung in H2 2014

3

Tariflöhne, Monatsbasis, ohne Einmalzahlungen und Nebenvereinbarungen, % gg. Vj.



Quelle: Deutsche Bundesbank

¹ Daten der Bundesbank. Das Statistische Bundesamt vermeldete sogar eine Rate von 3,2%.

² Darauf hatten wir in unserer letzten Studie zur Lohnentwicklung hingewiesen. Allerdings hatten wir die Lohndynamik insgesamt etwas unterschätzt. Siehe: So weit, so gut. Ausblick Deutschland. 2. Mai 2014.

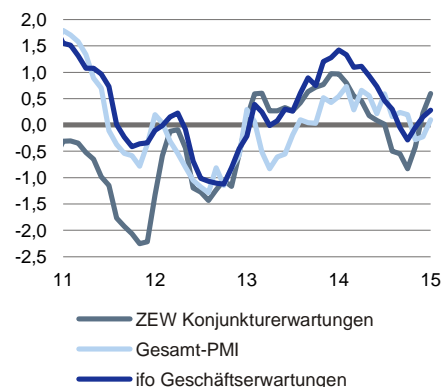


Tariflohnjahr 2015: Weiter günstige Aussichten

Konjunkturstimmung hat gedreht

4

Standardisierte Werte



Quellen: Markit, ifo, Deutsche Bank Research, ZEW

Insgesamt sind die Aussichten – aus Arbeitnehmersicht – anhaltend günstig. Wir gehen davon aus, dass das deutsche BIP 2015 mit 2,0% wächst und damit stärker als 2014 (1,6%). Der Beschäftigungsaufbau dürfte sich mit einem etwas moderateren Tempo fortsetzen und die Arbeitslosigkeit weiter sinken. Die Produktivität sollte 2015 dank einer zunehmenden (aber insgesamt noch moderaten) Kapazitätsauslastung wieder stärker zulegen können als noch 2014 (0,2% gg. 1,1%). Auch die Frühindikatoren für den Arbeitsmarkt (ifo-Beschäftigungsbarometer, IAB-Arbeitsmarktbarometer) haben sich zuletzt wieder aufgehellt. Diese Argumente dürften die Verhandlungsposition der Gewerkschaften stärken und dazu beitragen, dass die Tarifabschlüsse im Schnitt weiter deutlich über 2% liegen.

Die Argumente der Arbeitgeber gegen „zu hohe“ Lohnabschlüsse dürften die immer noch hohen geopolitischen Risiken (Ukraine, Russland), EWU-spezifische Ungewissheiten (Griechenland), stark fallende Inflationsraten, Wettbewerbsgewinne ausländischer Konkurrenten sowie die in manchen Branchen durch den Mindestlohn bedingten stark steigenden Lohnkosten umfassen. Diese Argumente gelten jedoch nur teilweise. So dürften die Risiken für den Ausblick zu diffus sein, um eine merkliche Rolle zu spielen. Insbesondere zeigen Umfragen in der Wirtschaft (ifo, PMI) einen deutlich gestiegenen Optimismus in den Unternehmen. Bei einer von uns erwarteten Inflationsrate von 0,0% würde sich der Nominallohnanstieg zwar nahezu eins-zu-eins in ein reales Lohnplus verwandeln. Allerdings orientieren sich die Verhandlungen eher an der Kerninflation, die im Jahresverlauf 2014, wie schon 2013, recht stabil bei gut 1% lag.

Mindestlohn mit zwiespältigem Effekt

Der Mindestlohn hat vielfältige, aber unklare Effekte auf die Tariflohnentwicklung in 2015. Die direkten Effekte halten sich in Grenzen, da der Mindestlohn eine gesetzliche Regelung ist und daher nicht in die Tariflohnentwicklung eingerechnet wird. Allerdings haben die Tarifpartner in einigen Branchen (etwa eine Mio. Beschäftigte), die vom Mindestlohn betroffen sind, Übergangsregelungen getroffen, die zwar spürbare Lohnsteigerungen vorsehen, aber zunächst unter dem Mindestlohn bleiben. Diese gehen auch in die hier betrachteten Tariflöhne ein und erzeugen dadurch Aufwärtsdruck.

Die indirekten Effekte sind zwar potenziell größer, allerdings auch schwerer zu beziffern. Einerseits verursacht der Mindestlohn spürbaren Kostendruck, wobei die Unternehmen im derzeitigen Konjunkturmilieu vermutlich recht gute Chancen haben, einen relativ großen Teil davon an die Endverbraucher weiterzugeben. Dennoch dürfte dies den Spielraum für Lohnsteigerungen bei den Arbeitnehmern in höheren Lohnstufen limitieren. Unseres Erachtens dürfte dieses Argument 2015 überwiegen. Andererseits werden gerade die Arbeitnehmer, die bislang nur wenig mehr als den Mindestlohn erhalten, darauf drängen, den Lohnabstand zu wahren. Dies war schon im letzten Abschluss im öffentlichen Dienst (teilweise absolutes statt prozentuales Lohnplus) zu beobachten und könnte in den nächsten Jahren vermehrt zu Lohndruck führen.

Metallindustrie markiert Auftakt für Lohnrunde

Insgesamt werden 2015 voraussichtlich für etwa 11 Millionen Beschäftigte – gut ein Viertel aller Erwerbstätigen – neue Tarifverträge beschlossen. Die Metall- und Elektroindustrie ist mit ihren weit über drei Millionen Beschäftigten das Highlight, zumal sie einen gewissen Signalcharakter für die Lohnverhandlungen der Industrie und darüber hinaus besitzt und die Verhandlungen schon seit An-



Ausblick Deutschland

fang 2015 laufen. Am 24. Februar einigten sich die Tarifpartner auf ein recht kräftiges Lohnplus von 3,4% (ab April 2015) sowie eine Einmalzahlung von EUR 150. Der Vertrag läuft bis März 2016. Zusammengenommen mit den Auswirkungen der Erhöhung im letzten Jahr steigen die Löhne im Metallsektor 2015 im Schnitt um 3,6%. Ursprünglich betrug die Forderung 5,5% und das erste Angebot der Arbeitgeber lag bei 2,2%.

Tarifverhandlungen ausgewählter* Branchen

5

| Tarifbereich | Kündigungstermin | Tarif-Forderung | Ergebnis | Arbeitnehmer |
|--|------------------|---|---|--------------|
| Metall- und Elektroindustrie (West und Ost) | | 5,5%, Laufzeit 12 Monate | 3,4% ab April '15; EUR 150 Einmalzahlung; 15 Monate Laufzeit (März '16) | 3.480.200 |
| Öffentlicher Dienst Länder (West und Ost, ohne Berlin) | 31.12.2014 | 5,5%, mindestens EUR 175 je Monat, Laufzeit 12 Monate | | 822.500 |
| Hotel- und Gaststättengewerbe | | 5,5%, Laufzeit 12 Monate | | 199.700 |
| Chemische Industrie (Nordrhein, Hessen, Rheinland-Pfalz) | 28.02.2015 | 4,8%, Laufzeit 12 Monate | | 230.900 |
| Volkswagen AG | | 5,5%, Laufzeit 12 Monate | | 110.000 |
| Einzelhandel (Hessen, Saarland, Baden-Württemberg) | | | | 472.200 |
| Groß- und Außenhandel (Baden-Württemberg, Bayern, Sachsen) | | | | 395.700 |
| Chemische Industrie (Schleswig-Holstein, Hamburg, Niedersachsen, Bremen, Westfalen, Baden-Württemberg, Bayern, Berlin-West) | 31.03.2015 | 4,8%, Laufzeit 12 Monate | | 261.800 |
| Versicherungsgewerbe (Ost und West) | | 5,5 %, mind. EUR 160, Laufzeit 12 Monate | | 173.700 |
| Einzelhandel (Schleswig-Holstein, Hamburg, Niedersachsen, Bremen, Nordrhein-Westfalen, Rheinland-Pfalz, Bayern) | | | | 1.291.800 |
| Groß- und Außenhandel (Schleswig-Holstein, Hamburg, Niedersachsen/ Bremen, Nordrhein-Westfalen, Hessen, Rheinland-Rheinessen, Pfalz, Berlin, Brandenburg, Mecklenburg-Vorpommern, Sachsen-Anhalt, Thüringen) | 30.04.2015 | | | 720.300 |
| Kfz-Gewerbe (Niedersachsen, Hessen, Rheinland-Rheinessen, Pfalz, Saarland, Baden-Württemberg, Bayern, Berlin/Brandenburg, Sachsen-Anhalt, Thüringen, Sachsen) | | | | 267.000 |
| Einzelhandel Sachsen-Anhalt, Thüringen, Sachsen | 31.05.2015 | | | 195.500 |
| Deutsche Post AG | | | | 132.000 |
| Einzelhandel (Berlin, Mecklenburg-Vorpommern, Brandenburg) | 30.06.2015 | | | 189.400 |
| Landwirtschaft (alle West- und Ost-Bereiche aber ohne Niedersachsen, Mecklenburg-Vorpommern) | | | | 134.000 |
| Gebäudereinigerhandwerk (Arb. West und Ost) | 31.10.2015 | | | 396.100 |
| Holz und Kunststoff verarbeitende Industrie (Niedersachsen/Bremen, Westfalen-Lippe, Hessen, Rheinland-Pfalz, Baden-Württemberg, Bayern, Sachsen-Anhalt, Thüringen, Sachsen) | 31.12.2015 | | | 176.700 |

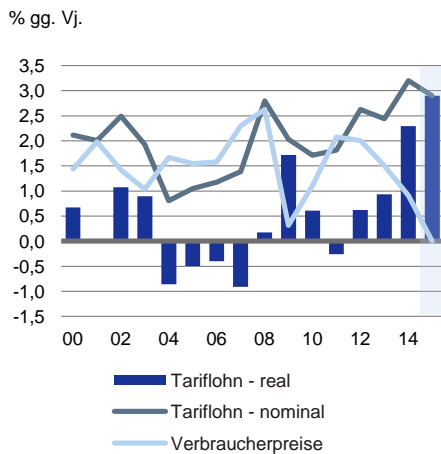
* Verhandlungen für mehr als 100.000 Arbeitnehmer
Quellen: WSI-Tarifarchiv, Deutsche Bank Research



Ausblick Deutschland

2015: Enormes reales Lohnplus

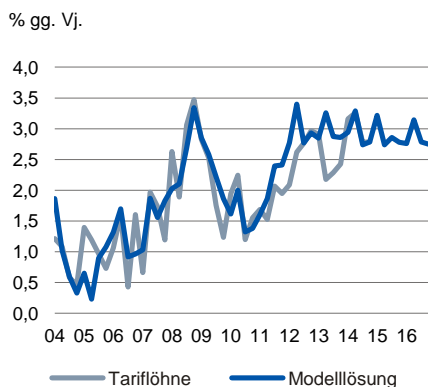
6



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research, Deutsche Bundesbank

Tariflöhne: Modellprognose deutet für 2015 anhaltend hohes Wachstum an

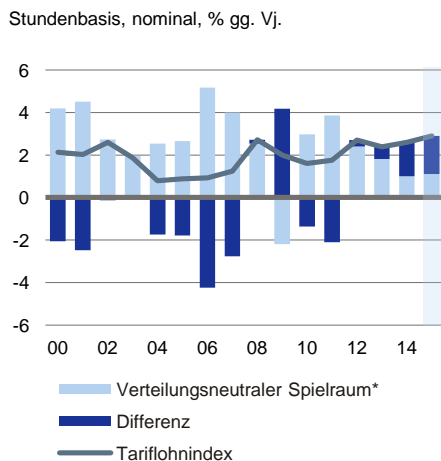
7



Quellen: Bundesbank, Destatis, Deutsche Bank Research

Verteilungsneutraler Spielraum: 2015 wohl erneut überausgeschöpft

8



* Inflationsrate + Produktivitätssteigerung

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Chemieindustrie (über 500.000 Mitarbeiter) und der öffentliche Dienst der Länder (über 800.000) sind ebenfalls bedeutende Verhandlungsrunden, die noch im ersten Halbjahr abgeschlossen werden können. Gegen Mitte 2015 stehen die Einzelhandelsverhandlungen an (insgesamt über 1,5 Mio. Beschäftigte). Später folgt noch der Groß- und Außenhandel (über 700.000).

Die bislang veröffentlichten Forderungen betragen zumeist 5,5% Gehaltsplus, wobei die Chemieindustrie mit 4,8% das untere Ende der Spanne markiert. In einigen Branchen beinhalten die Forderungen zudem „qualitative“ Merkmale, wie zum Beispiel Altersteilzeit- oder Rentenübergangsregelungen. Diese können auf Unternehmenseite ebenfalls spürbare Kosten verursachen.

Tariflöhne könnten um knapp 3% zulegen

Eine Daumenregel besagt, dass die Lohnforderungen der Gewerkschaften etwa zur Hälfte erfüllt werden und die Abweichung hiervon durch die jeweilige Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer/-geber bestimmt wird. Da wir derzeit die Arbeitnehmerseite im Vorteil sehen, dürften die Abschlüsse eher Richtung 3% gehen und damit in etwa die Größenordnung wie im Vorjahr erreichen. Als sich das konjunkturelle Umfeld Mitte/Ende 2014 eingetrübt hatte, hatten wir noch eine leicht abnehmende Lohndynamik erwartet.

Diese qualitative Einschätzung deckt sich auch mit den Ergebnissen eines einfachen aber zuverlässigen statistischen Modells. In dieses gehen die Produktivität und die Kerninflation der letzten Quartale mit Verzögerung ein. Diese stehen vor allem für die Kosten- und Einnahmeseite der Unternehmen. Zudem wird die laufende Arbeitslosenquote eingerechnet, die die relative Verhandlungsmacht der Tarifpartner abbildet. Da die Arbeitslosigkeit etwas sinken dürfte, aber die Produktivität im letzten Jahr rückläufig und die Kerninflation stabil waren, deutet das Modell wie im Vorjahr auf ein Lohnplus von 2,9% hin. Die robuste Verhandlungsposition der Arbeitnehmer deutet auf Aufwärtsrisiken hin, während die zweistufigen Tarifvereinbarungen aus dem letzten Jahr erneut dämpfen dürften. Unsere Prognose für den Anstieg der nominalen Tariflöhne legen wir daher auf 2,9% fest. Bei einer inexistenten Inflation von 0,0% bliebe ein markantes reales Lohnplus von 2,9% – der höchste Wert seit 1995.

Verteilungsneutraler Spielraum deutlich mehr als ausgenutzt

Der verteilungsneutrale Spielraum dürfte 2015 sehr deutlich überausgenutzt werden. Dieses Konzept wird üblicherweise herangezogen, um zu bewerten, welchen Spielraum die konjunkturelle Entwicklung für Lohnerhöhungen lässt, ohne dass die Arbeitnehmer/Arbeitgeber relativ gesehen schlechter oder besser gestellt werden. Dabei wird die Summe aus Produktivitätswachstum (kosten-senkend) und Inflationsrate (Absatzpreise) errechnet und der Lohnsteigerung gegenübergestellt. Bei einer von uns prognostizierten Inflationsrate von 0,0% und moderatem Produktivitätswachstum von 1.1% gegenüber einem erneuten spürbaren Lohnplus von rund 3% dürfte der Spielraum das dritte Jahr in Folge deutlich mehr als ausgeschöpft werden. Allerdings dürfte der starke energiepreisgetriebene Rückgang der Inflationsrate weniger die Verkaufspreise der Unternehmen beschneiden, sondern stellt eher eine Kostenersparnis auf der Inputseite dar. Aber selbst wenn man diese einrechnet, dürfte sich die Einkommensverteilung wie schon in den letzten Jahren weiter moderat Richtung Arbeitnehmer verschieben.

Dieser Effekt wird durch den Mindestlohn noch einmal spürbar verschärft. So werden die Effektivlöhne 2015 sogar ein noch kräftigeres Wachstum verzeichnen als die Tariflöhne. Der Mindestlohn für etwa 3,7 Millionen nicht tariflich gebundene Arbeitnehmer wird einen einmaligen Zusatzschub verursachen, der



einer positiven Lohndrift von 1,5%-Punkten entsprechen könnte.³ Die Arbeitnehmereinkommen (Monatsbasis) würden so um deutlich über 4% zulegen. All dies dürfte dazu beitragen, dass die deutschen Lohnstückkosten 2015 kräftig steigen (+3,3%).

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

³ Siehe: Robuste Binnenwirtschaft durch gute Absichten gefährdet. Ausblick Deutschland. 4. Juni 2014.

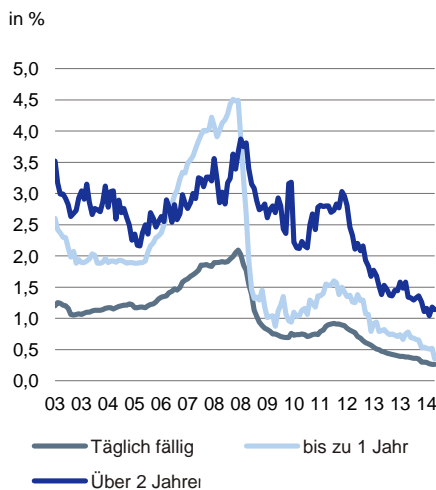


Verleidet die EZB den Deutschen die Lust am Sparen?

- Die Einlagenzinsen in Deutschland sind unter 0,5% gesunken, die Renditen auf Bundesanleihen sind bis zu Laufzeiten von 6 Jahren negativ. Trotzdem scheint die deutsche Sparquote darauf kaum zu reagieren.
- Zwar ist die Nettosparquote in den letzten Jahren leicht gesunken. Dies ist aber hauptsächlich Resultat höherer Abschreibung auf das Immobilienvermögen privater Haushalte infolge steigender Bauinvestitionen und -preise. Zudem hat sich die Sparquote im Verlauf von 2014 wieder stabilisiert und ist im Schlussquartal aufgrund der unerwarteten Realeinkommensgewinne infolge des Ölpreisverfalls sogar deutlich gestiegen.
- Die gängigen Theorien zum Sparen der privaten Haushalte machen widersprüchliche Aussagen zum Einfluss des Zinses. Umfragen und unser einfaches ökonometrisches Modell zur Erklärung der Ersparnis zeigen keinen signifikanten Einfluss des Zinses auf die Sparentscheidung. Selbst in der Anlageentscheidung der deutschen Haushalte scheint er keine große Rolle zu spielen.
- Allerdings dürfte die Sparquote in den nächsten Jahren trotzdem sinken. Dies liegt zunächst an dem Effekt weiter steigender Bauinvestitionen und -preise. In der mittleren Frist wird aber das Entsparen der aus dem Erwerbsleben ausgeschiedenen Babyboomer der entscheidende Faktor für das weitere Absinken der Sparquote sein.

Zinssatz auf Ersparnisse der Haushalte

1



Quelle: Deutsche Bundesbank

Mittlerweile sind die Zinsen auf kurzfristige Einlagen der privaten Haushalte bei deutschen Banken auf unter 0,5% gesunken. Die Renditen auf Bundesanleihen sind bis zu einer Laufzeit von 6 Jahren negativ. Für zehnjährige Anleihen muss der Bund nur noch 0,4% zahlen. Unter Schlagzeilen wie „Anlagenotstand“ oder „Sparen lohnt nicht mehr“ wird schon seit einiger Zeit in Deutschland diskutiert, ob die Geldpolitik der EZB die deutschen Haushalte – trotz ihrer im internationalen Vergleich hohen Sparpräferenz – dazu veranlasst, einen größeren Teil ihres Einkommens zu konsumieren oder sich sogar stärker zu verschulden. In Teilen des Auslands und bei internationalen Institutionen wie IWF oder OECD wird dagegen ein Rückgang der deutschen Sparquote und dadurch finanziertes stärkeres Konsumwachstum als deutscher Beitrag zum Abbau der globalen und innereuropäischen Ungleichgewichte vehement gefordert. Die nahe historischen Tiefstständen gefallene Sparneigung (ermittelt in den monatlichen Umfragen zum Konsumentenvertrauen) und der Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte zwischen 2010 und 2013 – der sich aber in 2014 nicht weiter fortgesetzt hat – scheinen derartige Erwartungen zu stützen.

Im Folgenden stellen wir zunächst die gängigen ökonomischen Erklärungsansätze zum Sparverhalten der privaten Haushalte vor, wobei der Fokus unserer Betrachtung auf dem Einfluss des Zinses liegt. Damit versuchen wir, die Entwicklung der deutschen Sparquote in den letzten Dekaden nachzuvollziehen, und untersuchen weitere Statistiken und Umfragen zum Sparverhalten in Deutschland auf Anzeichen für Verhaltensänderungen oder Strukturbrüche. Da die Theorien auf sehr restriktiven Annahmen des menschlichen Verhaltens basieren und zum Teil widersprüchliche Erklärungen liefern, stellen wir im nächsten Schritt ein einfaches ökonometrisches Modell der Spartätigkeit vor, um zu testen, ob neben anderen Einflussfaktoren ein signifikanter Zinseffekt nachgewiesen werden kann. Da die Theorien einer empirischen Überprüfung nur zum Teil standhalten und auch unser Modell das Sparverhalten nicht vollständig erklären kann, untersuchen wir anschließend, inwieweit aus verhaltensökonomischen Ansätzen auf mögliche Reaktionen der Haushalte auf des extreme Niedrigzinsumfeld geschlossen werden kann.

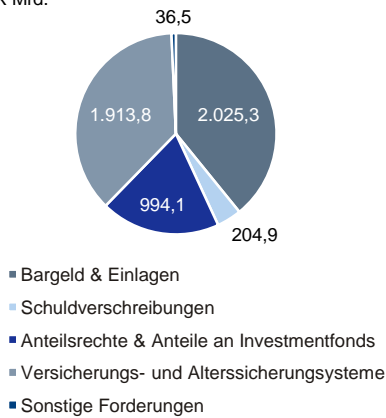


Ausblick Deutschland

Geldvermögen der privaten Haushalte

2

EUR Mrd.

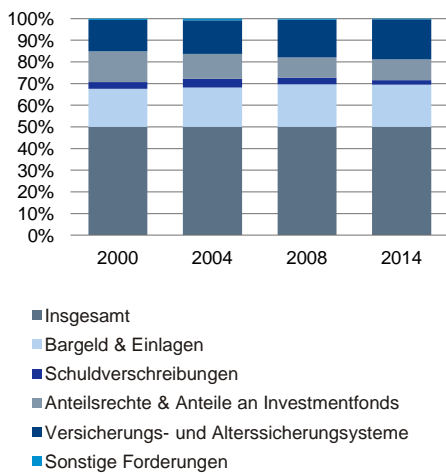


Quelle: Bundesbank

Entwicklung des Geldvermögens der privaten Haushalte

3

in %

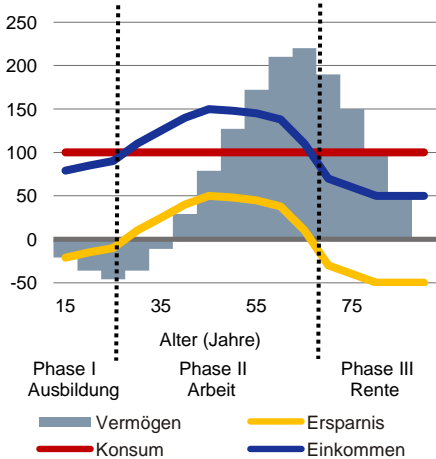


Quelle: Eurostat

Stilisierte Darstellung der Lebenszyklushypothese

4

Geldeinheiten



Quelle: Deutsche Bank Research

Theoretische Aussagen zum Sparen – „it depends“

In der mikroökonomischen Theorie des Haushaltes hängt die Ersparnisbildung neben dem Haushaltseinkommen von der Zeitpräferenz der Haushalte ab. Die Zeitpräferenzrate gibt an, wie die Haushalte Gegenwartskonsum im Verhältnis zu zukünftigem Konsum gewichten. Prinzipiell präferieren Haushalte Gegenwartskonsum. Zur Aufgabe von Gegenwartskonsum zugunsten von Konsum in der Zukunft, d.h. für das Sparen, verlangen Haushalte eine Kompensation, den Zins. Der Zinssatz entspricht nach dieser Theorie der (aggregierten) Zeitpräferenz der Haushalte. Eine Reduktion des Zinssatzes führt innerhalb der Haushaltstheorie zu einem Rückgang der Ersparnis. Allerdings ist je nach Lage der Indifferenzkurven, die Kombinationen von Gegenwart- und Zukunftskonsum beschreiben, bei denen die Haushalte indifferent sind, auch eine anormale Reaktion möglich, bei der die Haushalte trotz sinkendem Zins ihre Ersparnis erhöhen.⁴ Zudem muss man neben dem Preis-(Zins-)Effekt oder auch Substitutionseffekt (zwischen Gegenwart- und Zukunftskonsum) noch weitere Effekte berücksichtigen. Eine Zinsänderung beeinflusst je nach Nettovermögensposition des Haushaltes – in Deutschland verfügen die privaten Haushalte insgesamt über ein Nettofinanzvermögen von 3625,5 Mrd EUR (Q1 2014), das hauptsächlich in Form von Bargeld und Einlagen und Ansprüchen gegenüber Versicherungen gehalten wird – die gegenwärtigen und evtl. auch die zukünftigen Zinseinkommen der Haushalte (Einkommenseffekte). Überdies können Zinsänderungen auch die Preise anderer Vermögensklassen, wie z.B. Aktien oder auch Immobilien, beeinflussen, wenngleich diese Effekte in Deutschland nicht zuletzt wegen des geringen Aktienbesitzes der privaten Haushalte sowie deren niedrigen Hauseigentümerquote relativ gering sind⁵. Trotzdem dürfte damit klar sein, dass sich aus der Haushaltstheorie keine eindeutigen Aussagen über den Gesamteffekt ableiten lassen. Dies gilt für den einzelnen Haushalt mit seiner subjektiven Zeitpräferenz, Altersstruktur, Vermögensposition und Risikopräferenz, aber auch für den gesamten Haushaltssektor innerhalb der Volkswirtschaft.

Eine dynamische Betrachtungsweise bieten die permanent income⁶ und die Lebenszyklushypothese⁷. Diese Ansätze fußen auf der keynesianischen Sichtweise, dass der Konsum hauptsächlich durch das laufende Haushaltseinkommen bestimmt wird. Sie postulieren aber, dass die Haushalte versuchen, ihr Konsumniveau auf Basis ihrer erwarteten zukünftigen Einkommens- und Vermögensentwicklung über ihren gesamten Lebenszyklus auf einem bestimmten Niveau zu stabilisieren. Unter der Annahme von unbeschränktem Zugang zu Kredit folgt die Sparquote dann der Einkommensentwicklung. In den ersten Lebensdekaden ist die Ersparnis negativ, Ausbildung und Haushaltsgründung werden über Kredit finanziert. Danach wird dann bei steigendem Einkommen die Verschuldung abgebaut bzw. Vermögen akkumuliert. Dies wird nach Beendigung der Erwerbsphase zur Aufrechterhaltung des Konsumniveaus wieder aufgebraucht (entspart). In diesem Modell spielt der Zins keine wichtige Rolle. Allerdings zeigen altersspezifische Sparquoten für Deutschland, die im Rahmen der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe oder des Soziökonomischen Panels (DIW) erhoben werden, lediglich ansatzweise den vom Lebenszyklusmodell unterstellten Verlauf. Insbesondere zeigt sich bei Haushalten nach dem Ausscheiden aus der Erwerbsphase bestenfalls ein Absinken der Sparquote, aber kein Entsparen. Die Bundesbank stellt in ihrem Monatsbericht vom Oktober 2011 fest, dass „die Pensionäre nicht in der erwarteten Weise entsparen“.⁸ Ur-

⁴ Woll, Allgemeine Volkswirtschaftstheorie, 7. Auflage.

⁵ OECD Economic Studies No. 35, 2002/02

⁶ Friedman M. (1957). A theory of the consumption function.

⁷ Ando A., Modigliani F. (1963). The 'life cycle' hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests.

⁸ Deutsche Bundesbank (2011). Monatsbericht Oktober.

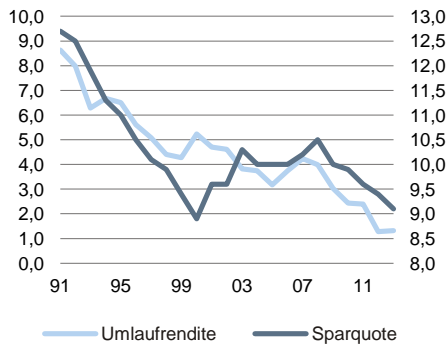


Ausblick Deutschland

Zusammenhang von Zins und Sparverhalten

5

Umlaufrendite (links) und Sparquote (rechts), in %

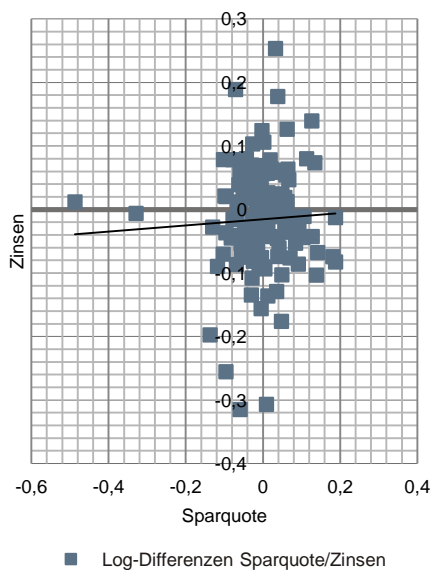


Quelle: Statistisches Bundesamt

Geringe Korrelation in Log-Differenzen

6

Log-Differenzen

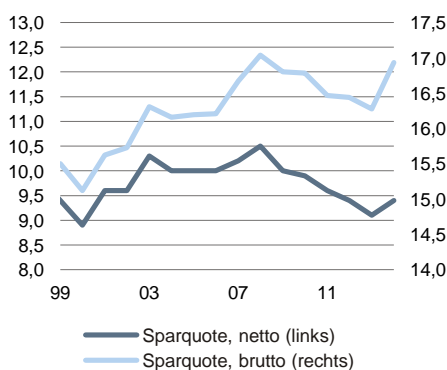


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Der Unterschied zwischen Brutto- und Nettosparquote

7

Netto-Sparquote in % (links); gg Brutto-Sparquote (rechts)



Quelle: Statistisches Bundesamt

sächlich hierfür ist die starke intertemporale Einkommensverschiebung durch das deutsche gesetzliche Rentensystem, aus dem die deutschen Rentnerhaushalte derzeit noch rund 3/4 ihres Einkommens beziehen. Die Rentenversicherungsbeiträge werden vom Bruttoeinkommen abgeführt und tauchen damit in der Ersparnis (Nettoeinkommen – Konsumausgaben) nicht auf. Natürlich sind die Annahmen des Modells, insbesondere die vollständige Voraussicht, die zur Bestimmung der notwendigen Ausgabenströme offensichtlich auch die Kenntnis über den Zeitpunkt des Ablebens voraussetzt, in der Realität nicht gegeben. Zudem ist die Ersparnisbildung auch noch durch weitere Motive wie z.B. dem Vererbungsmotiv oder dem bei steigenden Pflegeaufwendungen und tendenziell sinkenden staatlich abgesicherten Leistungen immer wichtiger werdenden Langlebkeitsrisiko beeinflusst.

Insbesondere Veränderungen, die die zu erwartenden Leistungen des staatlichen Rentensystems für zukünftige Rentnergeneration reduzieren, sollten – sofern nicht gleichzeitig die erwartete Lebensarbeitszeit entsprechend steigt – zu größeren Sparanstrengungen der privaten Haushalte führen. Laut einer aktuellen Umfrage befürchten 2/3 der Befragten, dass ihre staatliche Rente zum Leben nicht reichen wird. Derartige, eher strukturelle Veränderungen, wozu natürlich auch die demografische Entwicklung gehört, können in der Analyse kaum von eher zyklischen Einflussfaktoren wie Einkommen oder Zinsen getrennt werden. Das nebenstehende Schaubild scheint einen engen Zusammenhang zwischen Sparquote und Zinsniveau zu suggerieren. Dies dürfte aber wohl eher auf makroökonomische Entwicklungen zurückzuführen sein, die beide Zeitreihen in bestimmten Phasen beeinflusst haben. Betrachtet man die umgewandelten Differenzen der beiden Zeitreihen, i.e. die Wachstumsraten, so zeigt sich in der nebenstehenden Grafik kein signifikanter Zusammenhang beider Variablen. Die Zinselastizität der Sparquote ist insgesamt nicht signifikant von Null verschieden; das heißt, dass Zinsänderungen – heute wie in der Vergangenheit – nahezu keinen Einfluss auf die laufende Sparquote in Deutschland haben. Dies kann auch damit zusammenhängen, dass ein großer Teil der Ersparnisbildung im Rahmen fester Sparpläne erfolgt, bei denen die Entscheidung über die Höhe ex ante getroffen wurde, so zum Beispiel beim Versicherungssparen oder auch beim Bausparen. In Deutschland gibt es über 16 Mio. Riester-Sparpläne und rund 90 Mio. Lebensversicherungen, deren Sparbeträge zumindest kurzfristig fest sind. Allerdings lassen die historischen Zusammenhänge nur begrenzte Aussagen über die zu erwartende Reaktion der deutschen Haushalte auf das derzeitige – historisch einmalige Niedrigzinsniveau zu. Es könnte durchaus sein, dass die Reaktion der Haushalte insbesondere in der Nähe der „Nulllinie“ nicht-linear ausfällt. Dies könnte zum Beispiel aufgrund von psychologischen „Ankereffekten“ der Fall sein (siehe letztes Kapitel).

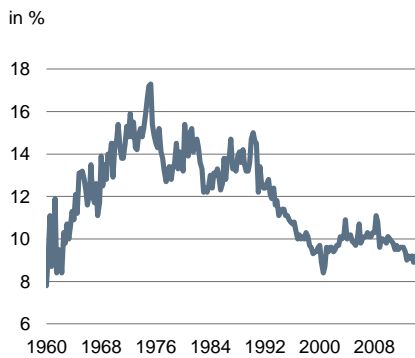
Langfristiger Abwärtstrend der deutschen Sparquote

In den volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen wird üblicherweise die Nettosparquote der privaten Haushalte ausgewiesen. Diese ergibt sich aus dem Verhältnis der laufenden Ersparnis plus der Veränderungen betrieblicher Pensionsansprüche (die nicht im verfügbaren Einkommen enthalten sind) zum verfügbaren Einkommen. Die laufende Ersparnis ist dabei die Differenz des laufenden Haushaltseinkommens und der Konsumausgaben der privaten Haushalte. Zu den Haushaltseinkommen gehören neben den Nettolöhnen und -gehältern, den monetären Sozialleistungen des Staates und weitere Nettotransfers auch die Gewinneinkommen. Diese setzen sich aus Betriebsüberschüssen, Selbständigen- sowie Vermögenseinkommen zusammen. Vermögensänderungen etwa aus Neubewertungen oder Veräußerung bleiben in dieser Betrachtung unberücksichtigt, da sie zwar Bestandsgrößen, aber nicht die laufenden Flussgrößen beeinflussen. Bei der Nettosparquote werden von den Gewinneinkommen die Abschreibungen auf den Wohnungsbestand der privaten Haushalte zu Wieder-



Sparquote über die Zeit

8



Quelle: Statistisches Bundesamt

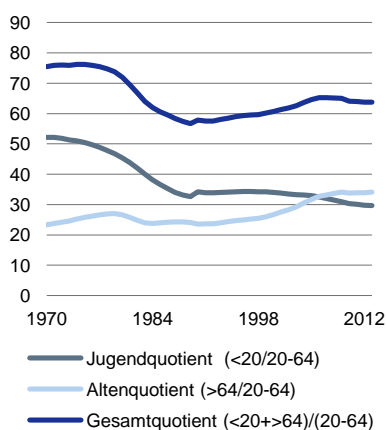
beschaffungspreisen abgezogen. Durch Schwankungen im Kapitalstock und der Entwicklung der Wiederbeschaffungspreise können sich die Entwicklungen der Netto- und der Bruttosparquoten deutlich unterscheiden. Da die Abschreibungen auf den Wohnungsbestand zum Teil Ergebnis früherer Ersparnisbildung sind, kann je nach Fragestellung die Bruttosparquote ein besserer Indikator für die Sparneigung der privaten Haushalte sein.

Die Entwicklung der deutschen Sparquote innerhalb der letzten fünfeinhalb Dekaden kann grob in vier Phasen eingeteilt werden. Erstens einen kontinuierlichen Anstieg von zunächst unter 10% Anfang der sechziger Jahre auf über 17% im ersten Halbjahr 1975. Angesichts der zum Teil widersprüchlichen theoretischen Erklärungen ist es schwierig, die Treiber hinter dieser Entwicklung zu identifizieren. Allerdings waren während der gesamten Phase die Nominal-, aber auch die Realzinsen sehr hoch. In 1974 stieg die Umlaufrendite im Zuge der aufgrund des Ölpreisschocks gestiegenen Inflation auf über 10%. Gleichzeitig zog in der ersten Hälfte der siebziger Jahre die Staatsverschuldung rasant an. Man könnte daher die hohe Sparquote zu dieser Zeit auch als ein Indiz der ricardianischen Äquivalenz interpretieren. Danach reagieren rationale Privathaushalte mit einem Anstieg der Sparquote auf eine anziehende Staatsverschuldung, da sie für die Zukunft eine höhere Steuerlast als Konsequenz der steigenden Staatsverschuldung erwarten. In einer zweiten Phase, die etwa von Mitte der siebziger Jahre bis zur deutschen Wiedervereinigung reicht, schwankte die Sparquote in einem vergleichsweise engen Band von 12% bis 16%. Dabei erreichte sie einen vorübergehenden Höhepunkt in 1981, als die zweite Ölpreiskrise zu einer deutlichen Beschleunigung der deutschen Inflationsrate führte. Dies könnte mit dem sogenannten Pigou-Effekt (Realkasseneffekt) zusammenhängen. Dieser prognostiziert, dass die Haushalte mit einer steigenden Sparquote auf eine Beschleunigung der Inflation reagieren, da diese den realen Wert nominaler Kassen- und Vermögensbestände reduziert. Nach einem weiteren Höhepunkt in 1990, der mit einem wiedervereinigungsbedingten Anstieg der Umlaufrendite auf über 9% zusammenfiel, sank die Sparquote in der folgenden Dekade kontinuierlich und erreichte im Sommer 2000 mit 8,4 % ein Niveau, das mehr oder weniger den Tiefständen Anfang der sechziger Jahre entsprach. In diesen Zeitraum fällt die Phase der „great moderation“. Damit wird das Phänomen global sinkender Inflationsraten und Renditen bezeichnet. Dies wird zum Teil mit einer erfolgreichen Politik der Notenbanken begründet, hat aber sicherlich auch andere Ursachen, wie beispielsweise die Produktivitätsgewinne durch den in diesem Zeitraum aufgetretenen Globalisierungsschub. In den letzten zwölf Jahren bewegte sich die Sparquote dann in einem sehr engen Band von 9% bis gut 11%. Seit 2011 liegt sie am unteren Rand dieses Bandes.

Altersstruktur (1970-2013)

9

Anteil an der Erwerbsbevölkerung



Quelle: Statistisches Bundesamt

Demografische Entwicklung dämpft gesamtwirtschaftliche Sparquote

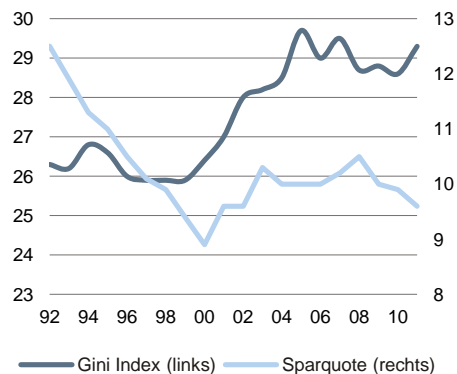
Neben diesen eher „zyklischen“ Einflussfaktoren wirken sich auch strukturelle, eher langfristige Faktoren auf die Entwicklung der Sparquote aus. An erster Stelle ist wohl die Demografie zu nennen. Aufgrund der seit den sechziger Jahren deutlich gesunkenen Geburtenrate bei gleichzeitig stark gesteigerter Lebenserwartung hat sich der Altersaufbau der deutschen Bevölkerung dramatisch verändert. Angesichts von Budgetrestriktionen fällt die Ersparnisbildung über den Lebenszyklus mehr oder weniger mit der Erwerbsphase des Individuums zusammen. Daher sollte sich das Verhältnis von potentiell erwerbstätigen Kohorten zu noch nicht oder nicht mehr im Erwerbsleben stehenden Kohorten in der Sparquote der privaten Haushalte niederschlagen, wenn die Kohorten unterschiedlich stark besetzt sind.



Ausblick Deutschland

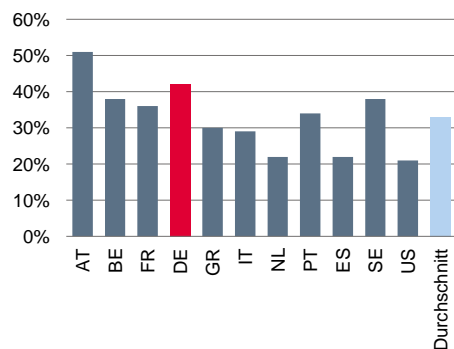
Ungleichverteilung und Sparquote 10

Gini-Koeffizient (links) und Sparquote (rechts), in %



Quellen: Statistisches Bundesamt und Weltbank

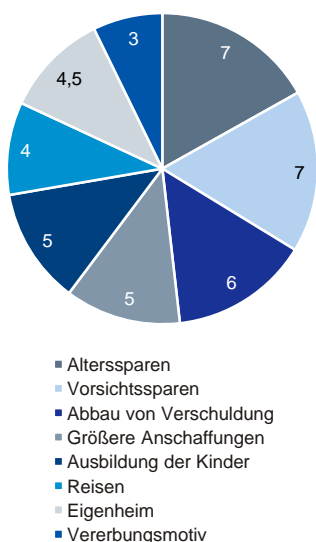
Sparsamkeit als Wert bei der Kindererziehung (Anteil der "Wichtig-Antworten") 11



Quelle: World Value Survey

Sparmotive 12

Skala von 0-10 Punkten



Quelle: Household Finance and Consumption Survey

Der Jugendquotient, d.h. das Verhältnis der unter 20-Jährigen zu den 20- bis 60-Jährigen ist seit Beginn der siebziger Jahre kontinuierlich gefallen und hat sich derzeit auf einem Niveau von rund 30 stabilisiert. Dagegen ist der Altenquotient, d.h. der Anteil der über 64-Jährigen zu den 20 bis 64-Jährigen, kontinuierlich gestiegen. Im Ergebnis ist der Gesamtquotient (Jugend- plus Altenquotient) seit seinem Tiefststand zum Ende der achtziger Jahre um neun Punkte gestiegen. Nach den Vorausschätzungen des statistischen Bundesamtes dürfte der Gesamtquotient in den nächsten Jahren dramatisch ansteigen und gegen 2030 ein temporäres Plateau erreichen. Es wird davon ausgegangen, dass dies zu einem deutlichen Rückgang der aggregierten Sparquote führen dürfte⁹

Außerdem dürfte eine zunehmende Ungleichheit der Einkommensverteilung zu einem Anstieg der Sparquote beigetragen haben, da Haushalte mit einem deutlich überdurchschnittlichen Einkommen überdurchschnittlich hohe Sparquoten aufweisen. In Deutschland war die Einkommensungleichheit gemessen am Gini-Koeffizienten in den achtziger und neunziger Jahren relativ stabil. Seit der Jahrtausendwende und besonders in den Jahren vor der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise erhöhte sie sich deutlich, wenn auch im internationalen Vergleich eher moderat. Nebenstehende Grafik zeigt eine positive Korrelation des Gini-Koeffizienten mit der Sparquote, die das hier angeführte Argument unterstützt. Allerdings bewegte sich die Sparquote in diesem Zeitraum in einem sehr engen Band, sodass der Effekt wohl eher gering sein dürfte.

Umfragen – Sparen bleibt wichtig trotz Nullzinsen

Im Rahmen des World Value Surveys wird gefragt, ob man „Sparsamkeit“ als einen wichtigen Wert in der Kindererziehung erachtet. Diese Einschätzung wird von über 40% der Befragten in Deutschland geteilt, was etwa 10 Prozentpunkte über dem internationalen Durchschnitt liegt. Nach einer Umfrage der Bank of Scotland aus dem Jahr 2014 spart ein Großteil der deutschen Haushalte (60%) regelmäßig. Dies ist ein im europäischen Vergleich hoher Wert. Allerdings sparen 26% der deutschen Haushalte nur gelegentlich und 14% gar nicht. Die Motivationen der Haushalte für das Sparen gliedert sich wie folgt auf: Nach dem Household Finance and Consumption Survey (HFCS) der Jahre 2011-2012 sind die zentralen Motive der Sparer der europäischen Haushalte das Alters- und das Vorsichtssparen. Dies deckt sich mit einer Befragung deutscher Haushalte: Folgt man den Ergebnissen der SAVE-Studie von 2003 bis 2010, sind die Altersvorsorge und das Absichern von Unvorhergesehenem mit sieben von zehn Punkten die wichtigsten Sparmotive privater Haushalte. Dies passt zu der Lebenszyklushypothese und zeigt, dass die Deutschen aufgrund ihrer hohen Risikoaversion wohl auch trotz Minizinsen ein Mindestmaß an laufender Ersparnis aufrechterhalten werden.

Ein weiteres Motiv ist der Abbau von Verschuldung mit einer Gewichtung von sechs von zehn Punkten. Dagegen werden größere Anschaffungen und die Ausbildung der Kinder mit fünf Punkten gewichtet. Reisen und das Eigenheim weisen mit vier und viereinhalb Punkten einen relativ geringen Wichtigkeitsgrad auf. Das Vererbungsmotiv wird lediglich mit drei von zehn Punkten bewertet und wird somit am geringsten gewichtet. Im Querschnitt ist die Wichtigkeit des Sparens über die Zeit gestiegen, was dem Trend der aggregierten Sparquote zu widersprechen scheint.

Im derzeitigen Niedrigzinsumfeld erachten einer Umfrage des Vermögensverwalters Gothaer Asset Management zufolge 64% der Haushalte die Zinsen als generell zu gering. Allerdings weisen die Deutschen bei ihren tatsächlichen Spar- und Anlageentscheidungen ein erhebliches Beharrungsvermögen auf.

⁹ ZEW (2012). Sparen und investieren vor dem Hintergrund des demographischen Wandels. Endbericht an das Bundesministerium der Finanzen.



Aktuelle Entwicklungen an den Kapitalmärkten beeinflussen, wie auch das ökonomische Modell zeigen wird, das Sparverhalten nur wenig. Folglich halten auch nur 4,4% der Befragten Aktien. Der Großteil legt sein Ersparnis in das Sparbuch (39,7%) und in Festgeld (18,4%) an. Dieser starke „Status quo bias“ dürfte nicht zuletzt aus einer sehr hohen Risiko-(Verlust)aversion resultieren: In einer GfK-Befragung aus dem Jahre 2013 sagten 91,6% der Befragten, dass sie nicht bereit sind, höhere Risiken einzugehen, um an potentiellen Gewinnen am Kapitalmarkt zu partizipieren.

Ein einfaches Erklärungsmodell zeigt nur schwachen Zinseinfluss

Angesichts der Vielzahl von Einflussfaktoren scheint der Versuch, ein vollständiges ökonomisches Modell zur Bestimmung der Sparquote zu entwickeln, aussichtslos. Wir beschränken uns daher im Folgenden auf die Untersuchung des langfristigen Zusammenhangs zwischen Einkommen und Konsum, aus dem sich die Ersparnis als Residuum ergibt, ergänzt um kurzfristige Einflussfaktoren, die den Zusammenhang von Konsum und Einkommen beeinflussen. Wir machen uns dabei den Umstand zunutze, dass es aufgrund von Budgetrestriktionen einen engen Zusammenhang zwischen dem verfügbaren Einkommen und den Konsumausgaben der Haushalte geben sollte. Dabei entspricht die Differenz der beiden Größen der Ersparnis. Es ist daher zu vermuten, dass Konsum und verfügbare Einkommen kointegriert sind, d.h. einem gemeinsamen stochastischen Prozess folgen. Dies können wir durch unsere Tests bestätigen.

Realisierte vs. vorhergesagte Schätzung der Sparquote für jedes Quartal

13



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Abweichungen vom langfristigen Gleichgewicht zwischen den verfügbaren Einkommen und dem Konsum bilden sich damit im Zeitablauf zurück, sind aber nie konstant. Die entsprechende Fehlerkorrekturgleichung haben wir in ein vektorautoregressives Modell integriert, um den Einfluss weiterer Variablen auf das Zusammenspiel zwischen verfügbarem Einkommen und Konsum zu testen. Signifikanten Einfluss auf die aktuelle Sparquote haben der Konsum der beiden letzten Perioden, die Veränderung des verfügbaren Einkommens, das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts, die Änderung im Konsumentenpreisindex und der Gesamtabhängigkeitsquotient, hier definiert als das Verhältnis der Bevölkerung unter 15 Jahren und über 64 Jahre zu der Gruppe der potentiell ökonomisch aktiven Gruppe der 15- bis 64-Jährigen (jeweils verzögert).

Aufgrund der autoregressiven Struktur unseres Modells führt ein Rückgang des Konsums in den beiden Vorquartalen zu einem Anstieg in der aktuellen Periode und damit zu einer geringeren Ersparnis, d.h. einer sinkenden Sparquote. Analog führt ein rückläufiges verfügbares Einkommen in den Vorperioden zu einer Gegenbewegung und damit zu einer steigenden Sparquote. Ein Rückgang der



Gesamtabhängigkeitsquote führt im Modell zu steigendem verfügbarem Einkommen und damit einer Zunahme der Sparquote. Der in den nächsten Jahren deutlich an Dynamik gewinnende Anstieg des Gesamtabhängigkeitsquotienten dürfte also zu einem „strukturellen“ Sinken der Sparquote in der Zukunft führen. Zinsänderungen haben einen Einfluss auf die Ersparnis, aber nur mit geringer statistischer Signifikanz. Dabei führen sinkende Zinsen in der Tendenz zu einer niedrigeren Sparquote.

Unser Zeitreihenmodell erklärt adjustiert 13,7% der Variabilität der Sparquote (Adj. R²) und schlägt somit naive, univariate und multivariate Zeitreihenbenchmarks mit und ohne Kointegration auf Grundlage des mittleren quadratischen Fehlers.

Vektor-Fehler-Korrekturmodell

14

Datum: 02/25/15 Zeit: 16:02
Zeitreihe (adjusted): 1981Q1 2014Q3
Beobachtungen: 135 nach Anpassungen

| | |
|--------------------------|---------------|
| Kointegrationsbeziehung: | KointEq1 |
| KONSUM(-1) | 1 |
| EINKOMMEN(-1) | -0,961557 *** |
| C | 21,15482 |

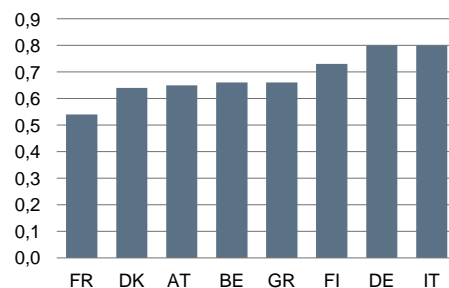
| Error Correction: | D(KONSUM) | D(EINKOMMEN) |
|--------------------------|--------------|--------------|
| KointEq1 | -0,123315 * | 0,239139 ** |
| D(KONSUM(-1)) | -0,154117 * | 0,188445 * |
| D(KONSUM(-2)) | -0,007641 | 0,18866 * |
| D(EINKOMMEN(-1)) | -0,088834 * | -0,284357 ** |
| D(EINKOMMEN(-2)) | -0,119621 * | -0,253235 ** |
| C | 2,131293 *** | 1,685128 *** |
| D(BUNDANLRENDITEN(-3)) | 0,289131 | -1,188021 * |
| D(BIP(-2)) | 0,687109 *** | 0,895057 ** |
| D(KONSUMENTENPREISE(-2)) | 1,088364 *** | 1,312078 ** |
| D(ALTERSQUOTIENT(-1)) | -0,80589 | 5,905022 *** |
| R ² | 17,2% | 21,6% |
| Adj. R ² | 11,25% | 15,98% |

*** = signifikant mit alpha=1%
** = signifikant mit alpha=5%
* = signifikant mit alpha = 10%
Quelle: Deutsche Bank Research

Deutsche sind risikoavers

15

Variabel: Risikoaversion



Quelle: "Risk preferences around the World" (M. Rieger, M. Wangy, T. Hensz), 26. Sep. 2013

Verhaltensökonomie: „Status quo bias“ und Risikoaversion

Sowohl die restriktiven „Homo Oeconomicus“-Annahmen¹⁰ der theoretischen Ansätze wie auch der rein quantitative Ansatz unseres Modells ignorieren die psychologische Komponenten der Sparentscheidung. Dabei ist die Sparentscheidung angesichts unvollständiger Informationen, begrenzter kognitiver Ressourcen, systematischer Entscheidungsfehler und der – aufgrund der häufig großen Zeitspanne zwischen Entscheidung und Ergebnis – eingeschränkten Möglichkeit, aus vergangenen Fehlern zu lernen, geradezu ein Musterbeispiel für den Einfluss verhaltensökonomischer Faktoren¹¹.

Gegen eine deutliche Reaktion der Sparquote auf die niedrigen Zinsen spricht der „status quo bias“, die Tendenz, im aktuellen Verhaltensmuster zu verharren. Das wie weiter oben dargestellt zu einem erheblichen Teil ex ante festgelegte

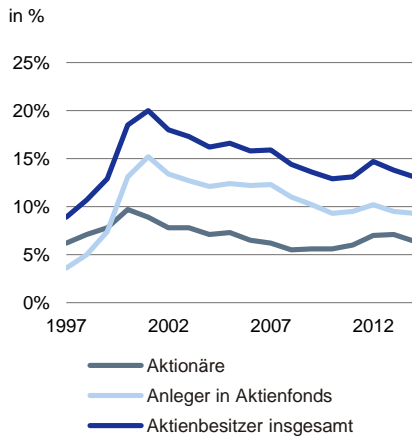
¹⁰ Schneider, Stefan (2010). Homo Oeconomicus oder doch eher Homer Simpson? Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen 480. 30. April 2010.

¹¹ Melissa A.Z. Knoll (2010). The Role of Behavioral Economics and Behavioral Decision Making in Americans' Retirement Savings Decisions.



Aktionäre und Besitzer v. Aktienfonds
in % der Gesamtbevölkerung

16



Quelle: Deutsches Aktieninstitut

Sparverhalten legt einen ähnlichen Schluss nahe. Der status quo bias ist in Situationen mit erhöhter Unsicherheit besonders ausgeprägt. Es ist zu vermuten, dass die unkonventionelle Geldpolitik, die für Nichtexperten immer schwieriger zu verstehen ist, und die Rolle der EZB im Rahmen der politischen Konflikte in der Eurozone bei durchschnittlichen Anlegern zu einem zunehmenden Attentismus geführt haben. Dieses Phänomen wird in der Verhaltensökonomie als „loss of competence“ beschrieben. Die hohe Risikoaversion deutscher Haushalte steht dabei wohl der von der Geldpolitik mit „Nullzinspolitik“ und „Quantitative easing“ beabsichtigten Reaktion, dem Portfolio-Rebalancing, entgegen. Damit ist die Umschichtung aus immer weniger rentierenden, risikoarmen (Termineinlagen, deutsche Staatsanleihen) in risikoreichere Anlagen gemeint. Obwohl bereits in 2014 die Zinsen auf Spareinlagen und die Renditen von deutschen Staatsanleihen auf Rekordtiefs gefallen sind und der Dax wie vielerorts erwartet weiter kräftig zugelegt hat, ist die Zahl der Deutschen, die direkt oder via Fonds Aktien besitzen, in 2014 um 500 000 und damit die Aktienquote auf 13,1% gesunken. Insbesondere der Anteil derjenigen mit direktem Aktienbesitz ist um rund 10% auf 4,1 Mio. (Quote 6,4%) gefallen¹². Allerdings könnte die Skepsis gegenüber dem Finanzsystem in Verbindung mit der Vielzahl der Berichte über steigende (boomende) Immobilienpreise zu einer größeren Nachfrage der Deutschen nach Immobilien führen. Dies würde zumindest die sogenannte „Verfügbarkeitsheuristik“ implizieren, nach der Nachrichten einen größeren Einfluss auf Entscheidungen gewinnen, wenn sie nur oft genug wiederholt werden. Allerdings deutet die aktuelle Wachstumsrate bei Hypothekenkrediten von knapp 3% gegenüber Vorjahr derzeit auf keine signifikante Verhaltensänderung hin. Leider ist es nicht beobachtbar, inwieweit der mittlerweile über Jahre anhaltende Rückgang des Zinsniveaus zu einer Anpassung des Referenzpunktes bei der Anlageentscheidung geführt hat. Der Referenzpunkt ist die subjektive Einschätzung, die aus Sicht des Anlegers die Grenze zwischen Gewinn und Verlust definiert. Nimmt man an, dass im Nullzinsumfeld Kapitalerhalt der neue Referenzpunkt für viele Anleger geworden ist, werden nach der „prospect theory“¹³ Kapitalverluste deutlich stärker empfunden als ein in im Wert gleicher Kapitalgewinn (Verlustaversion). Dies könnte erklären, warum sich Anleger mit Nullzinsen zufrieden geben, anstatt zu versuchen, mit riskanteren Anlagen eine höhere Rendite zu erzielen.

Fazit: Nur geringer Zinseinfluss – aber Sparquote wird aufgrund demografischer Gegebenheiten weiter sinken

Insgesamt können die ökonomischen Theorien zur Ersparnisbildung und zur Wirkung des Zinses empirisch nur teilweise bestätigt werden, Umfragen oder verhaltensökonomische Ansätze liefern auch keine eindeutigen Hinweise für die Wirkung der Nullzinsen auf die Sparquote der privaten Haushalte. Unser Modell findet zwar einen schwach negativen Zusammenhang, ist aber aufgrund der VAR-Methodik kaum für Prognosen über einen längeren Zeitraum geeignet. Zudem könnte der Zusammenhang zwischen Zins und Sparverhalten in der Nähe der Nulllinie nicht-linear sein. Am aktuellen Rand könnte aber der Rückgang der Inflationsrate aufgrund des Pigou-Effektes zu einem weiteren temporären Absinken der Sparquote führen. Zudem dürften die wohl auf Jahre relativ kräftigen Wohnungsbauinvestitionen der privaten Haushalte zusammen mit weiter steigenden Preisen über entsprechende Abschreibung weiter Druck auf die Nettosparquote ausüben. In der mittleren Frist dürfte das Entsparen der dann aus dem Erwerbsleben ausgeschiedenen Babyboomer zu einem weiteren deutlichen Rückgang der Sparquote führen. Zusammenfassend kann man vermuten, dass diejenigen, die einen Rückgang der deutschen Sparquote infolge

¹² Deutsches Aktieninstitut (2014). Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstitutes 2014.

¹³ Daniel Kahnemann (2011). Thinking, fast and slow.



der Nullzinspolitik der EZB prognostizieren, wohl recht behalten, „but for the wrong reasons“.

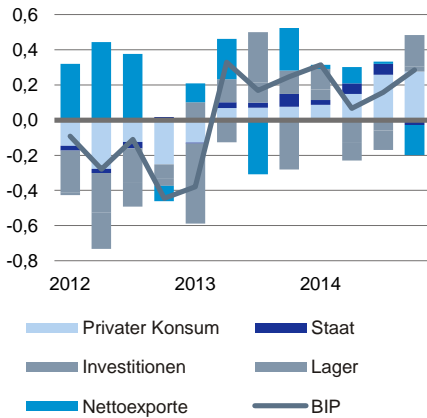
Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)
Niels Wesselhoeft



BIP-Wachstum wieder bei 0,3% in Q4 2014

1

Eurozone: BIP-Wachstum und Beiträge zum BIP-Wachstum (%-Punkte)



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

EZB Quantitative Easing (QE): Keine Zweifel

- Wir erwarten, dass sich die Fragen während der EZB-Presskonferenz am 5. März hauptsächlich mit der technischen Umsetzung des QE beschäftigen. Wir glauben allerdings nicht, dass technische Details das Vertrauen der Märkte in die Europäische Zentralbank untergraben werden. Die Ankündigung der EZB im Januar hat die schon optimistischen Markterwartungen sogar übertroffen. Sie hat damit ihr „whatever it takes“ aufpoliert und wir erwarten, dass sie liefern wird.
- Nicht weniger interessant dürfte die Konjunkturschätzung des Rates sein. Die Erholung scheint an Kraft zu gewinnen, nicht zuletzt dank der gefallen Ölpreise. Aber die Nachhaltigkeit der konjunkturellen Erholung ist weiter fraglich. Marktbasierende Inflationserwartungen haben sich verbessert, aber noch lange nicht normalisiert. Die EZB hat sich für QE aus Sorge vor Zweitrundeneffekten bei der Inflation entschieden. Diese Sorgen bestehen nach wie vor.
- Der EZB-Rat sollte über die Wirkung der QE-Ankündigung auf die Finanzmärkte erfreut sein. Die Abschwächung des Euro ist erheblich und auch der Rückgang der Zinsen, nicht zuletzt für Staatsanleihen, ist bemerkenswert. Der EZB-Rat ist überzeugt, dass mit der Ausweitung der EZB-Bilanz weitere Verbesserungen eintreten werden. Es wird allerdings einige Monate dauern, bevor die EZB diese „quantitativen“ – im Gegensatz zu den rein preislichen – Verbesserungen beurteilen kann. Falls es zu keinen weiteren Schocks kommt, wird die EZB also zunächst einmal eine abwartende Haltung einnehmen.

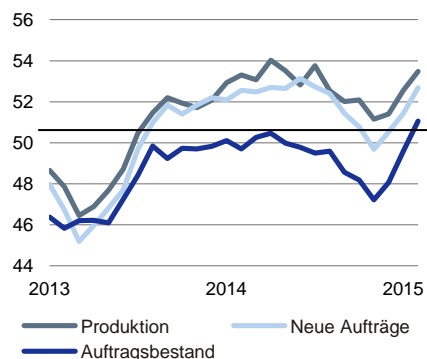
Einführung

Die Fragen während der EZB-Presskonferenz am 5. März dürften sich hauptsächlich mit der technischen Umsetzung von QE beschäftigen. Beginn, Koordination, die Struktur der Benchmark für die Käufe oder auch die potentiellen Verkäufer der Anleihen sind nur einige der offenen Fragen. In den Kernländern sind seit Beginn der Krise Käufer aus Ländern außerhalb der Eurozone, insbesondere staatliche Vermögensfonds, sehr aktiv gewesen. In den Peripherieländern dagegen waren inländische Banken die wichtigsten Käufer. Ob die Europäische Zentralbank tatsächlich EUR 60 Mrd. pro Monat aufkaufen kann, ist auch von der konjunkturellen Entwicklung abhängig. Bei einer guten konjunkturellen Entwicklung könnten die Banken bereit sein, einmalige Verkaufserlöse zu realisieren und die gewonnene Liquidität zur Kreditvergabe zu nutzen.

PMI zeigt 0,4% gg. Vq. BIP-Wachstum in Q1 2015

2

Eurozone zusammengesetzte PMI Indizes



Quellen: Deutsche Bank Research, Markit

Steigende Wachstumserwartungen

Das Konjunkturbild in der Eurozone hat sich aufgehellt. Wir haben unsere Wachstumsprognose für 2015, nicht zuletzt wegen der deutlich besser als erwarteten Entwicklung in Deutschland, angehoben. Seit der letzten geldpolitischen Sitzung der EZB sind die Zahlen für das BIP-Wachstum der Eurozone im vierten Quartal veröffentlicht worden. Mit 0,3% gegen Vorquartal war dies nicht berauschend, aber der positive Trend hat sich weiter fortgesetzt. Die Einkaufsmanagerindizes für Februar deuten eine weitere Beschleunigung des BIP-Wachstums auf 0,4% in Q1 an. Die EZB hat zwar diese konjunkturellen Verbesserungen zur Kenntnis genommen, hat aber auf ihrer Sitzung am 22. Januar einige Vorbehalte geäußert: die hohe Arbeitslosigkeit, die niedrige Auslastung der Kapazitäten und die Erwartung einer weiteren Konsolidierung der Bilanzen. Wir sehen diese auch als Belastungsfaktoren für die konjunkturelle Entwicklung an, allerdings scheinen sie zuletzt etwas am Gewicht verloren zu haben.

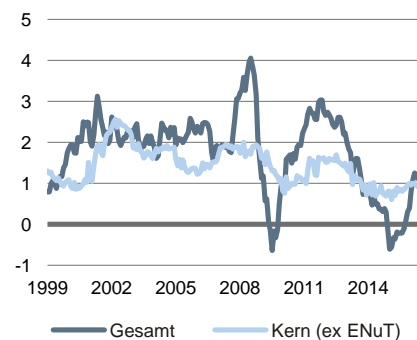


Ausblick Deutschland

HVPI Inflation sollte am Tiefpunkt sein

3

Eurozone HVPI Inflation, % gg. Vj.



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

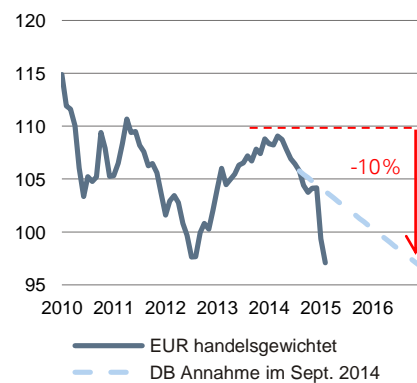
Die Inflation wird bald ihren Tiefpunkt durchschreiten

Seit diesem Jahr veröffentlicht die EZB sogenannte „accounts“ zu den geldpolitischen Sitzungen des Rates. Diese zeigen die Sorgen vor Zweitrundeneffekten in der Ratssitzung vom 22. Januar. Das Direktorium war der Meinung, dass diese Entwicklungen von der Geldpolitik nicht ignoriert werden sollten. Der Rat attestierte ebenfalls das Risiko von Zweitrundeneffekten. Einerseits könnten Rigiditäten beispielsweise bei Lohnindexierung, die negative Inflationsraten nicht berücksichtigen, diese Risiken reduzieren. Dagegen standen der Rückgang der Inflationserwartungen, die Länge der Periode mit schwacher Inflationsentwicklung und zuletzt die negativen Inflationsraten, die den Rat dazu bewegen haben, die Möglichkeit von Zweitrundeneffekten – trotz der Unsicherheiten – als ein wichtiges Abwärtsrisiko einzuschätzen.

Handelsgewichteter Euro fiel um 10%

4

EUR handelsgewichteter Index



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Wirkung von QE: EZB sollte über den schwächeren Euro und die niedrigeren Zinsen erfreut sein

In unseren früheren Einschätzungen haben wir unterstellt, dass eine Ausweitung der EZB-Bilanz um EUR 1 Bill. zu einem Rückgang des handelsgewichteten Euro-Wechselkurses um 10% passt. Tatsächlich ist der Euro aber kräftiger gefallen. Seit seinem Höchststand im März 2014 ist der handelsgewichtete Euro um 12% gesunken. Zwar dürften dabei auch andere Gründe eine Rolle gespielt haben, beispielsweise die starke US-Konjunktur oder die Entscheidung der SNB, den CHF nicht länger bei 1,20 zu verteidigen, aber es dürfte auch ein erheblicher Teil der geplanten Bilanzausweitung der EZB eingepreist sein. Selbst wenn man nur die Hälfte der üblichen Elastizitäten unterstellt, dürfte der EUR-Rückgang das BIP-Wachstum um 0,3 bzw. 0,5 Prozentpunkte in den Jahren 2015 und 2016 erhöhen. Der Effekt auf die Inflationsrate sollte 0,1 bzw. 0,3 Prozentpunkte betragen.

Zudem sind die Zinsen gefallen, was zu einer erheblichen Verbesserung der staatlichen Finanzierungsbedingungen geführt hat. Die EU-Kommission schätzt, dass die staatlichen Zinsausgaben 2015 um 0,6 Prozentpunkte des BIP niedriger als 2014 liegen sollten. Zuletzt hat sich auch der Rückgang bei den Zinsen für Unternehmenskredite beschleunigt. Es bleiben allerdings Fragen bezüglich der Reaktion der Kreditnachfrage auf die gesunkenen Kreditkosten. Der Schuldenabbau im privaten Sektor ist nur schleppend vorangekommen. Dies dürfte auch den Effekt der TLTROs begrenzt haben. Allerdings zeigt das letzte Bank lending survey einen Anstieg der Kreditnachfrage, insbesondere für Ausrüstungsinvestitionen, und macht damit Hoffnung, dass die Kreditnachfrage wieder zinsreagibler geworden sein könnte.

Prognose des EZB-Stabes: Fokus auf die Inflationsschätzung für 2017

Wie wir schon in der Vergangenheit festgestellt haben, weichen die Prognosen des EZB-Stabes üblicherweise nicht zu sehr von den Marktprognosen ab. Daher könnten die Stabsprognosen für das BIP um 0,1-0,2 Prozentpunkte angehoben werden. Die erste BIP-Schätzung für 2017 sollte um 1,6% liegen. Die Inflationsprognose für 2015 sollte angesichts der jüngsten Energiepreisentwicklung deutlich nach unten korrigiert werden. Die Prognose für 2016 dürfte bestenfalls um 0,1 Prozentpunkte nach unten angepasst werden.

Die spannende Frage ist die Inflationsprognose für 2017. Die Erwartung im Rahmen des letzten Survey of Professional Forecasters lag bei 1,5%. Der Bloomberg Konsensus steht bei 1,4%. Falls der Stab für 2017 immer noch ein unterschreiten des „EZB-Zieles“ um nahezu einen halben Prozentpunkt prog-



nostiziert, wäre dies angesichts des breit angelegten QE-Programms und der deutlichen Abwertung des Euros kein Vertrauensbeweis der EZB in ihre eigene Politik. Wir erwarten daher eine leicht höhere Stabsprognose knapp unter 1 ¾%.

DB-Erwartungen für EZB-Prognose

5

| | Datum | BIP, % | | | | HVPI, % | | | |
|--------------------------------------|------------|--------|-------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|
| | | 2014 | 2015P | 2016P | 2017P | 2014 | 2015P | 2016P | 2017P |
| EZB-Prognose (Dez. '14) | 04. Dez 14 | 0,8 | 1,0 | 1,5 | n/a | 0,5 | 0,7 | 1,3 | n.v. |
| IMF WEO | 20. Jan 15 | 0,8 | 1,2 | 1,4 | 1,7 | 0,5 | 0,9 | 1,2 | 1,4 |
| Survey of Prof. Forecasters | 23. Jan 15 | 0,8 | 1,1 | 1,5 | 1,7 | 0,5 | 0,3 | 1,1 | 1,5 |
| Deutsche Bank | 30. Jan 15 | 0,8 | 1,3 | 1,6 | n.v. | 0,5 | -0,2 | 1,2 | n.v. |
| European Commission | 05. Feb 15 | 0,8 | 1,3 | 1,9 | n.v. | 0,4 | -0,1 | 1,3 | n.v. |
| Consensus Economics | 09. Feb 15 | 0,8 | 1,2 | 1,6 | n.v. | 0,5 | -0,1 | 1,1 | n.a. |
| Bloomberg consensus | 24. Feb 15 | 0,8 | 1,2 | 1,6 | n.v. | 0,4 | 0 | 1,2 | 1,4 |
| EZB-Prognose, März 2015 | | | | | | | | | |
| -- DB-Erwartungen für EZB-Prognose | | 0,8 | 1,2 | 1,6 | 1,6 | 0,5 | -0,1 | 1,3 | 1,6/1,7 |
| -- Veränderung zur Dez. '14 Prognose | | 0,0 | 0,2 | 0,1 | n.v. | 0,0 | -0,8 | 0,0 | n.v. |

Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Schlussfolgerung

Die Europäische Zentralbank wird sicherlich die verbesserten Konjunkturaussichten attestieren, aber die Erholung ist noch lange nicht nachhaltig. Die Verbesserung der marktbasierenden Inflationserwartungen befindet sich noch in ihren Anfängen. Daher erwarten wir, dass sowohl das Statement als auch Draghis Ausführungen zu 100% hinter den Ankündigungen vom Januar stehen.

Wir erwarten nicht, dass der Einlagenzinssatz weiter abgesenkt wird. Diese Frage ist zuletzt angesichts der deutlich negativen Zentralbankzinsen in einigen europäischen Ländern aufgekommen. Allerdings waren dies unseres Erachtens Reaktionen auf die Politik der EZB und implizieren damit keine Gegenreaktion der EZB. Überdies könnte ein weiterer Rückgang der Einlagenzinsen den Erfolg der TLTROs und des QE gefährden. Ohnehin ist es viel zu früh, über eine weitere Lockerung der EZB-Politik zu spekulieren. In unserer Basisprognose erwarten wir keine weitere Lockerung. Sollte sie dennoch notwendig werden, so dürfte sie wohl nicht über zunehmend negative Notenbankzinsen erfolgen.

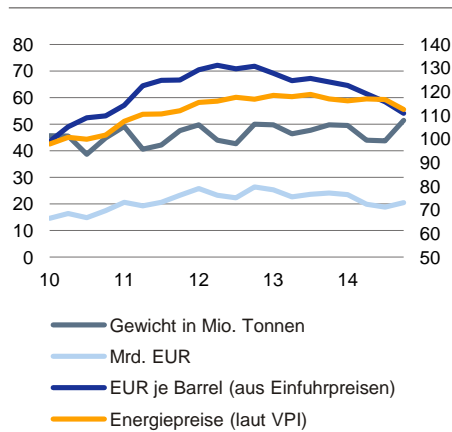
Mark Wall (+44 20 754-52087, mark.wall@db.com)

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



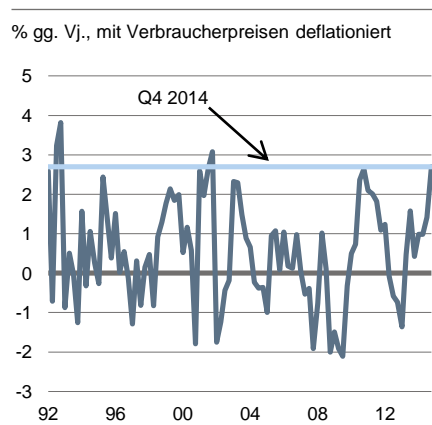
Grafik des Monats

Einfuhr von Erdöl und Erdgas



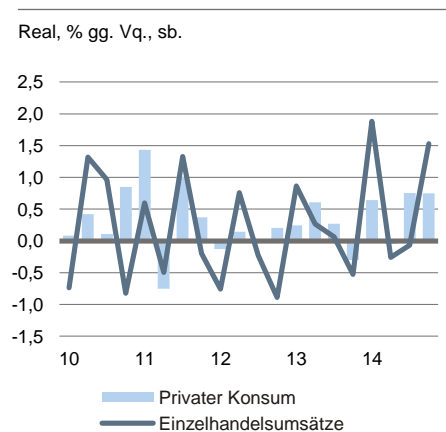
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Reale verfügbare Einkommen



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Stärkstes 2-Quartals-Plus seit 2010



Quelle: Statistisches Bundesamt

Ölpreisverfall treibt reale Einkommen und Konsum

Der massive Ölpreisverfall erweist sich nunmehr deutlich als „Konjunkturprogramm“ für die ölimportierenden Länder. In Euro gerechnet wurde der Ölpreis von Q2 2013 bis Q2 2014 relativ konstant bei rd. EUR 74 je Barrel gehandelt. In Q3 2014 fiel er zunächst auf EUR 67 und im Schlussquartal sogar auf unter EUR 50 – ein Rückgang um insgesamt über 30%. Die disinflationäre Wirkung trug auch dazu bei, dass etwa 20 Zentralbanken in letzter Zeit ihre Geldpolitik gelockert haben.

Der Ölpreis sorgte dafür, dass die deutsche Ölrechnung in den letzten drei Quartalen etwa EUR 4 Mrd. pro Quartal bzw. 20% niedriger ausfiel – immerhin 0,5% des BIPs eines Quartals. Während die Importrechnung in den zwei Jahren vor dem Rückgang im Schnitt EUR 24 Mrd. pro Quartal betrug, waren es in den letzten 3 Quartalen EUR 20 Mrd. und das trotz der in Q4 deutlich gestiegenen Importvolumina (in Tonnen).

Die Erleichterung bei den Einfuhrpreisen begann zwar schon in Q2 2014. An die Konsumenten wurde der Vorteil aber erst im letzten Quartal richtig weitergegeben, wenn man die Entwicklung der Energiepreise auf Konsumentenebene zugrunde legt. Diese fielen in Q4 um 3,6% gg. Vq. Energie steht für etwa 10% des typischen Warenkorb der deutschen Konsumenten. Damit standen den Konsumenten 0,4% ihrer nominalen Ausgaben für andere Konsumzwecke zur Verfügung. Der ohnehin kräftige Anstieg der verfügbaren Einkommen wurde durch die fallenden Energiepreise in realer Rechnung auf 1,3% gg. Vq (2,7% gg. Vj.) erhöht – höchster Wert seit 2006 (bzw. 2001). Der reale private Konsum legte dadurch das zweite Quartal in Folge um 0,8% gg. Vq. zu. Damit war es der stärkste Zwei-Quartalszeitraum seit Ende 2010. Zudem zeigten die Einzelhandelsumsätze die zweithöchste Wachstumsrate der letzten 20 Jahre.

Wir gehen davon aus, dass der (reale) Konsum auch Anfang 2015 Impulse vom Ölpreis erhält. So lag der Ölpreis im bisherigen Quartalschnitt trotz Stabilisierungstendenzen noch einmal 25% unter dem niedrigen Q4-Niveau. Dies dürfte das Wachstum des realen Konsums zusammen mit der anhaltend guten Arbeitsmarktlage stützen. Zudem dürfte die Sparquote nach ihrem ungewöhnlichen Sprung in Q4 – sie stieg auf 9,8% nach 9,1% im Schnitt der 2 Jahre zuvor – wieder fallen.

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



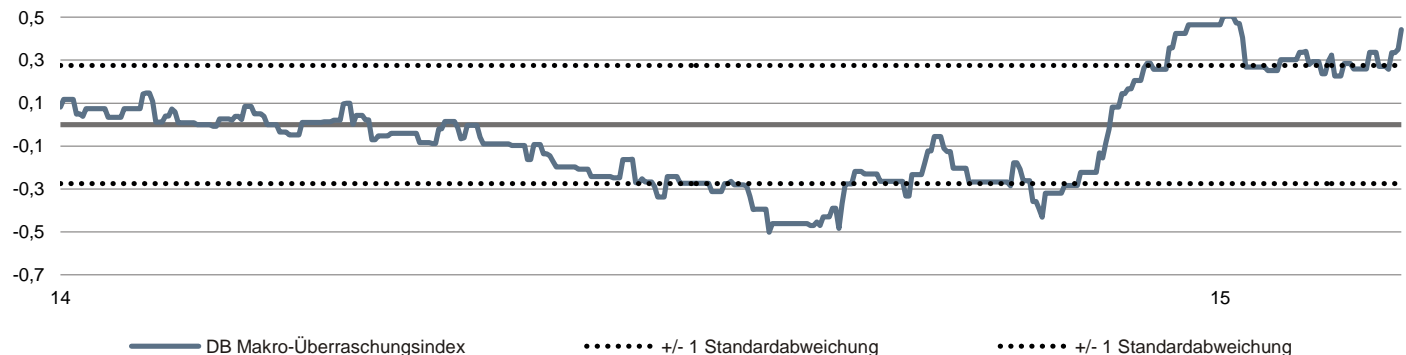
Ausblick Deutschland

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.¹⁴

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 |
|------------------|--|---------------|------------------------|----------------|---------------------|--------------|------------------------------|--------------|
| GRZEWI Index | ZEW - Konjunktur (Erwartungen) | 1 2015 | 20.01.15 | 48,4 | 40,0 | 8,4 | 1,0 | 0,8 |
| 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 |
| GRUECHNG Index | Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.) | 1 2015 | 29.01.15 | -10,0 | -10,0 | 0,0 | -0,2 | 0,4 |
| GRFRIAMM Index | Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.) | 12 2014 | 30.01.15 | 0,6 | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 0,7 |
| MPMIDEMA Index | PMI Verarbeitendes Gewerbe | 1 2015 | 02.02.15 | 50,9 | 51,0 | -0,1 | -0,1 | 0,4 |
| MPMIDESA Index | PMI Dienstleistungssektor | 1 2015 | 04.02.15 | 54,0 | 52,7 | 1,3 | 1,4 | 0,9 |
| GRIORTMM Index | Auftragseingänge (% gg. Vm.) | 12 2014 | 05.02.15 | 4,2 | 1,5 | 2,7 | 1,2 | 0,9 |
| GRIPIMOM Index | Industrieproduktion (% gg. Vm.) | 12 2014 | 06.02.15 | 0,1 | 0,4 | -0,3 | -0,2 | 0,4 |
| GRCAEU Index | Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.) | 12 2014 | 09.02.15 | 25,3 | 20,8 | 4,5 | 1,0 | 0,8 |
| GRCP20YY Index | VPI (% gg. Vj.) | 1 2015 | 12.02.15 | -0,4 | -0,3 | -0,1 | -0,3 | 0,2 |
| GRZECURR Index | ZEW - Konjunktur (Situation) | 2 2015 | 17.02.15 | 45,5 | 30,0 | 15,5 | 2,1 | 1,0 |
| GRZEWI Index | ZEW - Konjunktur (Erwartungen) | 2 2015 | 17.02.15 | 53,0 | 55,0 | -2,0 | -0,2 | 0,4 |
| MPMIDEMA Index | PMI Verarbeitendes Gewerbe | 2 2015 | 20.02.15 | 50,9 | 50,9 | 0,0 | 0,0 | 0,5 |
| MPMIDESA Index | PMI Dienstleistungssektor | 2 2015 | 20.02.15 | 55,5 | 55,5 | 0,0 | 0,0 | 0,5 |
| GRIFPBUS Index | ifo Geschäftsklimaindex | 2 2015 | 23.02.15 | 106,8 | 107,7 | -0,9 | -0,8 | 0,2 |
| GRGDPPGQ Index | BIP (% gg. Vq.) | 12 2014 | 24.02.15 | 0,7 | 0,7 | 0,0 | -0,1 | 0,3 |
| GRUECHNG Index | Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.) | 2 2015 | 26.02.15 | -20,0 | -10,0 | 10,0 | 0,2 | 0,6 |
| GRCP20YY Index | VPI (% gg. Vj.) | 2 2015 | 27.02.15 | 0,1 | -0,3 | 0,4 | 2,5 | 1,0 |
| GRIMP95Y Index | Importpreise (% gg. Vj.) | 1 2015 | 27.02.15 | -4,4 | -4,6 | 0,2 | 0,5 | 0,8 |

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

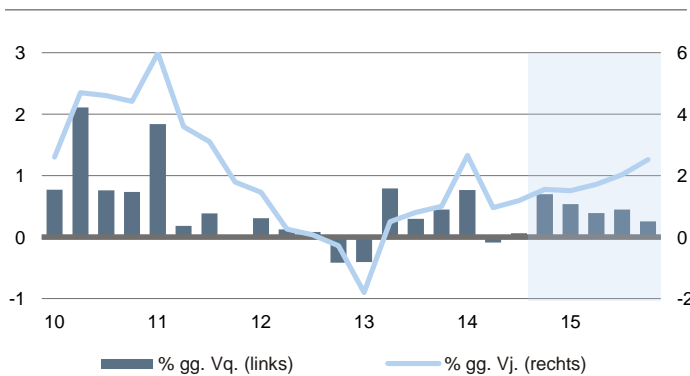
¹⁴ Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



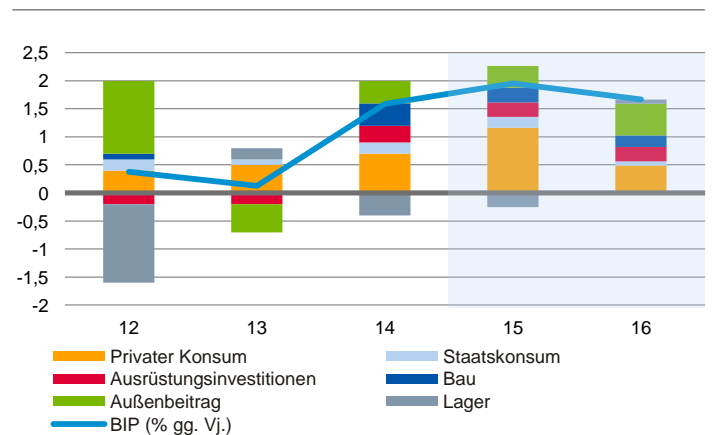
Chartbook – Gesamtwirtschaft

- Das Wachstum der deutschen Wirtschaft beschleunigte sich im vierten Quartal deutlich (0,7% gg. Vq.). Dies war das höchste Wachstum unter den großen Industrieländern. Im Jahresdurchschnitt 2014 expandierte das BIP um 1,6%, 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 2,4%. 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 und deuten auf ein Q1 Wachstum von etwa ½% gg. Vq. Der Einbruch der Ölpreise und die kräftige Abwertung des Euro wirken günstig auf die deutsche Konjunktur. Dämpfend wirken jedoch die anhaltenden geopolitischen Risiken (vor allem die Ukraine-Russland-Krise). Der ifo-Index stieg im Februar den vierten Monat in Folge. Die Einschätzung der Einkaufsmanager verbesserte sich zuletzt deutlich. Dies ging ausschließlich auf eine Verbesserung im Dienstleistungsindex zurück.
- Durch das höhere Ausgangsniveau für das Jahr 2015 in Folge des Q4-Wachstums, den Verfall des Ölpreises und der Abwertung des EUR haben wir unsere Wachstumsprognose für 2015 nach oben revidiert. Wir erwarten jetzt ein Wachstum der deutschen Wirtschaft von 2,0% für 2015 und 1,7% im Jahr 2016.

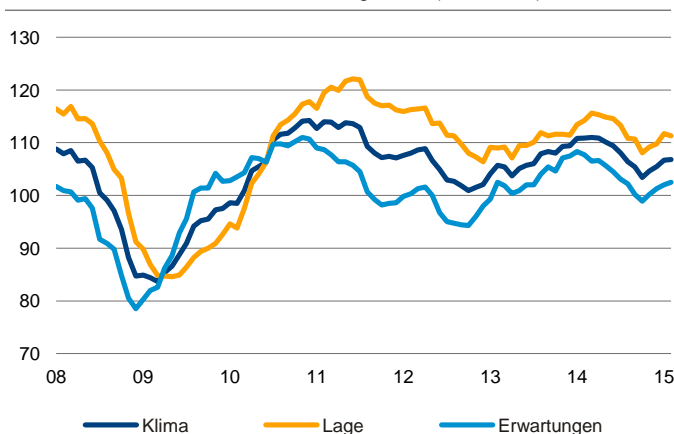
Entwicklung des realen BIP



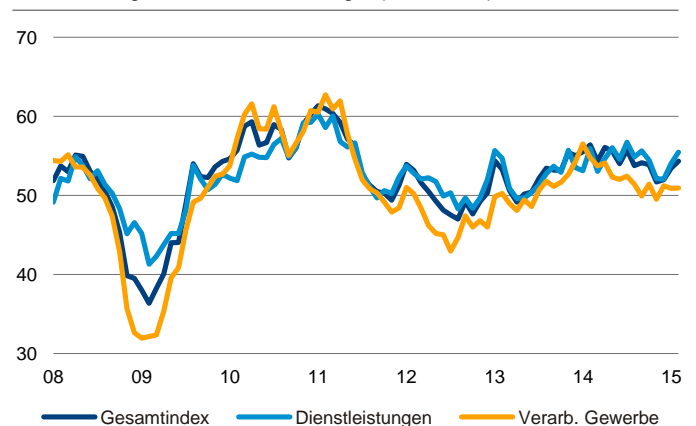
Beitrag zum realen BIP-Wachstum (%-Punkte)



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



Einschätzungen der Einkaufsmanager (PMI, Index)



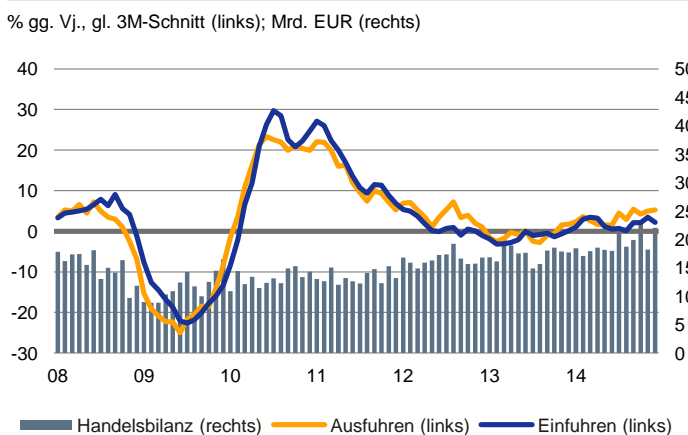
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research



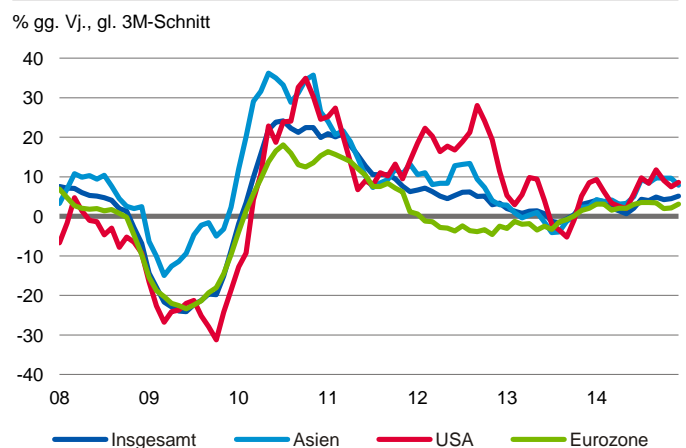
Chartbook – Außenhandel

- Die Außenhandelszahlen überraschten im Dezember positiv. Die Exporte stiegen um 4% gg. Vm. und erhöhten die volatile Veränderungsrate gegenüber dem Vorjahr auf fast 10%. Infolge der Schwäche bei den Ölpreisen gingen die Importe um 0,2% gg. Vm. zurück (4% gg. Vj.). Der Handelsbilanzüberschuss stieg auf EUR 22 Mrd.
- Der laufende 3-Monatsdurchschnitt des Exportwachstums lag bei 5% gg. Vj. Die Nachfrage aus Asien und den USA bleibt hoch und die Ausfuhren dorthin liegen 9% (gleitender 3M-Schnitt) bzw. 8% über dem Vorjahresniveau. Die Exporte in die EWU (+3% gg. Vj.) bremsen dagegen.
- Nach Sektoren stieg die Ausfuhr von Automobilen mit 8% 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 stiegen mit rund 6% gg. Vj. Dahinter folgten Maschinenbau (+1,5%), Chemie (+0,6%) und das Metallgewerbe (-0,2%).
- Die Frühindikatoren für den Außenhandel stiegen im Februar, blieben aber 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.

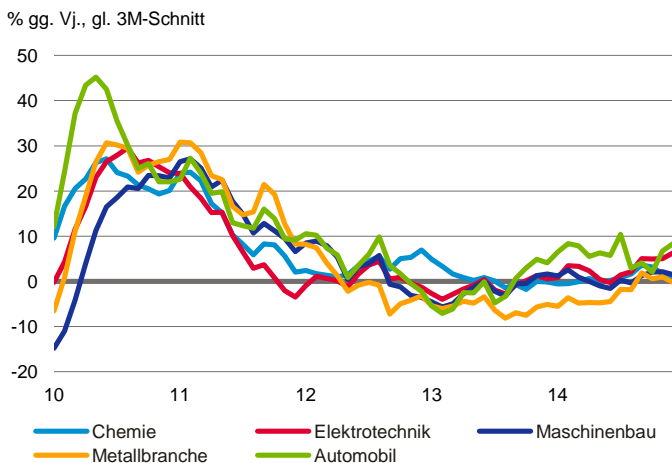
Warenhandel



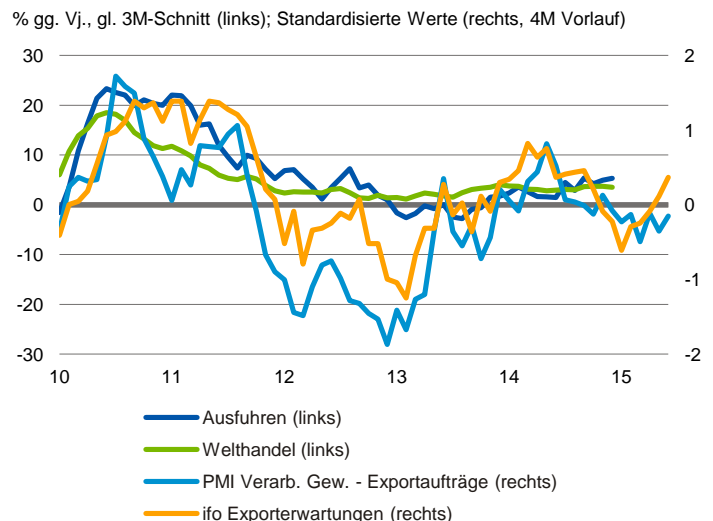
Deutsche Ausfuhren nach Regionen



Ausfuhren nach Sektoren



Ausfuhren und Frühindikatoren



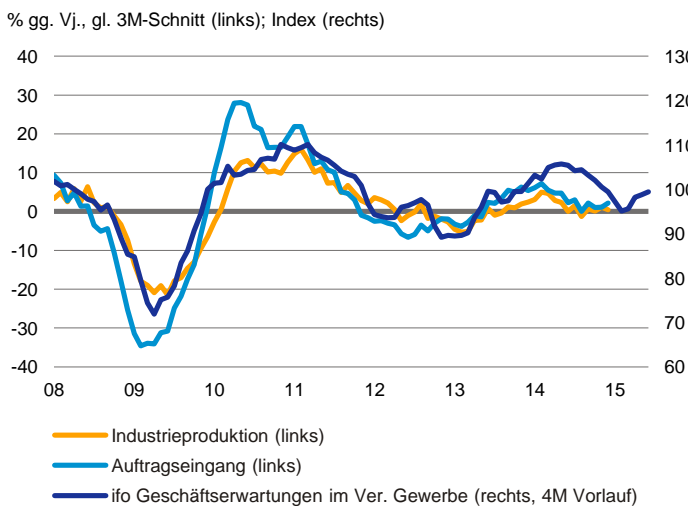
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research, CPB



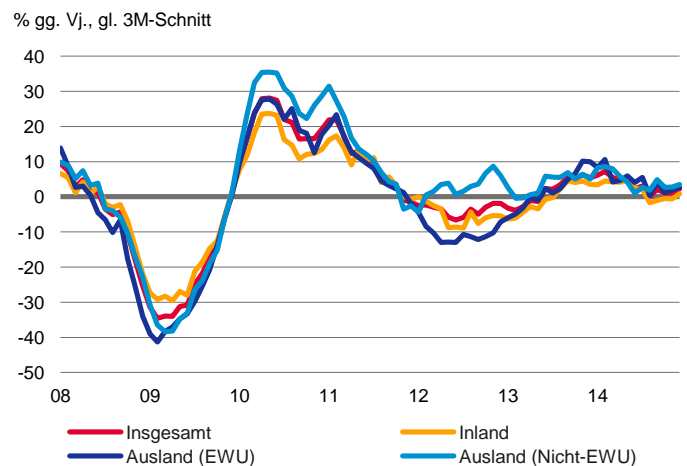
Chartbook – Industrie

- Die Industrieproduktion enttäuschte im Dezember mit dem nur leichten Anstieg um 0,1% gg. Vm. Der deutliche Rückgang im Bausektor (-2,9%) überdeckte aber die positive Dynamik im Verarbeitenden Gewerbe, in dem die Produktion den vierten Monat in Folge stieg.
- Die Verbesserung des ifo-Index und des PMI für das Verarbeitende Gewerbe sowie der weitere Anstieg der Kapazitätsauslastung deuten auf eine Fortsetzung der Erholung in der Industrie. Auf dem jetzigen Niveau der Indikatoren dürfte das Wachstum der Industrieproduktion in Q1 aber noch relativ schwach ausfallen.
- Die Industrieproduktion in Deutschland dürfte im Verlauf von 2015 nach oben tendieren. Wichtige Treiber sind der schwache Euro sowie niedrigere Ölpreise. Wir rechnen für 2015 mit einem Anstieg der realen Produktion um 1,5% (2014: +1,9%). 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 (+0,8%) 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 2,5% im letzten Jahr. Die Metallindustrie dürfte 2015 um gut 1% wachsen (2014: +3,2%). Die Chemieproduktion dürfte 2015 ihre Fertigung zwar um 1,5% ausweiten, damit würde sie jedoch nicht die Verluste von 2014 (-2,9%) ausgleichen. Die Produktion im Ernährungsgewerbe könnte 2015 um real etwa 0,5% steigen (2014: +0,1%).

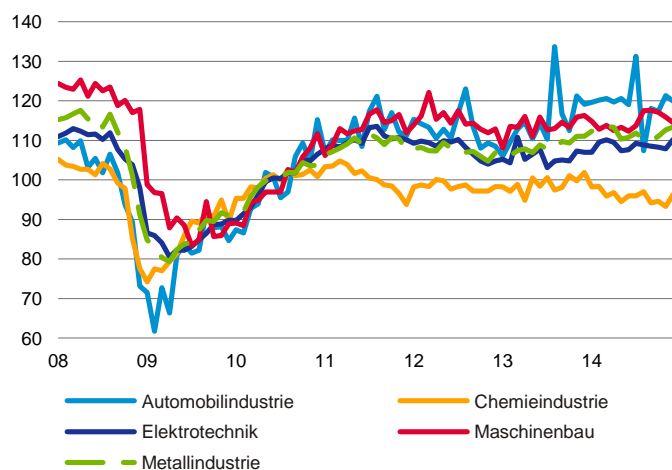
Industrieproduktion, Auftragseingang & ifo-Erwartungen



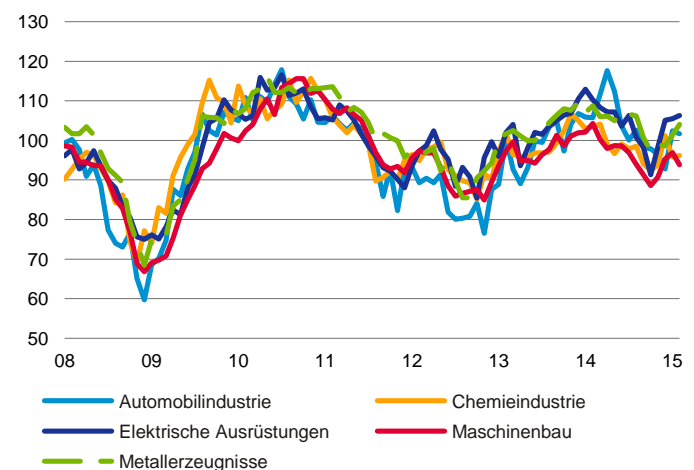
Auftragseingang nach Ursprung



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



ifo Geschäftserwartungen der größten Industriebranchen (2005=100)



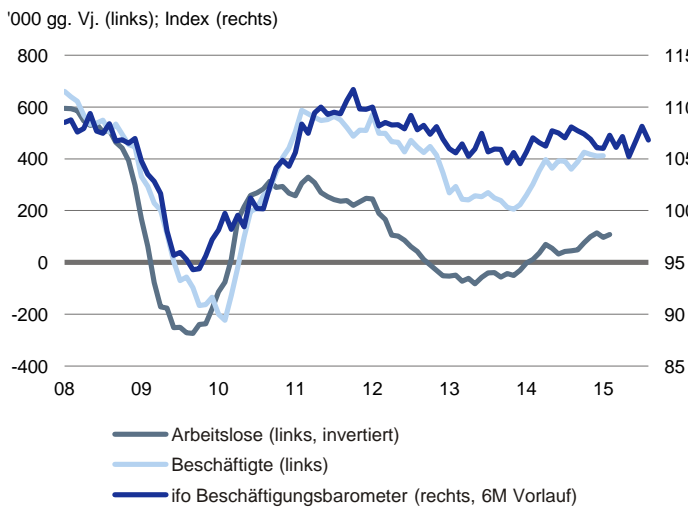
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo



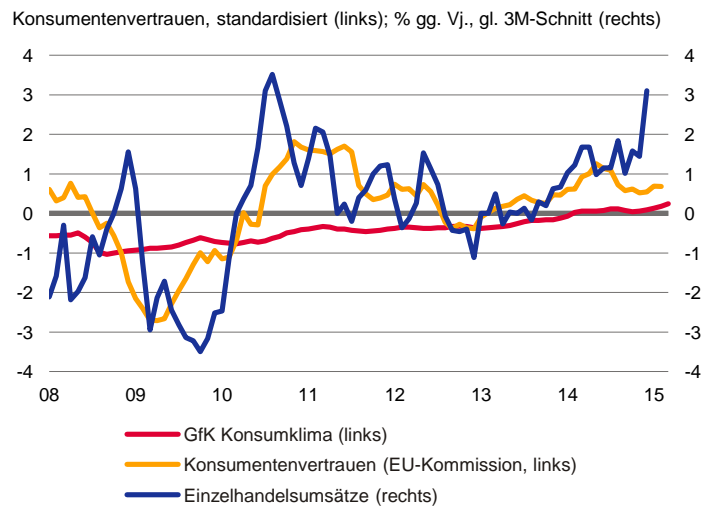
Chartbook – Inländische Nachfrage

- Der deutsche Arbeitsmarkt zeigte auch im Februar weiter Stärke. Die Arbeitslosigkeit fiel erneut (-20 Tsd. gg. Vm.). Das weiter kräftige Beschäftigungswachstum 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 um 0,6% gg. Vm. Allerdings war das der dritte Anstieg in Folge, wodurch die Umsätze im 4. Quartal 2014 1,5% 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 Arbeitstageffekt zu erklären. Die Umsätze stiegen 2014 um 1,5% und damit stärker als der private Konsum (1,2%). Stimmungsindikatoren deuten auf einen anhaltenden moderaten Aufwärtstrend der Umsätze hin.
- Die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen dürften 2015 zum BIP-Wachstum beitragen. Für Q1 deuten die inländischen Investitionsgüterbestellungen und Kapazitätsauslastungen auf eine moderate Erholung der Ausrüstungsinvestitionen. Im weiteren Jahresverlauf dürften die Ausrüstungsinvestitionen dann anziehen und 2015 um 3,8% wachsen.
- Die Bauwirtschaft profitiert dank hoher Nettozuwanderung und steigender Einkommen von der zunehmenden Nachfrage nach Wohnraum. 2015 könnten die Bauinvestitionen 2,7% zulegen. Die monatlichen Indikatoren zum Bau haben zuletzt allerdings trotz robuster Unternehmensstimmung eher enttäuscht.

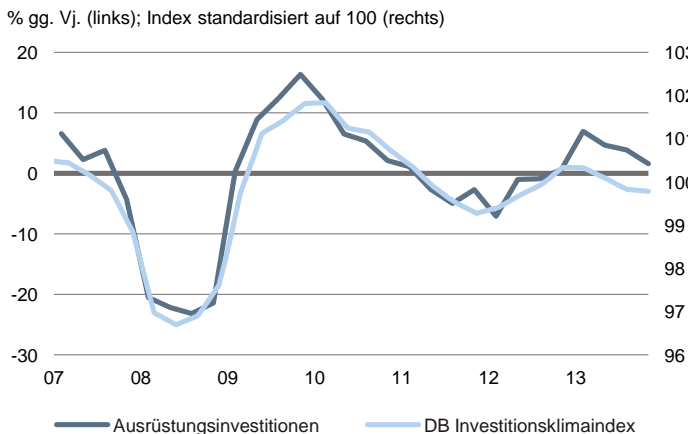
Arbeitslosigkeit, Beschäftigung und ifo Beschäftigungsbarometer



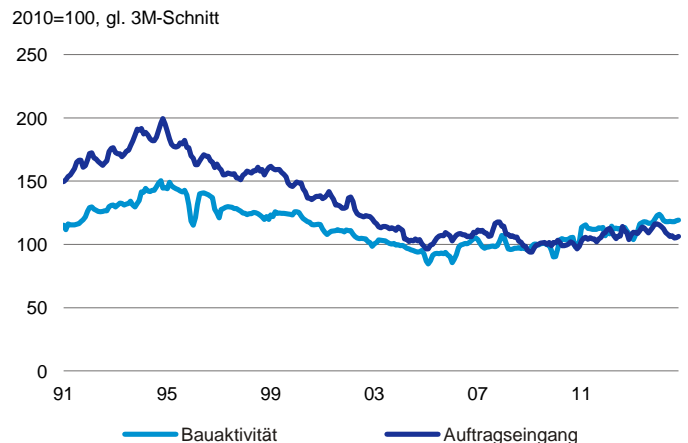
Einzelhandelsumsätze und Konsumentenvertrauen



Ausrüstungsinvestitionen und DB Investitionsklimaindex



Bauhauptgewerbe: Bauaktivität und Auftragseingang



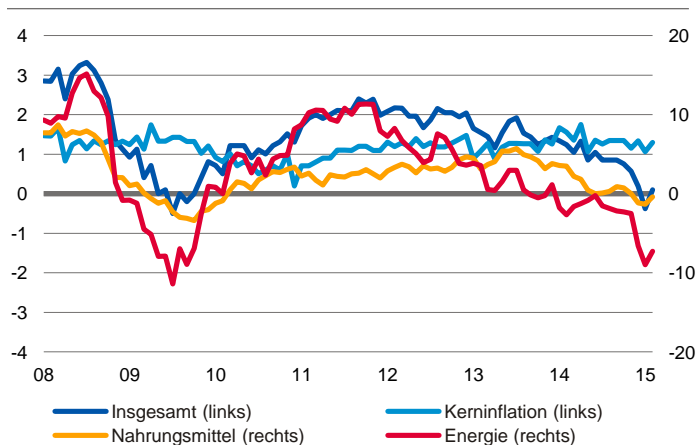
Quellen: Statistisches Bundesamt, GfK, EU-Kommission, ifo, Deutsche Bank Research



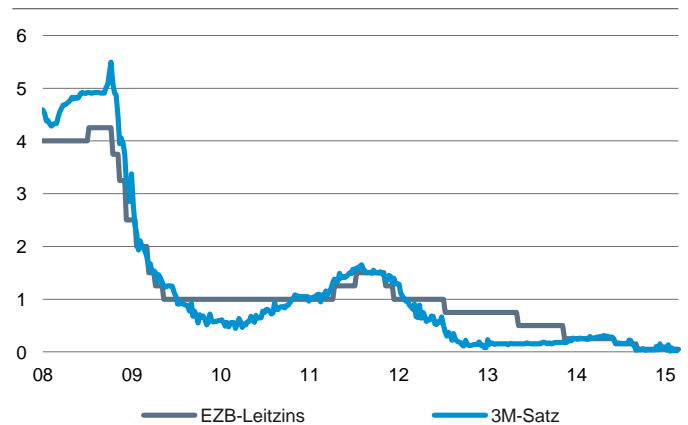
Chartbook – Finanzmärkte

- Nach einem kurzzeitigen Fall in den negativen Bereich hat sich die Inflation im Februar wieder erholt. Sie lag nach vorläufigen Angaben bei +0,1% gg. Vj. nach -0,4% im Januar. Dank der teilweisen Erholung des Ölpreises lagen die Energiepreise im Februar weniger stark unter Vorjahr als noch im Januar (-7,3% gg. Vj. gg. -8,4% zuvor). Den Nahrungsmittelpreisen erging es ähnlich (-0,4% nach -1,3% zuvor). Wie erwartet erholte sich die Kerninflation, nachdem sie im Januar auf 1,1% gefallen war. Sie dürfte dank der Normalisierung der volatilen Preise für Pauschalreisen auf 1,3% angestiegen sein. In den nächsten Monaten dürfte die Gesamtinflation wegen der anhaltend niedrigen Energiepreise nahe der Nulllinie verharren. Bei der Kerninflation könnten sich hingegen Effekte des Mindestlohns bemerkbar machen.
- 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 deutlich und liegt derzeit unter 0,4%. Der Renditeabstand zwischen den 10-jährigen US Treasuries und den Bunds lag zuletzt bei 1,8%-Punkten.

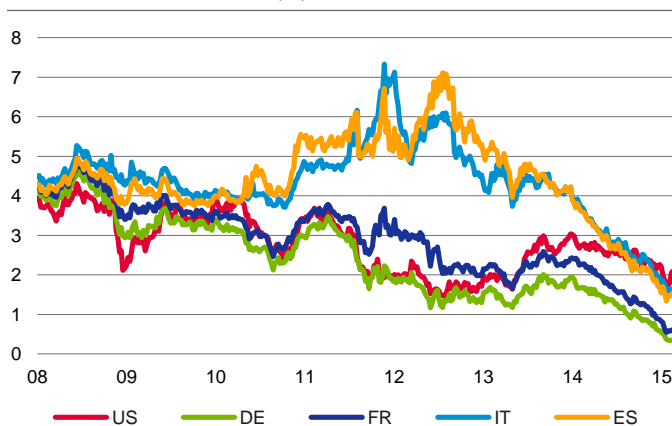
Verbraucherpreise (% gg. Vj.)



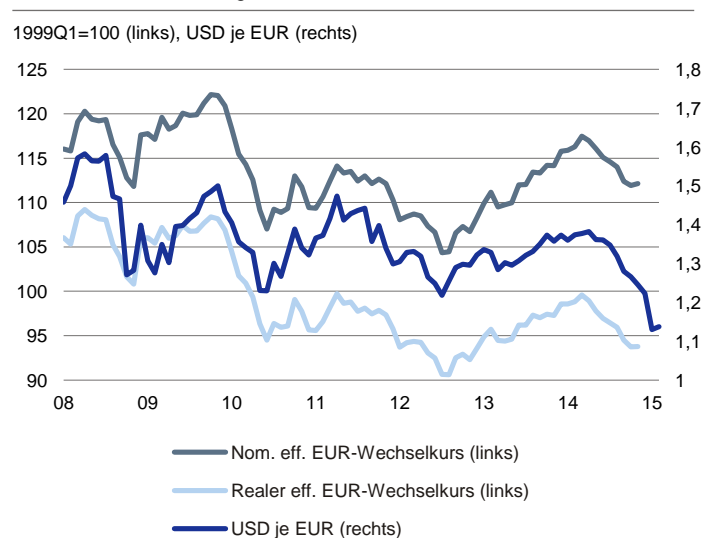
EWU: Leitzins und 3M-Satz (%)



Rendite 10J-Staatsanleihen (%)



Wechselkursentwicklung des Euro



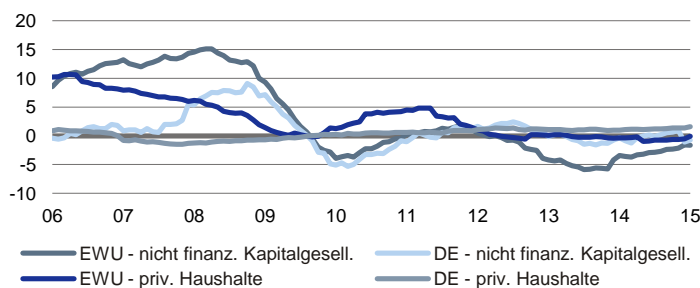
Quellen: Statistisches Bundesamt, EZB, Global Insight, Reuters



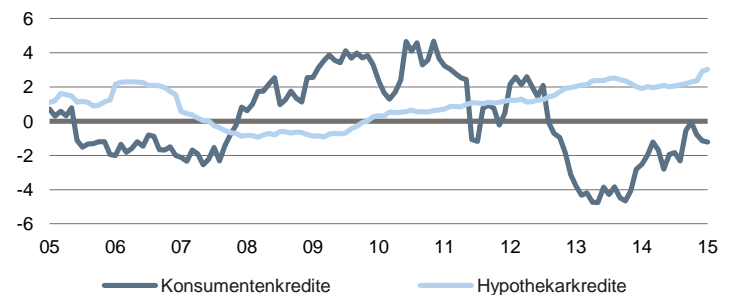
Chartbook – Kreditvergabe

- Die Kreditvergabe an Unternehmen in der Eurozone ist seit März 2012 rückläufig. Auch zum Jahresauftakt 2015 war ein leichter Rückgang zu verzeichnen (-1,6% gg. Vorjahr). Dennoch hat der Schrumpfungsprozess, der bereits im Verlauf des letzten Jahres schrittweise an Schärfe verlor, inzwischen ein vergleichsweise moderates Niveau erreicht (zum Vergleich: Jan. 2014 -3,4%, Mitte 2013: -5,9%). Dies spiegelt sowohl das Ausmaß des bislang erfolgten Abbaus von Verbindlichkeiten als auch die leicht verbesserten Wachstumsaussichten in der Eurozone wider.
- Die Verbindlichkeiten der Haushalte in der Eurozone blieben im Januar 2015 stabil (-0,1% gg. Vorjahr). Auch hier waren die Rückgänge bereits in der zweiten Jahreshälfte 2014 zunehmend geringer (Dezember 2014: -0,5% gg. Vj., zum Vergleich: -0,8% im Juli).
- Die Finanzierungsbedingungen für deutsche Unternehmen sind auch zum Jahresauftakt außerordentlich günstig. Die Zinsen für Unternehmenskredite lagen im Dezember bei knapp 2,8%. Im Januar 2015 hatte die Kredithürde für Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft ein neues Allzeittief erreicht: nur 17,1% der Befragten Firmen schätzen die Kreditvergabe als restriktiv ein (Dezember: 17,4%). Für Bauunternehmen ist der Zugang zu Krediten ebenfalls sehr gut. Auch hier fiel die Kredithürde leicht und lag im Januar bei 20,9% (Dezember: 21,5%). Damit ist die Kredithürde um mehr als 50% niedriger als vor fünf Jahren. Trotz der außerordentlich günstigen Bedingungen war die Kreditvergabe an Unternehmen im letzten Jahr verhalten geblieben. Während der zweiten Jahreshälfte deutete sich eine minimale Belebung im Vorjahresvergleich an (November: +0,9%). Der leichte Rückgang am aktuellen Rand (Januar 2015: -0,8%, Dezember -1,1%) ist durch statistische Änderungen bedingt. Die eher zurückhaltende Kreditnachfrage deutscher Unternehmen spiegelt teils auch die verstärkte Nutzung von alternativen Finanzierungsmöglichkeiten wider, etwa Unternehmensanleihen, deren Volumen sich seit 2008 mehr als verdoppelt hat.
- Die Kreditvergabe an Haushalte in Deutschland wuchs im Januar solide (+1,6% gg. Vorjahr). Treiber für die Zuwächse bleibt die Immobilienkreditvergabe, die zum Jahresende angesichts weiter sinkender Zinsen (neuer Tiefstand im Dez. bei 2,1%) etwas angezogen hatte. Diese Tendenz setzte sich auch zuletzt fort: Im Januar erreichten die Zuwächse erstmals 3%.
- Die gute Realeinkommensentwicklung in Deutschland führt – trotz des niedrigen Zinsniveaus – zu einer insgesamt nach wie vor eher moderaten Kreditnachfrage auf Seiten vieler Haushalte, da Anschaffungen teils aus Einkommen bzw. Vermögen finanziert werden. Das Geschäft mit Konsumentenkrediten entwickelte sich auch im Januar verhalten (-1,2% gg. Vorjahr).

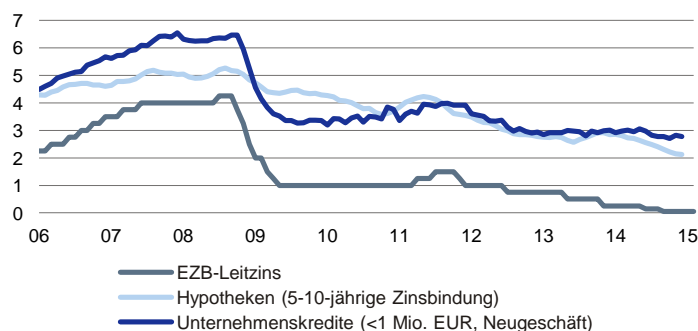
Kredite an den privaten Sektor (% gg. Vj.)



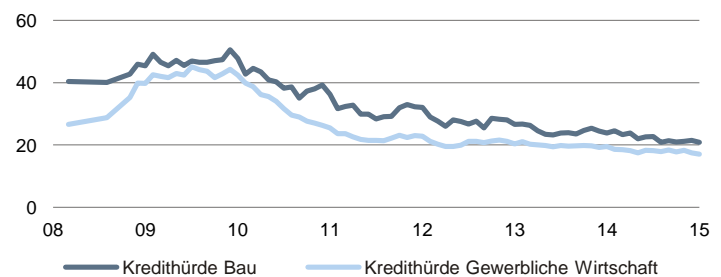
Kredite an private Haushalte (% gg. Vj.)



Zinssätze (%)



Kreditbedingungen aus Sicht der Unternehmen



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

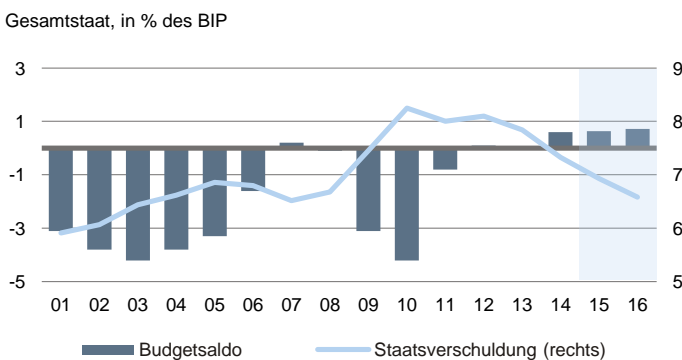
Quellen: EZB, ifo, Deutsche Bank Research



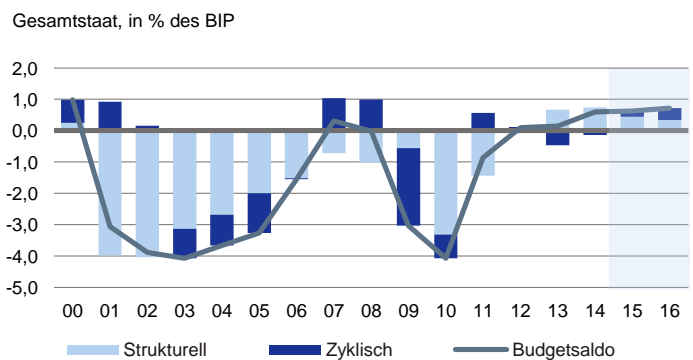
Chartbook – Staatsfinanzen

- Wie bereits 2013 (0,1%), konnte der Gesamthaushalt auch 2014 mit einem Überschuss (0,6%) abschließen. 2015 dürfte sich die Haushaltslage nicht wesentlich ändern und der Gesamthaushalt mit einem vergleichbaren Plus abschließen. Dazu trägt vor allem die weiterhin gute Einnahmelage angesichts der freundlichen 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 die Rente mit 63 oder die 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. Kommunen und Sozialversicherungen schlossen 2014 ebenfalls erneut mit einem – gegenüber 2013 aber stark rückläufigen – Überschuss ab. Auch die Ländergesamtheit wies zum ersten Mal seit geraumer Zeit einen kleinen Überschuss 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 in diesem Jahr könnte die Schuldenstandsquote erstmals seit 2008 wieder unter die Marke von 70% des BIP rutschen.

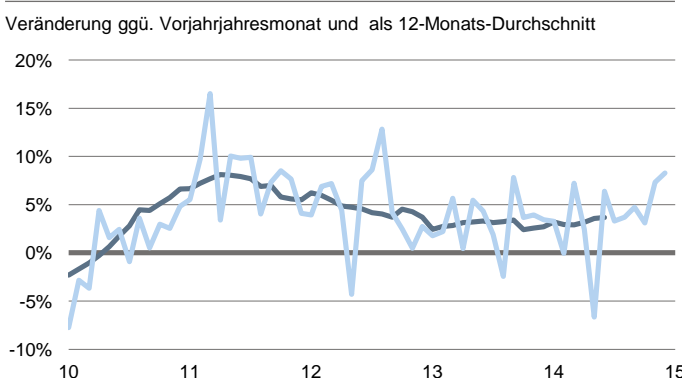
Staatsverschuldung und Budgetsaldo



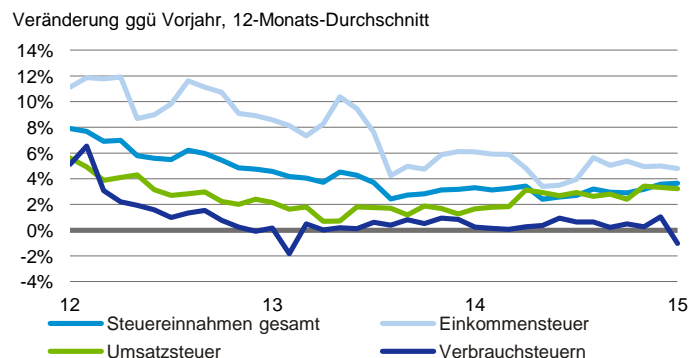
Budgetsaldo



Steuereinnahmen



Entwicklung wichtiger Steuern



Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission, Bundesbank



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenkalender

| Datum | Uhrzeit | Daten | Berichtszeitraum | DB Schätzung | Letzter Wert |
|---------------|---------|---|------------------|--------------|--------------|
| 3. Mrz. 2015 | 8:00 | Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm. | Januar | -0,5 | 0,6 |
| 5. Mrz. 2015 | 8:00 | Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm. | Januar | -2,5 | 4,2 |
| 6. Mrz. 2015 | 8:00 | Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm. | Januar | 1,0 | 0,1 |
| 9. Mrz. 2015 | 8:00 | Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.) | Januar | 23,2 | 22,0 |
| 9. Mrz. 2015 | 8:00 | Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.) | Januar | 1,9 (6,8) | 3,9 (7,3) |
| 9. Mrz. 2015 | 8:00 | Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.) | Januar | 0,9 (2,0) | -0,2 (3,2) |
| 24. Mrz. 2015 | 9:30 | PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash) | März | 51,1 | 50,9 |
| 24. Mrz. 2015 | 9:30 | PMI Dienstleistungssektor (Flash) | März | 54,5 | 55,5 |
| 25. Mrz. 2015 | 10:30 | ifo Geschäftsklima (Index, sb.) | März | 107,0 | 106,8 |
| 31. Mrz. 2015 | 10:00 | Arbeitslosenrate (% , sb.) | März | 6,5 | 6,5 |
| 27. Mrz. 2015 | 8:00 | Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.) | Februar | 1,1 (-3,3) | -0,8 (-4,4) |
| 30. Mrz. 2015 | 14:00 | Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.) | März | 0,5 (0,4) | 0,9 (0,1) |
| 13. Mai 2015 | 8:00 | Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq. | Q1 2015 | 0,5 | 0,7 |

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

Finanzmarktprognosen

| | US | JP | EWU | GB | CH | SE | DK | NO | PL | HU | CZ |
|--------------------------------------|-------|------|-------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| Leitzinssatz, % | | | | | | | | | | | |
| Aktuell | 0,125 | 0,10 | 0,05 | 0,50 | -1,25 | -0,10 | 0,05 | 1,25 | 2,00 | 2,10 | 0,05 |
| März 15 | 0,250 | 0,10 | 0,05 | 0,50 | -0,75 | -0,10 | 0,05 | 1,25 | 1,75 | 1,85 | 0,05 |
| Juni 15 | 0,500 | 0,10 | 0,05 | 0,50 | -0,75 | -0,10 | 0,05 | 1,25 | 1,50 | 1,85 | 0,05 |
| Dez. 15 | 1,000 | 0,10 | 0,05 | 0,50 | -0,75 | -0,10 | 0,05 | 1,25 | 1,50 | 1,85 | 0,05 |
| 3M Geldmarktsatz, % | | | | | | | | | | | |
| Aktuell | 0,35 | 0,20 | 0,04 | 0,56 | | | | | | | |
| März 15 | 0,35 | 0,15 | 0,00 | 0,58 | | | | | | | |
| Juni 15 | 0,75 | 0,15 | 0,00 | 0,59 | | | | | | | |
| Dez. 15 | 1,35 | 0,15 | -0,10 | 0,60 | | | | | | | |
| Rendite 10J Staatsanleihen, % | | | | | | | | | | | |
| Aktuell | 1,96 | 0,34 | 0,33 | 1,80 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | | | |
| März 15 | 1,85 | 0,40 | 0,30 | 1,50 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | | | |
| Juni 15 | 2,50 | 0,45 | 0,40 | 1,70 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | | | |
| Dez. 15 | 2,65 | 0,60 | 0,40 | 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 | 1,12 | 119,26 | 0,73 | 0,65 | 1,07 | 9,41 | 7,47 | 8,57 | 4,16 | 303,03 | 27,43 |
| März 15 | 1,11 | 119,00 | 0,73 | 1,52 | 1,05 | 9,20 | 7,46 | 8,90 | 4,16 | 310,00 | 27,50 |
| Juni 15 | 1,09 | 121,00 | 0,74 | 1,47 | 1,07 | 9,00 | 7,46 | 9,00 | 4,13 | 310,50 | 27,50 |
| Dez. 15 | 1,05 | 125,00 | 0,77 | 1,36 | 1,10 | 8,90 | 7,46 | 8,90 | 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 | Sep. 2014 | Okt. 2014 | Nov. 2014 | Dez. 2014 | Jan. 2015 | Feb. 2015 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Konjunkturumfragen | | | | | | | | | | | |
| Gesamtwirtschaft | | | | | | | | | | | |
| ifo Geschäftsklima | 110,9 | 110,1 | 106,6 | 104,5 | | 105,4 | 103,4 | 104,6 | 105,5 | 106,7 | 106,8 |
| ifo Geschäftserwartungen | 107,5 | 105,6 | 101,8 | 100,1 | | 100,2 | 98,9 | 100,2 | 101,3 | 102,0 | 102,5 |
| PMI Composite | 55,4 | 55,2 | 54,5 | 52,5 | | 54,1 | 53,9 | 51,7 | 52,0 | 53,5 | 54,3 |
| Produzierendes Gewerbe | | | | | | | | | | | |
| ifo Verarbeitendes Gewerbe | 107,0 | 106,3 | 102,7 | 99,7 | | 101,4 | 98,5 | 99,4 | 101,1 | 102,2 | 102,3 |
| Produktion (% gg. Vp.) | 1,1 | -1,0 | -0,3 | 0,5 | | 1,0 | 0,6 | 0,1 | 0,1 | | |
| Auftragseingang (% gg. Vp.) | 0,0 | -0,2 | 0,2 | 1,9 | | 1,1 | 2,9 | -2,4 | 4,2 | | |
| Grad der Kapazitätsauslastung | 84,0 | 83,9 | 83,8 | 84,2 | 84,6 | | | | | | |
| Bauhauptgewerbe | | | | | | | | | | | |
| Produktion (% gg. Vp.) | 5,7 | -4,7 | -0,1 | 1,1 | | 1,5 | -0,1 | 0,7 | 0,7 | | |
| Auftragseingang (% gg. Vp.) | 1,8 | -5,2 | -2,4 | -0,4 | | -0,8 | 0,9 | 0,6 | 1,6 | | |
| ifo Bauhauptgewerbe | 122,8 | 119,9 | 120,3 | 120,3 | | 120,9 | 120,8 | 120,7 | 119,5 | 119,2 | 119,1 |
| Konsumentennachfrage | | | | | | | | | | | |
| EC Konsumentenbefragung | 0,3 | 4,3 | 1,0 | -1,2 | | -1,1 | -0,7 | -1,6 | -1,4 | 0,0 | -0,1 |
| Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.) | 1,9 | -0,3 | -0,1 | 1,5 | | -1,7 | 2,0 | 0,5 | 0,6 | | |
| Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.) | 2,8 | -0,3 | 4,1 | 2,7 | | 5,2 | 3,7 | -1,8 | 6,7 | 2,6 | |
| Außenhandel | | | | | | | | | | | |
| Auslandsaufträge (% gg. Vp.) | -1,4 | 0,3 | 1,9 | 1,9 | | 4,0 | 0,6 | -0,9 | 4,8 | | |
| Exporte (% gg. Vp.) | -0,1 | 0,5 | 2,7 | 1,9 | | 5,1 | 1,4 | -3,6 | 3,9 | | |
| Importe (% gg. Vp.) | 0,2 | 0,0 | 0,8 | 1,3 | | 4,8 | -1,8 | 1,2 | -0,2 | | |
| Nettoexporte (EUR Mrd.) | 53,5 | 54,7 | 60,4 | 62,9 | | 19,9 | 22,7 | 18,2 | 22,0 | | |
| Arbeitsmarkt | | | | | | | | | | | |
| Arbeitslosenquote (%) | 6,8 | 6,7 | 6,7 | 6,6 | | 6,7 | 6,6 | 6,6 | 6,5 | 6,5 | 6,5 |
| Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.) | -41,0 | -19,0 | 1,7 | -38,0 | | 8,0 | -24,0 | -16,0 | -26,0 | -10,0 | -20,0 |
| Beschäftigung (% gg. Vj.) | 0,7 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | | 0,9 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | |
| ifo Beschäftigungsbarometer | 107,6 | 106,8 | 106,5 | 106,3 | | 106,1 | 107,1 | 105,2 | 106,7 | 108,1 | 106,8 |
| Preise, Löhne und Arbeitskosten | | | | | | | | | | | |
| Preise | | | | | | | | | | | |
| HVPI (% gg. Vj.) | 1,0 | 0,9 | 0,8 | 0,4 | | 0,8 | 0,7 | 0,5 | 0,1 | -0,5 | -0,1 |
| Kern-HVPI (% gg. Vj.) | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | | 1,2 | 1,1 | 0,9 | 1,2 | 0,8 | |
| Harmonisierter PPI (% gg. Vj.) | -1,0 | -0,8 | -0,8 | -1,2 | | -1,0 | -1,0 | -0,9 | -1,7 | -2,2 | |
| Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.) | -11,1 | -4,9 | -1,8 | 0,9 | | -1,1 | 0,9 | 1,7 | 0,1 | 2,3 | |
| Ölpreis (USD) | 108,2 | 109,7 | 102,0 | 76,4 | | 97,4 | 87,3 | 78,8 | 63,1 | | |
| Inflationserwartungen | | | | | | | | | | | |
| EC Haushaltsumfrage | 22,0 | 16,9 | 13,4 | 8,6 | | 10,0 | 11,1 | 8,5 | 6,2 | 0,5 | -0,7 |
| EC Unternehmensumfrage | 5,6 | 2,3 | 4,2 | 2,1 | | 5,2 | 4,7 | 3,2 | -1,5 | -1,2 | -0,1 |
| Lohnstückkosten (gg. Vj.) | | | | | | | | | | | |
| Lohnstückkosten | 0,8 | 2,0 | 2,0 | 1,7 | | | | | | | |
| Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer | 2,8 | 2,5 | 2,5 | 2,3 | | | | | | | |
| Arbeitnehmerentgelt je Stunde | 0,8 | 2,3 | 2,1 | 1,6 | | | | | | | |
| Monetärer Sektor (gg. Vj.) | | | | | | | | | | | |
| M3 | 3,8 | 4,5 | 4,7 | 4,7 | | 4,7 | 4,0 | 5,1 | 4,7 | 5,9 | |
| Trend von M3* | | | | | | 4,5 | 4,6 | 4,6 | | | |
| Kredite an Unternehmen und Privatpersonen | -3,6 | -3,5 | 1,4 | 1,7 | | 1,4 | 1,2 | 1,5 | 1,7 | | |
| Kredite an öffentliche Haushalte | -1,5 | 9,7 | 5,9 | 12,6 | | 5,9 | 5,1 | 3,6 | 12,6 | | |

% 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

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

| Datum | Ereignis | Anmerkungen |
|--------------|--|---|
| 5. Mrz. | Sitzung des EZB-Rates in Zypern | Im März beginnt die EZB mit dem Kauf von Wertpapieren des öffentlichen und 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. |
| 19./20. Mrz. | Europäischer Rat, Brüssel | Debatten über Energieunion, Beziehungen zu Russland und zur Lage in der Ukraine, Vorbereitung Gipfeltreffen Östliche Partnerschaft in Riga, Abschluss 1. Phase des Europäischen Semesters 2015. |
| 15. Apr. | Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz | Überprüfung des geldpolitischen Kurses. |
| 17.-19. Apr. | Treffen G20-Finanzminister und Notenbankgouverneure sowie Frühjahrstagung IWF und Weltbank, Washington | Debatten über Lage der Weltwirtschaft sowie Situation an internationalen Finanzmärkten. |

Quelle: Deutsche Bank Research

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

Nicolaus Heinen (+49 69 910-31713, nicolaus.heinen@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