



Ausblick Deutschland

Kräftiger Gegenwind für deutsche Exportwirtschaft trotz Euroabwertung

30. März 2015

Autoren

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

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

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

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

Editor

Stefan Schneider

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

www.dbresearch.de

DB Research Management
Ralf Hoffmann

Originalveröffentlichung in englischer Sprache:
27. März 2015.

| Inhaltsverzeichnis | Seite |
|---|-------|
| Prognosetabellen..... | 2 |
| Kräftiger Gegenwind für deutsche Exportwirtschaft trotz Euroabwertung..... | 3 |
| 2015: Starke Binnenwirtschaft und volatiles H1 | 18 |
| Haushalt der Bundesregierung stellt die Weichen für höhere Investitionen..... | 20 |
| EZB: Auswirkungen von QE bislang positiv..... | 23 |
| DB Makro-Überraschungsindex Deutschland..... | 25 |
| Chartbook..... | 26 |
| Eventkalender..... | 33 |
| Datenkalender | 34 |
| Finanzmarktprognosen | 34 |
| Datenmonitor | 35 |

Kräftiger Gegenwind für deutsche Exportwirtschaft trotz Euroabwertung. Das Zusammenspiel von strukturell langsamerem Wachstum des Welthandels, zunehmender Lokalisierung der Produktion, demografischem Wandel, den von politischer Seite veränderten Rahmenbedingungen und einem sich weiter verschärfenden internationalen Wettbewerb dürfte auf mittlere Sicht eine erhebliche Herausforderung darstellen. Die Binnenwirtschaft dürfte daher künftig wieder eine größere Rolle spielen. Dies ist eine natürliche Reaktion einer Volkswirtschaft auf sich verändernde Rahmenbedingungen. Die Politik kann helfen, diesen Wandel zu gestalten. Die deutschen Exporteure könnten dadurch mittelfristig noch stärker zu global agierenden Unternehmen werden, wobei die Reaktion auf Branchenebene unterschiedlich ausfallen dürfte. Die generierten Gewinne könnten für eine alternde, stärker binnenorientierte Volkswirtschaft in den nächsten Dekaden ein Segen sein.

2015: Starke Binnenwirtschaft und volatiles H1. Dank der verbesserten Stimungsindikatoren, der kräftigen realen Einkommensgewinne durch den gefallen Ölpreis und steigende Sozialleistungen sowie des höheren durch die Euro-Abschwächung getriebenen Exportwachstums dürfte die deutsche Volkswirtschaft 2015 um 2% wachsen. Das Wachstum sollte breit angelegt, aber vom privaten Konsum dominiert sein. Gegenüber unserer letzten Prognose haben wir primär eine Änderung des Quartalsprofils vorgenommen. Wir erwarten, dass der milde Winter beim Bau für Vorzieheffekte sorgt und ein äußerst kräftiges BIP-Wachstum in Q1 (+0,8% gg. Vq.) nach sich zieht. Darauf dürfte in Q2 (+0,2%) – wie schon im Vorjahr – eine Gegenbewegung folgen.

Regierung setzt mit Haushaltsentwurf Kurs auf höhere Investitionen. Der Nachtragshaushalt für 2015, der Haushaltsentwurf für 2016 und die mittelfristige Finanzplanung bis 2019 beinhalten als primäre Politikmaßnahme eine deutliche Anhebung der öffentlichen (Infrastruktur-)Investitionen. Bis 2019 addieren sie sich auf EUR 13,5 Mrd. zum Teil durch Ko-Finanzierung kommunaler Projekte. Damit würde ein großer Teil des von uns identifizierten Investitionsmehrbedarfs gedeckt werden, Gespräche mit der EU-Kommission über Deutschlands hohen Leistungsbilanzüberschuss erleichtert werden, und es könnte ein kleiner Beitrag zum Ausgleich der wirtschaftlichen Ungleichgewichte in der EWU sein.

EZB: Auswirkungen von QE bislang positiv. Das erweiterte Anleihekaufprogramm der EZB ist im März erfolgreich angelaufen. Bislang wurden EUR 26,3 Mrd. an Staatsanleihen (und Anleihen staatlicher Institutionen wie KfW und ESM) gekauft. Das Programm dürfte bis mindestens September 2016 anhalten und die EZB-Bilanz auf über 3 Bill. treiben. Die Zinsen auf Staatsanleihen sind zuletzt weiter gefallen wie auch die Zinsen für die Realwirtschaft. Zusammen mit der kräftigen Abwertung des EUR sollte dies die Konjunkturerholung in der Eurozone stützen. Trotz der vorläufig positiven Anzeichen dürfte es bis Anfang 2016 dauern, bis die EZB den Erfolg des Kaufprogramms bewerten kann.



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 | 0,0 | 1,4 | 2,4 | 3,3 | 2,6 | -2,5 | -2,1 | -1,7 |
| Deutschland | 1,6 | 2,0 | 1,7 | 0,9 | 0,0 | 1,5 | 7,6 | 8,3 | 8,2 | 0,6 | 0,6 | 0,7 |
| Frankreich | 0,4 | 1,1 | 1,6 | 0,6 | 0,1 | 1,1 | -1,0 | -0,5 | -0,8 | -4,4 | -4,0 | -3,4 |
| Italien | -0,4 | 0,6 | 1,3 | 0,2 | 0,1 | 1,1 | 1,8 | 2,5 | 2,7 | -3,0 | -2,7 | -2,2 |
| Spanien | 1,4 | 2,5 | 2,3 | -0,2 | -0,6 | 1,5 | 0,1 | 0,7 | 0,5 | -5,6 | -4,5 | -3,7 |
| Niederlande | 0,8 | 1,7 | 1,1 | 0,3 | 0,0 | 1,3 | 10,9 | 11,4 | 11,5 | -2,5 | -2,0 | -1,9 |
| Belgien | 1,0 | 1,3 | 1,6 | 0,5 | 0,2 | 1,6 | 1,0 | 1,5 | 1,2 | -3,0 | -2,7 | -2,2 |
| Österreich | 0,3 | 1,2 | 1,8 | 1,5 | 0,7 | 1,7 | 0,7 | 1,2 | 1,5 | -2,3 | -1,6 | -1,2 |
| Finnland | -0,1 | 0,8 | 1,4 | 1,2 | 0,1 | 1,3 | -1,9 | -1,5 | -1,3 | -3,4 | -3,3 | -2,8 |
| Griechenland | 0,7 | 0,8 | 3,2 | -1,4 | -1,6 | 1,0 | 1,0 | 1,5 | 1,2 | -3,5 | -0,7 | -0,7 |
| Portugal | 0,9 | 1,6 | 1,6 | -0,2 | 0,1 | 1,3 | 0,5 | 1,0 | 0,7 | -5,0 | -3,1 | -2,5 |
| Irland | 4,8 | 3,7 | 3,5 | 0,3 | 0,1 | 1,8 | 4,5 | 5,0 | 4,5 | -4,0 | -2,8 | -2,5 |
| Großbritannien | 2,6 | 2,4 | 2,3 | 1,5 | 0,4 | 1,9 | -5,3 | -4,1 | -2,9 | -5,0 | -4,0 | -2,0 |
| Dänemark | 1,0 | 1,7 | 1,8 | 0,6 | 1,0 | 1,5 | 6,2 | 6,0 | 6,0 | -1,0 | -2,5 | -2,5 |
| Norwegen | 2,3 | 2,0 | 2,2 | 2,0 | 2,0 | 2,0 | 8,5 | 8,0 | 7,5 | 9,1 | 9,0 | 8,5 |
| Schweden | 2,3 | 2,8 | 2,8 | -0,2 | 0,5 | 1,5 | 6,3 | 5,5 | 5,0 | -1,9 | -1,2 | -0,6 |
| Schweiz | 2,0 | 1,0 | 1,0 | 0,0 | -0,8 | -0,4 | 8,0 | 8,5 | 8,5 | 0,2 | 0,5 | 0,5 |
| Tschech. Rep. | 2,0 | 2,6 | 2,5 | 0,4 | 0,3 | 1,9 | -1,0 | -0,8 | -0,6 | -1,3 | -2,1 | -2,2 |
| Ungarn | 3,6 | 2,7 | 2,4 | -0,2 | -0,3 | 2,5 | 3,6 | 3,5 | 3,5 | -2,9 | -2,7 | -2,4 |
| Polen | 3,3 | 3,4 | 3,5 | 0,0 | -0,4 | 1,5 | -1,3 | -1,3 | -1,5 | -3,4 | -2,9 | -2,7 |
| USA | 2,4 | 3,3 | 3,1 | 1,6 | 0,6 | 2,6 | -2,6 | -2,8 | -3,5 | -2,9 | -2,6 | -2,9 |
| Japan | 0,0 | 0,9 | 1,8 | 2,7 | 0,7 | 0,9 | 0,6 | 3,5 | 3,4 | -5,9 | -5,3 | -4,4 |
| 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 | 3,7 | 3,7 | 3,3 | 3,7 | | | | | | |

*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 | 2015P | 2016P | 2014 | | | | 2015 | | | |
|-----------------------------------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | | | | | | 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 | 0,8 | 0,2 | 0,4 | 0,3 |
| Privater Konsum | 0,7 | 0,8 | 1,2 | 2,3 | 1,0 | 0,6 | 0,0 | 0,8 | 0,8 | 0,6 | 0,5 | 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 | 2,7 | 1,7 | 3,0 | -1,7 | -1,2 | 1,2 | 3,1 | -2,0 | 1,0 | 0,6 |
| Ausrüstungen | -3,1 | -2,4 | 4,3 | 3,9 | 3,5 | 2,0 | 0,6 | -1,4 | 0,4 | 2,0 | 0,0 | 2,0 | 1,0 |
| Bau | 0,6 | -0,1 | 3,6 | 3,1 | 1,1 | 4,5 | -3,7 | -1,5 | 2,1 | 5,0 | -4,0 | 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 | 4,4 | 5,1 | -0,4 | 1,0 | 2,0 | 1,3 | -0,2 | 1,3 | 1,0 | 1,2 |
| Importe | 0,0 | 3,1 | 3,4 | 4,5 | 4,5 | -0,3 | 1,2 | 1,3 | 1,0 | 0,3 | 1,2 | 1,5 | 1,5 |
| Nettoexport, %-Punkte | 1,3 | -0,5 | 0,4 | 0,3 | 0,6 | -0,1 | 0,0 | 0,4 | 0,2 | -0,2 | 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 | 6,4 | 6,4 | 6,6 |
| Industrieproduktion | -0,4 | 0,1 | 1,5 | 1,8 | 1,8 | | | | | | | | |
| Budgetsaldo, % BIP | 0,1 | 0,1 | 0,6 | 0,6 | 0,7 | | | | | | | | |
| Öffentlicher Schuldenstand, % BIP | 79,0 | 76,9 | 73,3 | 69,3 | 65,8 | | | | | | | | |
| Leistungsbilanzsaldo, % BIP | 6,8 | 6,5 | 7,6 | 8,3 | 8,2 | | | | | | | | |
| Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd. | 187 | 182 | 220 | 250 | 255 | | | | | | | | |

*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



Kräftiger Gegenwind für deutsche Exportwirtschaft trotz Euroabwertung

- Die deutsche Industrie befindet sich zwar in einer exzellenten Ausgangslage mit einer hohen internationalen Wettbewerbsfähigkeit. Das Zusammenspiel von strukturell langsamerem Wachstum des Welthandels sowie den ungenügenden Fortschritten bei seiner Liberalisierung, zunehmender Lokalisierung der Produktion durch die deutsche Industrie, demografischem Wandel in Deutschland (höherer Lohndruck), den von politischer Seite verschlechterten Rahmenbedingungen daheim und einem sich weiter verschärfenden internationalen Wettbewerb dürfte jedoch spätestens auf mittlere Sicht eine erhebliche Herausforderung für die deutschen Exporteure darstellen.
- Zwar kann der strukturelle Gegenwind durch die heimische Wirtschaftspolitik ohnehin nur gedämpft werden. Tatsächlich wurde zuletzt aber zusätzlicher starker Gegenwind erzeugt. Wir haben die Wirtschaftspolitik der deutschen Bundesregierung in den letzten Jahren vielfach deutlich kritisiert.
- Auf Branchenebene reagierten die Unternehmen unterschiedlich auf die zunehmende Globalisierung. Die Automobilindustrie verfolgte eine zweigleisige Strategie aus einer Modernisierung der heimischen Werke und Ausbau der Exporte sowie einer massiven Ausweitung der Produktion im Ausland. Der Maschinenbau kommt auf einen relativ hohen heimischen Wertschöpfungsanteil. In der Elektrotechnik gab es eine Verschiebung hin zu Investitionsgütern. Die Chemieindustrie ist die einzige der traditionellen Exportbranchen, in denen der reale Kapitalstock in Deutschland zuletzt stetig gesunken ist. Die Investitionszurückhaltung dürfte hauptsächlich auf die hohen Energiepreise und die Unsicherheiten über die künftige Ausrichtung der Energiepolitik zurückzuführen sein.
- Die Binnenwirtschaft dürfte künftig einen höheren Anteil an der Gesamtwirtschaft ausmachen. Dies muss kein Beinbruch sein, obgleich eine solche Entwicklung Teilen der Politik und Öffentlichkeit Sorgen bereiten dürfte. Vielmehr ist es eine natürliche Reaktion einer Volkswirtschaft auf sich verändernde wirtschaftliche und politische Rahmenbedingungen.
- Damit die grundsätzlich gute Ausgangslage der exportstarken deutschen Unternehmen nicht unnötig verschlechtert wird, sollten dem kräftigen Gegenwind geeignete Maßnahmen entgegengestellt werden. Es ist zwar unwahrscheinlich, dass die Politik ihre großen „Vorzeigeprojekte“ zurücknimmt. Allerdings kommt es nun umso mehr darauf an, die Situation nicht weiter zu verschärfen und die noch vorhandene Flexibilität etwa im Bereich des Arbeitsmarktes zu erhalten. Zudem ist es wichtig, das gesamte Bildungssystem noch mehr zu stärken. Zusätzliche Impulse würden die deutschen Unternehmen auch von einem erfolgreichen Abschluss der derzeit verhandelten Handelsabkommen erhalten (v.a. TTIP).
- Die deutsche Exportwirtschaft stellte sich immer wieder erfolgreich den globalen Herausforderungen. Zur Abfederung der demografischen Herausforderungen kann die Arbeitsproduktivität über eine stärkere Automatisierung erhöht werden. Mehr gezielte Zuwanderung, eine längere Lebensarbeitszeit sowie eine höhere Erwerbsbeteiligung von Frauen könnten das Arbeitskräftepotenzial erhöhen.
- Die Unternehmen dürften ihre globalen Wertschöpfungsketten und die Produktion im Ausland weiter ausbauen. Dies könnte mittelfristig dazu führen, dass die Unternehmen der deutschen Exportwirtschaft noch stärker zu global agierenden Unternehmen werden. Die so generierten Gewinne könnten für eine alternde, stärker binnenorientierte deutsche Volkswirtschaft in den nächsten Dekaden zu einem Segen werden.

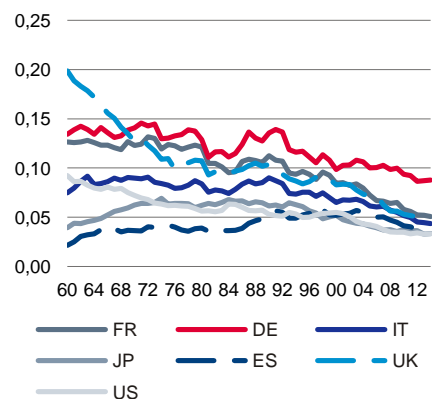


Gute Ausgangslage lässt Raum für Anpassung

Deutschlands Anteil am Welthandel:
Hoch und recht stabil

1

Pro-Kopf-Anteil am Welthandel % pro 1 Mio.
Bürger



Quellen: EU Kommission (AMECO), Deutsche Bank
Research

Die Weltwirtschaft ist ein hoch dynamisches System, das sich in ständigem Wandel befindet. Die Globalisierung wurde in den vergangenen 20 bis 30 Jahren durch die Integration zahlreicher Schwellenländer – insbesondere China und Indien sowie die Ostblock-Staaten – in die Weltwirtschaft sowie die tiefgreifenden Fortschritte der Informations- und Kommunikationstechnologien (IKT), die den Aufbau von globalen Wertschöpfungsketten ermöglichten, angetrieben. In diesem Umfeld positionierte sich die stark exportabhängige deutsche Industrie in den 2000er Jahren hervorragend. Trotz der herausfordernden Entwicklungen seit Ausbruch der Weltwirtschaftskrise und der später folgenden Euro-Krise, die Deutschland angesichts seiner Handelsverflechtung mit dem Währungsraum besonders trafen, konnte sich die deutsche Exportwirtschaft behaupten.

So ist der Anteil Deutschlands am Welthandel zwar von noch über 11% Anfang der 1990er Jahre auf gut 7% im Jahr 2014 zurückgegangen. Allerdings ist dies im Vergleich zu anderen Industrienationen und angesichts des Aufstiegs Asiens und insbesondere Chinas dennoch beachtlich. Rechnet man darüber hinaus die vergleichsweise schwache heimische Bevölkerungsentwicklung ein, wird noch deutlicher, wie stark sich die deutsche Exportwirtschaft von jener der anderen großen Industrienationen unterscheidet: Pro Kopf ist der Welthandelsanteil eines Deutschen etwa doppelt so hoch (s. Grafik 1).

Auch innerhalb Deutschlands hat die Exportwirtschaft eine exponierte Stellung. Legt man das Verarbeitende Gewerbe (Industrie) zugrunde, beträgt der Anteil an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung seit Mitte der 1990er Jahre stabil rd. 22%. In der EWU ist der Anteil von über 20% auf knapp 16% zurückgegangen. Die deutsche Industrie macht direkt etwa die Hälfte ihres Umsatzes mit dem Ausland. Allerdings liegt die indirekte Exportquote aufgrund von engen Zulieferbeziehungen innerhalb der Industrie sowie wegen des Rückgriffs auf heimische Dienstleistungsunternehmen deutlich höher. Verdeutlicht wird dies dadurch, dass die Exportabhängigkeitsquote des deutschen Bruttoinlandsprodukts bei 27% liegt und rd. ein Viertel der deutschen Beschäftigung an den Exporten hängt.¹

Das Zusammenspiel von strukturell langsamerem Wachstum des Welthandels sowie den ungenügenden Fortschritten bei seiner Liberalisierung, zunehmender Lokalisierung der Produktion durch die deutsche Industrie, demografischem Wandel in Deutschland (höherer Lohndruck), den von politischer Seite verschlechterten Rahmenbedingungen daheim und einem sich weiter verschärfenden internationalen Wettbewerb dürfte jedoch spätestens auf mittlere Sicht eine erhebliche Herausforderung für die deutschen Exporteure darstellen. Die hervorragende Ausgangsposition der deutschen Industrie lässt immerhin Raum für Anpassungsmaßnahmen der Unternehmen selbst. Dies gilt natürlich auch für die deutsche Politik. Deren jüngste große Reformprojekte mit dem Rentenpaket und arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen gehen jedoch in die komplett falsche Richtung. Wie stark und über welche Kanäle die deutschen Exportunternehmen überhaupt von diesen veränderten Rahmenbedingungen getroffen werden und welche Anpassungsstrategie sie wählen könnten, hängt von vielen Faktoren ab.

Deutsche Exportwirtschaft ist anders

Im Vergleich mit anderen Industrieländern haben die deutschen Unternehmen seit Anfang der 1990er Jahre die sich ergebenden Möglichkeiten durch die Entwicklungen im Bereich der IKT sowie die Öffnung Osteuropas beherzter genutzt. Sie bauten rasant globale Wertschöpfungsketten auf, um durch Ausnutzung von

¹ Siehe Globalisierungsindikatoren des Statistischen Bundesamtes. Angaben beziehen sich aufs Jahr 2010.

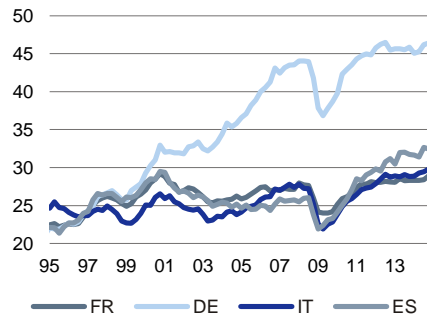


Ausblick Deutschland

Offenheitsgrad Deutschland deutlich stärker als in andern großen EWU Ländern gestiegen

2

% des BIP (nominal)



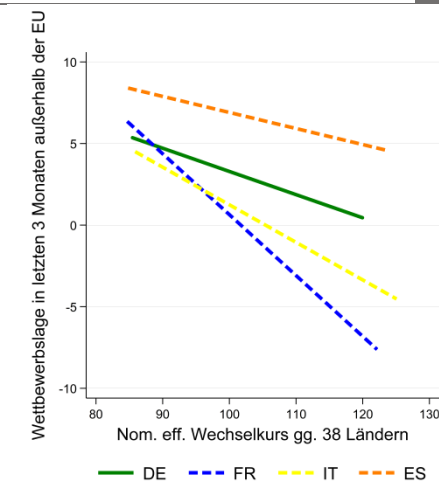
Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Skalen- und komparativen Vorteilen Kosten zu sparen. Darüber hinaus errichteten sie Produktionsstätten im Ausland, um die dortige Nachfrage durch den Rückgriff auf die dortigen (oft günstigeren) Produktionsfaktoren und das länderspezifische Know-how besser bedienen zu können, was zudem positiv für die lokale Markenwahrnehmung war und teilweise auch durch regulatorische Gründe bedingt war. Außerdem kam ihnen zugute, dass die aufstrebenden Schwellenländer genau die Investitionsgüter nachfragten, bei denen die deutschen Anbieter eine starke Marktposition innehatten.

Der dadurch bedingte rasante Anstieg der deutschen Exporte führte dazu, dass der Offenheitsgrad der deutschen Wirtschaft immer weiter stieg. Mit 45% liegt er deutlich über dem Wert anderer großer entwickelten Volkswirtschaften (OECD-Länder unter 30%). Die exzellente Positionierung der deutschen Unternehmen sorgte dafür, dass die Nachfrageschwäche aus der Eurozone seit Beginn der Staatsschuldenkrise durch die gestiegenen Exporte in Drittländer überkompensiert wurde. Mittlerweile werden rund 65% der Exporte in Länder außerhalb der Eurozone geliefert, 10%-Punkte mehr als Ende der 1990er-Jahre.

Wettbewerbslage deutscher Unternehmen hängt weniger am eff. Wechselkurs ...

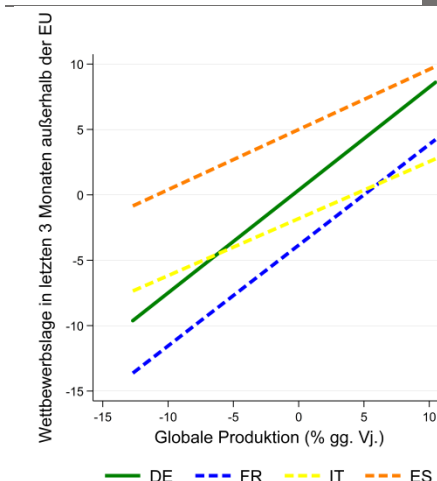
3



Quellen: EU Kommission, EZB, Deutsche Bank Research

... aber stärker an der globalen Produktion

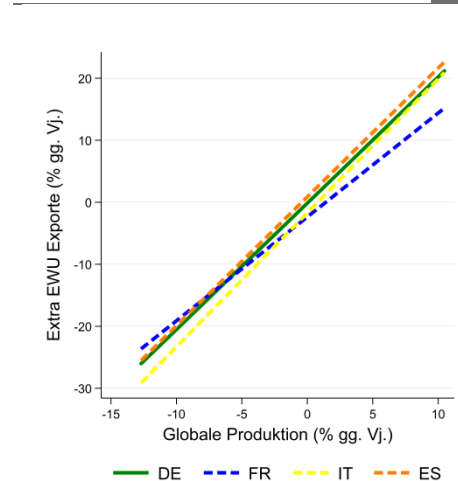
4



Quellen: EU Kommission, CPB, Deutsche Bank Research

Extra-EWU-Exporte hängen relativ stark an globaler Produktion ...

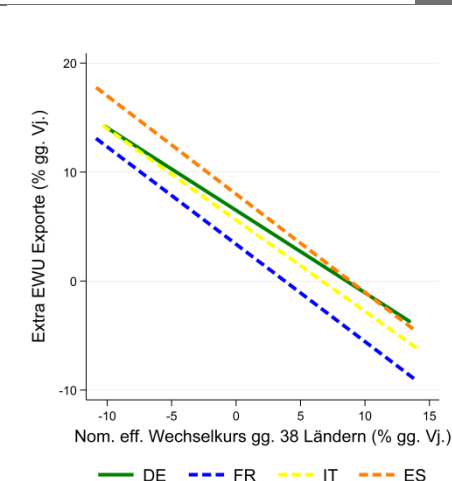
5



Quellen: Eurostat, CPB Deutsche Bank Research

... aber weniger stark an der Wechselkursänderung in Deutschland

6



Quellen: Eurostat, EZB, Deutsche Bank Research

Der hohe Offenheitsgrad bedeutet, dass die deutsche Wirtschaft in guten Zeiten von der globalen Konjunktur stärker profitiert als andere Länder, aber dafür auch bei Abschwüngen viel stärker getroffen wird – wie der Einbruch der deutschen Exporte im Krisenjahr 2009 um 18% zeigt. Von der im weiteren Jahresverlauf 2015 erwarteten moderaten globalen Konjunkturbelebung dürften damit die deutschen Exporteure stärker profitieren als die anderer großer Länder der Eurozone (Frankreich, Italien, Spanien), da mit der anziehenden Konjunktur die Investitionsnachfrage wieder zulegt und über die Verflechtung der Industrie auch die Vorleistungsgüterproduktion an Fahrt gewinnen dürfte. Der Anteil der Investitions- und der Vorleistungsgüter an den Exporten ist in Deutschland mit 45% bzw. 31% relativ hoch.

Die hohe Bedeutung von oftmals kundenspezifischen Investitionsgütern für die deutschen Exporte mildert für viele Unternehmen den Preisdruck im internationalen Wettbewerb. So ist die Nachfrage etwa nach Spezialmaschinen oder Fahrzeugen der automobilen Oberklasse weniger preiselastisch als etwa bei standardisierten Konsumgütern. Damit sind in diesen Sparten auch Wechselkursänderungen weniger relevant, zumal für viele deutsche Exportprodukte – zumindest kurzfristig – oftmals keine Substitutionsprodukte vorhanden sind. Evidenz hierfür liefert die Selbsteinschätzung der Unternehmen, die im Rahmen

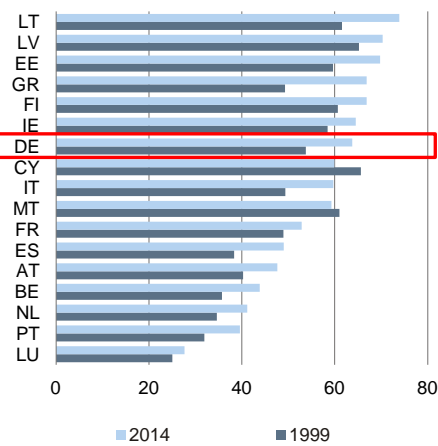


Ausblick Deutschland

Bedeutung der Extra-EWU-Exporte deutlich gestiegen

7

% der gesamten Exporte

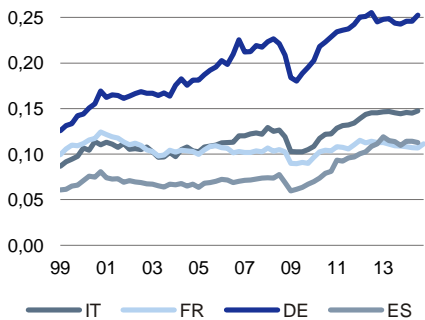


Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Einfluss der Extra-EWU-Exporte aufs BIP-Wachstum in Deutschland relativ hoch

8

Auswirkungen einer Erhöhung der Extra-EWU-Exporte um 1% auf das BIP-Wachstum in %

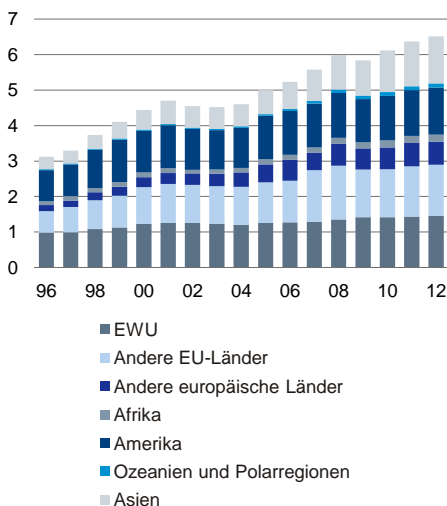


Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Beschäftigte in ausländischen deutschen Tochterunternehmen

9

Mio. Personen



Quelle: Deutsche Bundesbank

der vierteljährlichen Umfrage „European Commission Business and Consumer Surveys“ für den Industriesektor nach ihrer „Wettbewerbslage in den letzten 3 Monaten außerhalb der EU“ befragt werden. Für Deutschland zeigt sich ein deutlich schwächerer Zusammenhang zwischen der Selbsteinschätzung der Wettbewerbslage und der Höhe des Wechselkurses. Dies ist auch in Spanien der Fall. In Frankreich und Italien ist der Zusammenhang aber deutlich stärker.²

Der Zusammenhang zwischen der Wettbewerbslage und der globalen Produktion ist in Deutschland hingegen stärker als in den anderen großen EWU-Ländern. Dies zeigt die Abhängigkeit der deutschen Exportwirtschaft vom Voranschreiten der Globalisierung, das mit einem kräftigen Wachstum des Welt-handels einherging.

Ferner zeigt sich, dass der Zusammenhang zwischen der Veränderung der Exporte in Länder außerhalb der Eurozone und der globalen Produktion stärker als in den anderen großen EWU-Ländern ausgeprägt ist und die Korrelation mit dem nominalen Wechselkurs schwächer.

Die geringere Bedeutung des Wechselkurses dürfte zudem Ausdruck dafür sein, dass viele deutsche Unternehmen (v.a. aus der Automobilindustrie) besonders den Aufbau von globalen Wertschöpfungsketten forcierten und die Produktion vor Ort ausbauten. Die deutschen Unternehmen sind es somit gewohnt, auf wechselkursbedingte „Störungen“ ihrer komplexen, über zahlreiche Länder hinweg aufgebauten Produktionsstrukturen zu reagieren und diese ständig zu optimieren.³ Der Importanteil der deutschen Exporte lag im Jahr 2010 bei 43,4%.⁴

Strukturelle Veränderungen dämpfen ausländische Nachfrage

Die von uns erwarteten und im Folgenden skizzierten strukturellen Veränderungen im Bereich des Welthandels dürften angesichts der hohen Bedeutung der Exporte – ceteris paribus – negative Auswirkungen für die deutsche Exportwirtschaft mit sich bringen. So erholte sich der Welthandel direkt nach 2009 zwar relativ kräftig. Seit dem Jahr 2012 dümpelt er allerdings vor sich hin und wuchs anders als in den vergangenen Jahrzehnten sogar schwächer als das globale BIP. Die wenig dynamische Entwicklung seit dem Jahr 2012 deutet auf strukturelle Veränderungen hin, die insbesondere die deutschen Exporte treffen: Der Ausbau globaler Wertschöpfungsketten hat zuletzt an Dynamik eingebüßt und könnte vorerst sogar ein Plateau erreicht haben. China wird wegen seiner stärkeren Binnenfokussierung dem Welthandel geringere Impulse liefern als in früheren Jahren. Und die Verhandlungen neuer großer Handelsabkommen gestalten sich zunehmend schwieriger – insbesondere beim Abbau nicht-tarifärer Handelsbeschränkungen und der Einigung auf internationale Standards. Seit Mitte der 1990er Jahre fand bei den Handelsabkommen aufgrund des Stockens der internationalen Verhandlungen auf WTO-Ebene eine Fragmentierung statt. In der Folge ist die Zahl der regionalen Handelsabkommen (RTA), die immer nur eine Second-Best-Lösung darstellen, rasant gestiegen. Momentan im Fokus stehen die Verhandlungen der Mega-RTAs zwischen den USA und der EU (die transatlantische Handels- und Investitionspartnerschaft – TTIP) und im asiatischen Raum (Trans-Pacific Partnership – TPP). Bei voller Umsetzung des TTIP dürfte dies der deutschen Exportwirtschaft einen neuen Schub geben. Sollte hingegen beim asiatischen TPP ein schneller Abschluss erfolgen, dürfte Deutschland vom handelsumlenkenden Effekt des Abkommens als Drittland negativ betroffen sein. Die Verhandlungen der EU etwa mit Indien oder einigen ASEAN-Staaten kommen nur langsam voran. Zudem wurden von den G20-

² Siehe auch Focus Europe, 25 January 2013, Deutsche Bank Research.

³ Globale Wertschöpfungsketten sichern deutschen Unternehmen Wettbewerbsvorteile, Ausblick Deutschland, 1. Juli 2013, Deutsche Bank Research.

⁴ Siehe Globalisierungsindikatoren des Statistischen Bundesamtes.

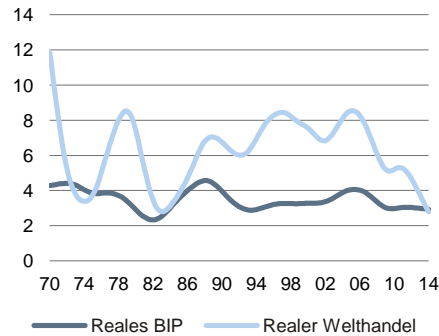


Ausblick Deutschland

Welthandel wächst nicht mehr schneller als BIP

10

Trend, % gg. Vj., Quartalsdaten, HP-Filter

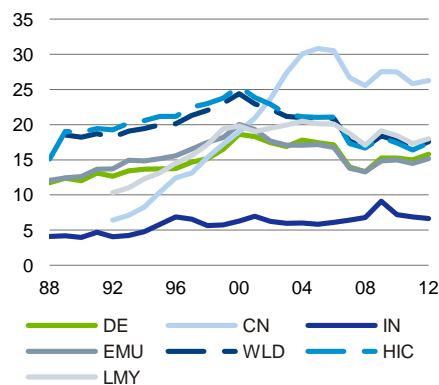


Quellen: Deutsche Bank Research, IWF-IFS

China kletterte Wertschöpfungskette deutlich hinauf

11

Hochtechnologieexporte (% der Gesamtexporte des Verarbeitenden Gewerbes)



WLD = World, HIC = High income countries, LMY = Low-medium income countries

Quellen: Weltbank, Deutsche Bank Research

Ländern teilweise neue restriktive Handelsmaßnahmen erlassen. Das Welthandelswachstum dürfte daher auch in den nächsten Jahren relativ verhalten sein, vor allem im Vergleich mit der Dynamik der Vorkrisenjahre.⁵

Das deutsche Exportwachstum ist allerdings stark vom hohen volumenmäßigen Wachstum des Welthandels abhängig. Wie weiter oben gezeigt wurde, ist diese Abhängigkeit deutlich ausgeprägter als in anderen Ländern. Daher würde ein dauerhafter Dynamikverlust, wie wir ihn erwarten, ein klarer Gegenwind für die deutsche Exportwirtschaft mit sich bringen. Hier gilt es auf EU-Ebene, auf eine stärkere Liberalisierung des Welthandels hinzuwirken. So könnten aus Deutschland heraus leichter die Märkte erschlossen werden, die in den kommenden Jahren stärker wachsen werden als Europa. Wenn man z.B. bedenkt, dass die deutschen Ausfuhren nach Dänemark mit seinen 5,6 Mio. Einwohnern im Jahr 2014 annähernd doppelt so hoch waren wie jene nach Indien (mehr als 1,2 Mrd. Einwohner), dann wird das enorme Potenzial deutlich, welches in solchen Ländern liegt, die ihre Märkte heute jedoch oft noch durch Zölle und andere Maßnahmen schützen und von der deutschen Exportwirtschaft noch kaum erschlossen sind.

Konkurrenz schläft nicht

Künftig dürfte sich der internationale Wettbewerb für die deutschen Unternehmen weiter verschärfen. Die großen Schwellenländer werden ihre Bestrebungen, die Wertschöpfungsketten hinaufzuklettern, weiter forcieren. Beeindruckend ist hier die Entwicklung Chinas, wo der Anteil der Hochtechnologiegüter von 6% Anfang der 1990er Jahre auf inzwischen über 25% angestiegen ist. Im Verarbeitenden Gewerbe stieg der Anteil an den globalen Exporten auf 17,5%, 1980 lag der noch bei unter 1%. Der WTO-Beitritt Chinas Ende 2001 war ein wesentlicher Treiber. Hinzu kommt die Integration der Schwellenländer der zweiten Reihe (z.B. Thailand, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Vietnam) in die Weltwirtschaft, im asiatischen Raum oftmals angetrieben über Produktionsverflechtungen mit Japan oder China.

China gewann inbs. im Verarbeitenden Gewerbe Weltmarktanteile

12

| % der globalen Exporte (2013) | 1980 | 1990 | 2000 | 2013 |
|-------------------------------------|------|------|------|------|
| Landwirtschaftliche Produkte | | | | |
| China | 1,5 | 2,4 | 3,0 | 4,0 |
| Extra-EU | | | 10,0 | 10,0 |
| USA | 17,0 | 14,3 | 13,0 | 10,1 |
| Verarbeitendes Gewerbe | | | | |
| China | 0,8 | 1,9 | 4,7 | 17,5 |
| Extra-EU | | | 14,1 | 15,0 |
| USA | 13,0 | 12,1 | 13,8 | 9,5 |
| Automobilsektor | | | | |
| China | 0,0 | 0,1 | 0,3 | 3,4 |
| Extra-EU | | | 12,2 | 18,7 |
| USA | 11,9 | 10,2 | 11,7 | 10,0 |

Quelle: WTO, International Trade Statistics 2014

⁵ Strukturelle Verlangsamung des Welthandels belastet deutsches BIP-Wachstum. Ausblick Deutschland. 2. Dezember 2014. Deutsche Bank Research. Ähnlich argumentierte auch der IWF: Constantinescu, C. (2015). The Global Trade Slowdown: Cyclical or Structural? IMF Working Paper. Januar 2015.

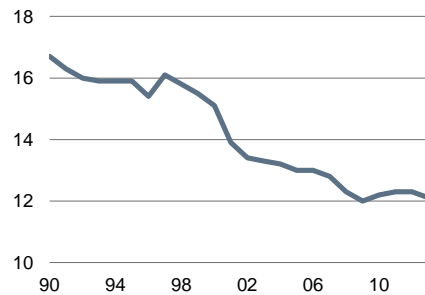


Ausblick Deutschland

Industrie in den USA: Abwärtstrend zuletzt gestoppt

13

Anteil des Verarbeitenden Gewerbes am BIP, %



Quelle: Bureau of Economic Analysis

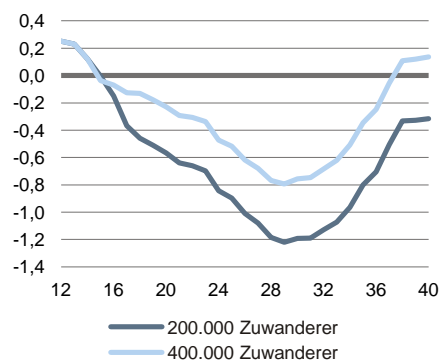
Aus den USA dürfte sich die Konkurrenz durch eine mögliche Reindustrialisierung in Folge der geringen Energiekosten erhöhen. Mit dem durch den Fracking-Boom ausgelösten deutlichen Rückgang der Energiekosten verschieben sich die Kostenrelationen teilweise zugunsten einer Produktion im Inland (siehe Abschnitt zur Chemieindustrie weiter unten). Der Aufbau der ehemals komplett ins Ausland verlagerten Tätigkeiten ist allerdings eine komplexe Herausforderung, da auch die benötigten qualifizierten Arbeitskräfte ausgebildet werden müssten und nötiges Fachwissen wieder aufgebaut werden müsste, das zum Teil mit der kompletten Auslagerung verlorengegangen war. Dennoch ist zu erkennen, dass der Anteil der Industrie an der US-Wirtschaft nicht mehr sinkt und viele global agierende Unternehmen – nicht nur aus energieintensiven Branchen – wieder vermehrt in den USA investieren.

In der Eurozone dürfte das Umfeld zwar auch in den nächsten Jahren schwierig bleiben und die Nachfrage wegen eines weiteren Schuldenabbaus im privaten und öffentlichen Sektor gedämpft werden. Mittelfristig könnten allerdings die Unternehmen in anderen Ländern der Eurozone von einem Wiedererstarren ihres Heimatmarktes und den (erhofften) verbesserten Rahmenbedingungen in Folge der angebotsseitigen Strukturreformen profitieren. So liegen die Exporte Spaniens, das vergleichsweise reformfreudig war, wie jene Deutschlands in realer Rechnung derzeit etwa 15% über dem Vorkrisenhoch. Dies liegt nicht zuletzt daran, dass der Vorsprung Deutschlands bei den Lohnstückkosten z.B. gegenüber Spanien seit einiger Zeit wieder schrumpft. Damit dürfte die Konkurrenz für die deutschen Unternehmen auch in der Eurozone wieder (zumindest moderat) schärfer werden, wenngleich viele deutsche Unternehmen selbst mit Produktionsstätten in den betreffenden Ländern vertreten sind. Insofern könnte die wieder steigende Wettbewerbsfähigkeit in einigen EWU-Ländern auch die konzerninterne Konkurrenz zwischen einzelnen Standorten verschärfen.

Erwerbspersonenpotenzial schrumpft deutlich

14

Bevölkerung 15-65, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

Demografie und gute Konjunktur erzeugen Lohndruck

Darüber hinaus wird der demografische Wandel in Deutschland in den kommenden Jahren zunehmend seine negativen Auswirkungen entfalten. Die zuletzt hohe Nettozuwanderung nach Deutschland ist zwar hoch willkommen.⁶ Sie dürfte allerdings zum Teil temporär sein und kann den demografischen Wandel und insbesondere den Rückgang der Personen im erwerbsfähigen Alter bestenfalls dämpfen. Aber selbst bei einer durchschnittliche Nettozuwanderung von 200.000 Personen jährlich und einer massive Erhöhung der Erwerbspersonenquoten (höhere Erwerbsbeteiligung von Frauen, Älteren und Menschen mit Migrationshintergrund) auf den Durchschnitt der drei Industrieländer mit der höchsten Quote könnte dies langfristig nicht den negativen Demografieeffekt ausgleichen.⁷ Dies wird nicht nur die binnenwirtschaftliche Nachfragedynamik beschränken, sondern auch negative Folgen für die Angebotsseite der Volkswirtschaft mit sich bringen. Das Erwerbspersonenpotenzial dürfte bis 2030 um deutlich mehr als ein halbes Prozent pro Jahr (!) oder um insgesamt über 10% zurückgehen. Dagegen fällt die Bevölkerungszahl in diesem Zeitraum nur leicht.⁸ Angesichts des schrumpfenden Erwerbspersonenpotenzials kann es sich Deutschland nicht leisten, dass rd. 10% eines Schuljahrgangs die Schule ohne Abschluss verlassen.

Nicht nur dürfte das absolute Arbeitskräfteangebot sinken. Zudem dürften die arbeitsintensiven Dienstleistungen für eine alternde Bevölkerung viele Arbeitskräfte binden und damit den Industriearbeitgebern zusätzlich Konkurrenz machen, wobei diese dank ihrer hohen Produktivität höhere Gehälter zahlen,

⁶ Temporärer Zuwanderungsboom: Weckruf für die Politik? Deutsche Bank Research. Standpunkt Deutschland. 28. Juli 2014.

⁷ Trendwachstum der Beschäftigung – auf längere Sicht negativ. Ausblick Deutschland.

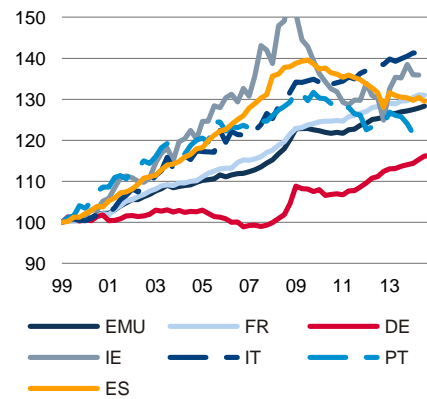
⁸ Annahme: 200.000 Zuwanderer pro Jahr.



Kostenvorteil liegt in Europa noch klar bei Deutschland

15

Lohnstückkosten, Gesamtwirtschaft, Q1 '99=100



Quelle: OECD

die Produktion noch weiter automatisieren oder aber die Auslagerung arbeitsintensiver Produktionsstufen vorantreiben und internationale Spitzenkräfte anwerben können.

Vorhandene Arbeitskräfte sind zwar nicht ohne Weiteres zwischen diesen sehr unterschiedlichen Wirtschaftsbereichen mobil; auf mittlere Sicht können aber unterschiedliche Aussichten durchaus die (Aus-)Bildungsentscheidungen des Nachwuchses beeinflussen. Der viel beschworene „Fachkräftemangel“ wird sich dadurch voraussichtlich auf Jahre hinaus verschärfen. Zwar ist dieser Begriff weder eindeutig definiert noch unumstritten; zumindest aber werden die teilweise vorhandene regionale und branchenspezifische Arbeitskräfteknappeheit und die Knappheit bestimmter Qualifikationen zunehmen.

In diesem Umfeld und kombiniert mit der derzeit hervorragenden Lage am deutschen Arbeitsmarkt könnte der Lohndruck in den kommenden Jahren zunehmen. Nachdem die Lohnentwicklung 2004/05 ihren Tiefpunkt erreicht hat, fand trotz der zwischenzeitlichen Krise ein graduelle Beschleunigung statt. Seit 2010 stiegen die Effektivlöhne um im Schnitt 2,5% p.a. im Vergleich zu nur 1,2% p.a. von 2000 bis 2008. Die Tariflöhne erreichten 2014 mit +3,2% sogar die höchste Wachstumsrate der letzten 20 Jahre und dürften auch 2015 etwa mit dieser Rate ansteigen.⁹ Gleichzeitig ist die Arbeitslosigkeit auf Rekordtief (Nachwendezeit) und dürfte zumindest in den nächsten Monaten weiter fallen. Die Beschäftigung und die Zahl der offenen Stellen sind auf Rekordhoch und steigen.

Angesichts dieser Umstände ist die deutsche Lohndynamik fast noch als zurückhaltend zu bezeichnen. Die relativ geringe Abhängigkeit der Lohn-/Preisentwicklung von der Arbeitsmarktsituation zeichnet Deutschland international aus.¹⁰ Dies gilt auch für das seit Jahren grundsätzlich gute Verhältnis zwischen Gewerkschaften und Arbeitgebern gerade im Industriebereich. Sollte sich hieran nichts merklich ändern, könnte dies den kommenden Lohndruck zwar etwas begrenzen. An dem Mangel an Fachkräften würde dies aber nichts ändern, was die Verhandlungsposition der (oder zumindest bestimmter) Arbeitnehmer stärken wird. Darüber hinaus blieb die Produktivitätsentwicklung in der gesamten deutschen Wirtschaft zuletzt deutlich hinter ihrem Vorkrisentrend zurück und dürfte zunächst auch nicht spürbar zulegen, was teilweise auf den Aufbau der Beschäftigung vor allem im Dienstleistungssektor zurückgeht. Die deutschen Lohnstückkosten werden daher kurzfristig merklich zulegen, und der über Jahre aufgebaute Vorsprung gegenüber vielen europäischen Nachbarländern dürfte schmelzen.

Wirtschaftspolitik schwächte Rahmenbedingungen zuletzt

Der dargestellte strukturelle Gegenwind kann durch die heimische Wirtschaftspolitik nur gedämpft werden. Tatsächlich wurde zuletzt aber zusätzlicher starker Gegenwind erzeugt. Wir haben die Wirtschaftspolitik der deutschen Bundesregierung in den letzten Jahren vielfach deutlich kritisiert.¹¹ Die Politik der Großen Koalition hat unseres Erachtens mit ihren sozialpolitisch motivierten Entscheidungen das Potenzialwachstum in Deutschland geschwächt und insbesondere auch die Investitionsanreize gesenkt.¹²

Das Rentenpaket verursacht nicht nur hohe Kosten für die künftigen Generationen, sondern belastet wegen der Rente mit 63 auch kurzfristig das Arbeitsan-

⁹ Höheres Wachstum und Löhne, Sparer weiter vorsichtig. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 2. März 2015.

¹⁰ Schneider, S. (2014). Höhere deutsche Inflation: Mission Impossible? Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. 29. Oktober 2014.

¹¹ Große Koalition – kleinmütige Politik. Deutsche Bank Research. Standpunkt Deutschland. 16. Dezember 2013.

¹² Mehr Infrastrukturinvestitionen – trotz fragwürdiger „Lückenanalyse“. Deutsche Bank Research. Standpunkt Deutschland. 5. Dezember 2014.



gebot, da viele erfahrene und hoch produktive Arbeitnehmer den Arbeitsmarkt abrupt verlassen. Einer vorsichtigen Schätzung der Deutschen Bundesbank zufolge, senkt die Rente mit 63 das Niveau des Produktionspotenzials der Volkswirtschaft bis 2016 um ½%.¹³

Die Einführung des Mindestlohns sowie die stärkere Regulierung der Leiharbeit¹⁴ stehen im krassen Gegensatz zu den Arbeitsmarktreformen Mitte der 2000er Jahre, die der Grundstein für die heutige sehr gute Arbeitsmarktlage waren und über die Deregulierung bei der Leiharbeit oder aber Werkverträge die externe Flexibilität der Unternehmen deutlich erhöht hatten.¹⁵ Zwar gibt es Fälle, bei denen die Möglichkeiten von Leiharbeit und Werkverträgen von Unternehmen missbraucht wurden. Dies kann jedoch kein Argument dafür sein, eine komplette Kehrtwende vorzunehmen. Der Mindestlohn dürfte dazu beitragen, dass der Beschäftigungsaufbau bei gering Qualifizierten auf mittlere Sicht zum Erliegen kommt und die strukturelle Arbeitslosigkeit erhöht wird.¹⁶

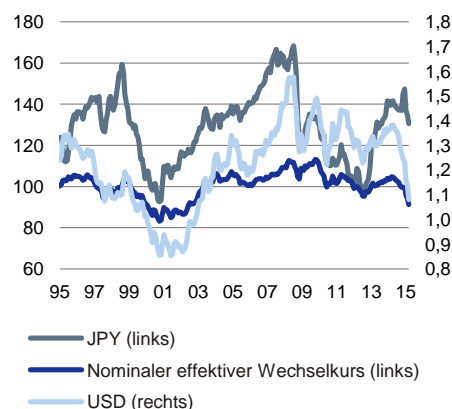
Im Bereich der Energiepolitik sollte die Politik auch künftig für besonders energieintensive Unternehmen Vergünstigungen gewähren, zumindest solange andere Ländern sich mit ambitionierten energie- und klimapolitischen Zielen zurückhalten. Dies ist angesichts der eigenen energie- und klimapolitischen Ziele zwar ein schmaler Grat. Eine einseitige Belastung energieintensiver Wirtschaftszweige wäre jedoch kontraproduktiv. Denn eine unzureichende Investitionstätigkeit in diesen Sektoren kann mittelfristig auch die Innovationskraft der Abnehmerindustrien schmälern und die integrierte industrielle Wertschöpfungskette in Deutschland – ein wichtiger Standortvorteil – belasten.¹⁷ Trotz gewisser Fortschritte hat die Reform der Energiewende nicht für genügend (langfristige) Investitionssicherheit gesorgt, und der Mangel an Marktmechanismen dürfte für anhaltend hohe bzw. steigende Preise sorgen.¹⁸

Fallender Euro könnte Export auf Jahre (moderat) stützen

EUR-Schwäche vor allem gg. USD

16

Wechselkurs ggü. EUR



Quelle: EZB

Die derzeitige Geldpolitik der EZB und insbesondere die voraussichtlich auf Jahre angelegte Divergenz der hiesigen und der US-amerikanischen Geldpolitik dürften den Euro kurz- bis mittelfristig schwächen. Während die US-Zentralbank darüber diskutiert, die Zinsen noch 2015 anzuheben, hat die EZB im März ihr Anleihekaufprogramm massiv ausgeweitet und plant, es bis mindestens Oktober 2016 laufen zu lassen. Dies hat zuletzt dazu geführt, dass der EUR gegenüber dem USD auf ein 12-Jahrestief von 1,05 am 13. März 2015 gefallen war und sich zuletzt wieder etwas auf etwa 1,10 erholte. Zwar sind Wechselkursprognosen mit besonders hohen Unsicherheiten behaftet. Angesichts der Fundamentalfaktoren (Wachstums- und Zinsdifferenzen) vertreten wir eine Wechselkursprognose, laut der der EUR/USD-Kurs Ende 2015 bei 1,00, Ende 2016 bei 0,90 und Ende 2017 sogar bei 0,85 stehen könnte.

Der Effekt auf deutsche Exporteure dürfte jedoch geringer ausfallen, als diese Zahlen zunächst suggerieren: Die EUR-Schwäche ist gegenüber den Währungen anderer wichtiger Handelspartner sehr viel schwächer ausgeprägt, da diese im Vergleich zur US-Zentralbank ebenfalls eine weniger restriktive Geldpolitik fahren dürften. Darüber hinaus hatten wir im ersten Teil der Studie herausge-

¹³ Monatsbericht, Dezember 2014. 66. Jahrgang, Nr. 12. 12.12.2014. Deutsche Bundesbank.

¹⁴ Leiharbeit: Erfolgsgeschichte mit ungewissem Ausgang. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 28. Februar 2014.

¹⁵ Pluralisierung der Erwerbsformen mit positiven Effekten auf den Arbeitsmarkt. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 9. Mai 2012.

¹⁶ Robuste Binnenwirtschaft durch gute Absichten gefährdet. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 4. Juni 2014.

¹⁷ Vgl. Heymann, Eric und Hannah Berscheid (2013). Carbon Leakage: Ein schleichender Prozess. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. Frankfurt am Main.

¹⁸ Energiewende 2.0 – Wettbewerbsfähigkeit nicht riskieren. Deutsche Bank Research. Standpunkt Deutschland. 26. November 2013.



stellt, dass die deutschen Exportprodukte im Durchschnitt weniger wechselkursabhängig sind als jene anderer Exportnationen. Insgesamt dürfte der Wechselkurs aber den Gegenwind der anderen Faktoren leicht dämpfen.

Deutsche Exportwirtschaft schaltet Gang nach unten

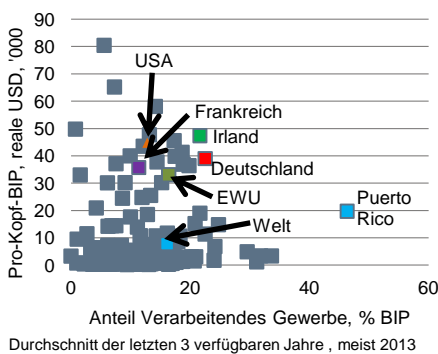
Unseres Erachtens überwiegen die Argumente dafür, dass die deutsche Exportwirtschaft künftig geringere Wachstumsraten erzielen wird als in der heißen Globalisierungsphase. Legt man plausible Annahmen für Entwicklung der oben definierten Parameter zugrunde, könnten die deutschen Exporte in den nächsten Jahren um durchschnittlich etwa gut 4% wachsen.

Ist das (gesamtwirtschaftlich) überhaupt ein Problem?

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht muss eine relativ zur Binnenwirtschaft weniger dynamische Entwicklung der Exportwirtschaft kein Beinbruch sein. Im Gegenteil: Ein ständiger sektoraler Wandel ist ein natürliches Merkmal einer Volkswirtschaft, deren makroökonomische und politische Rahmenbedingungen (Demografie, strukturelle Auslandsnachfrage, Technologie, Standortkosten) sich verändern.

Deutschland sticht international heraus

17



Quellen: Deutsche Bank Research, World Bank

Deutschland hat ohnehin einen sehr hohen Industrieanteil, vor allem wenn man es mit seinem fortgeschrittenen Entwicklungsstand vergleicht. In anderen hochentwickelten Volkswirtschaften ging zunehmender Wohlstand meist mit einem steigenden Anteil des Dienstleistungssektors einher. In nebenstehender Grafik stechen Deutschland und Irland als Länder mit einem hohen Wertschöpfungsanteil des Verarbeitenden Gewerbes bei gleichzeitig hohem Pro-Kopf-BIP heraus. Deutschlands Industrieanteil liegt bei etwa 22% (Frankreich: 11%; USA: 16%; USA: 12%). Die USA, Großbritannien, Schweden, Dänemark und Österreich sind aber Beispiele für Länder, die zugleich einen geringeren Industrieanteil und ein höheres Pro-Kopf-BIP aufweisen als Deutschland. Frankreich hat beispielsweise einen nur halb so hohen Industrieanteil und gleichzeitig ein nur moderat geringeres Pro-Kopf-BIP, wenn man die hohe Streuung in der Welt einkalkuliert. Es zeigt sich also, dass unterschiedliche Länder sehr verschiedenen „Geschäftsmodelle“ verfolgen können.

Ein weiteres Argument ist die Demografie. Deutschland ist eine der am schnellsten alternden Gesellschaften weltweit. Die recht hohe Sparquote der deutschen Haushalte spiegelt die Vorsorge für den Ruhestand. Kürzlich haben wir gezeigt, dass die Sparquote künftig tendenziell weiter sinken dürfte, sobald der zunehmende Anteil der Rentner beginnt, sein Ersparnis zu konsumieren oder zumindest seine Sparquote zu verringern.¹⁹ Die Ersparnisse wurden angesichts der langfristig höheren Rendite-/Wachstumsaussichten zu einem großen Teil im Ausland angelegt. Dieser Kapitalexport ging zwangsläufig mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen einher, die im Falle Deutschlands durch Überschüsse beim Warenhandel erzielt wurden – es wurden mehr Waren exportiert als importiert. Wenn das alternde Deutschland künftig weniger spart, wird es also auch geringere Außenhandelsüberschüsse aufweisen, was ein (relativ) höheres Wachstum der Binnen- gegenüber der Exportwirtschaft impliziert.²⁰

¹⁹ Schneider, S. (2015). Höheres Wachstum und Löhne, Sparer weiter vorsichtig. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 2. März 2015.

²⁰ ZEW (2012). Sparen und investieren vor dem Hintergrund des demographischen Wandels. Endbericht an das Bundesministerium der Finanzen.



Politik: Wandel gestalten, aber nicht forcieren oder aufhalten

Aus politischer Sicht kommt es aber darauf an, dass die Anpassung an solche sektoralen Veränderungen nicht durch eigenes Handeln ohne Not forciert wird, da abrupte Reaktionen von Unternehmen höhere gesamtwirtschaftliche Kosten mit sich bringen dürften als eine graduelle Verschiebung der Gewichte, die auf Marktentwicklung und nicht veränderte politische Rahmenbedingungen zurückzuführen ist. Eine Wirtschaftspolitik, die gegen die grundlegenden Wirkungskanäle der vielfältigen, dynamischen globalen Veränderungen ausgerichtet ist, wäre kontraproduktiv. Durch intensive Betreuung und entsprechenden Bildungsmaßnahmen sollten die negativen Auswirkungen der strukturellen Veränderungen abgemildert werden und damit die Mobilität der Arbeitskräfte zwischen Sektoren und Regionen erhöht werden. Zudem ist es wichtig, dass die Unternehmen sich auf die richtig gesetzten und langfristig ausgerichteten wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen verlassen können – die bereits angesprochene Energiewende ist hier ein Negativbeispiel. Die Politik sollte hier internationale Verschiebungen frühzeitig erkennen und die Rahmenbedingungen entsprechend anpassen. Richtig gesetzte Strukturreformen können hier grundlegende Veränderungen bewirken, wie die deutschen Arbeitsmarktreformen Mitte der 2000er-Jahre gezeigt haben.

Reaktion der Unternehmen

Auf Seiten der Unternehmen gibt es zahlreiche Möglichkeiten, wie diese reagieren können, um auch künftig im internationalen Wettbewerb erfolgreich bestehen zu können. Vielfach sind diese Möglichkeiten offensichtlich, aber in der Praxis auch häufig nicht einfach umsetzbar.

Als Reaktion auf Verschiebungen der Kostenrelationen, z.B. ausgelöst durch die Energiewende oder die Einführung des Mindestlohns, können die Unternehmen die Verlagerung der Produktion ins Ausland (noch weiter) vorantreiben, um mit Hilfe dort geringerer Energiekosten (z.B. in den USA) oder aber auch niedrigeren Lohnkosten (Schwellenländer) die gesamte Kostenbelastung zu reduzieren. Ebenso sprechen die – nicht zuletzt demografisch bedingten – besseren langfristigen Wachstumsaussichten in Schwellenländern, sowie Zölle und nicht-tarifäre Handelshemmnisse dafür, Auslandsmärkte auch künftig mindestens zum Teil durch lokale Produktionsstandorte zu bedienen.

Den demografischen Herausforderungen im Inland dürften die Unternehmen durch vielfältige Schritte entgegenwirken. Will die deutsche Industrie weiterhin in vielen Sparten Innovationsführer bleiben, müssen die Unternehmen ihr Werben um die besten Köpfe intensivieren. Dies gilt sowohl für klassische Ausbildungsberufe, die das Fundament für Facharbeiter, Industriemeister und andere produktionsnahe Tätigkeiten bilden, als auch für akademische Laufbahnen. Die Unternehmen könnten z.B. durch Stipendien für in- und ausländische Studenten noch mehr als bislang dazu beitragen, den eigenen Nachwuchs zu sichern. Dafür müssen natürlich auch die Voraussetzungen geschaffen werden, dass Studenten aus dem nicht-europäischen Ausland nach ihrem Abschluss dauerhaft in Deutschland arbeiten dürfen. Weiterbildung im Unternehmen wird wichtiger, um die Produktivität der Beschäftigten über den kompletten Lebenszyklus zu erhalten/erhöhen. Auch (noch) flexible(re) Arbeitszeitmodelle zur Erhöhung der Erwerbsbeteiligung von Frauen und Älteren können helfen, die erwartete Arbeitskräfteknappheit zu mildern. Freilich bringt dies zum Teil erheblichen Anpassungsbedarf bei den betriebsinternen Prozessen mit sich – nicht zuletzt auch die Offenheit, z.B. Englisch zur Betriebssprache zu machen. Ein Vorteil der Industrie im Kampf um die besten Talente gegenüber vielen Dienstleistungen ist, dass sie (derzeit) höhere Löhne und Gehälter zahlt.

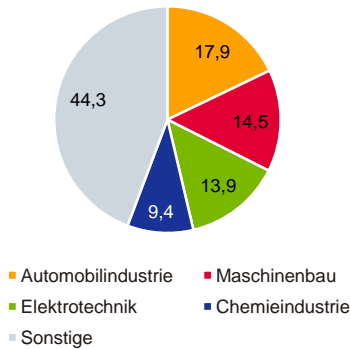


Ausblick Deutschland

Vier Branchen machen mehr als die Hälfte der deutschen Exporte aus

18

Anteil einzelner Branchen an deutschen Warenausfuhren, 2014, %

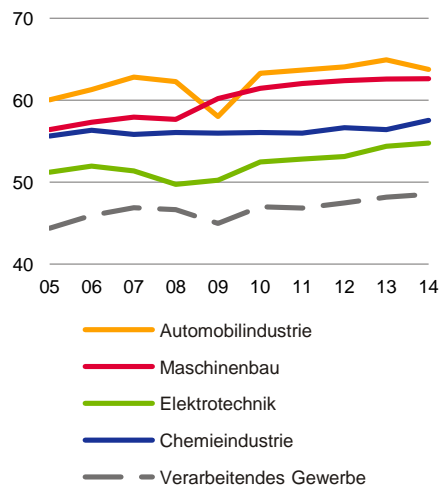


Quelle: Statistisches Bundesamt

Exportquote steigt tendenziell

19

Anteil des Auslandsumsatzes am Gesamtumsatz nach Branchen, Deutschland, %

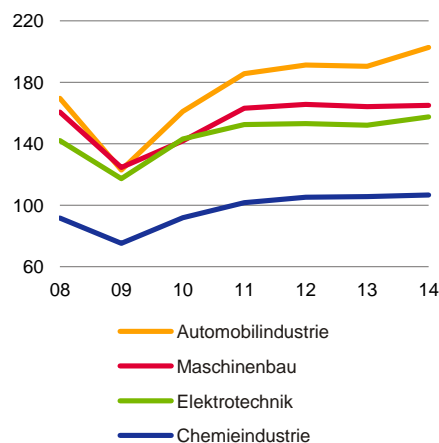


Quelle: Statistisches Bundesamt

Dynamik zuletzt verflacht

20

Nominale Warenausfuhr aus Deutschland nach Branchen, EUR Mrd.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Als Reaktion auf die zunehmende Konkurrenz aus den Schwellenländern und deren Hinaufklettern der Wertschöpfungsketten, dürften die deutschen Anbieter anstreben, Innovationsvorreiter zu bleiben, ihre Produktionsprozesse fortlaufend zu optimieren und sich durch Produkte mit den höchsten Qualitätsstandards von der Konkurrenz absetzen.

Im Folgenden betrachten wir, wie unterschiedlich die wichtigsten deutschen Exportbranchen betroffen sind und welche Reaktionen in den einzelnen Sektoren auf die Globalisierung stattgefunden haben bzw. zu erwarten sind.

Deutsches Exportmodell strukturell unter Druck – die Branchenperspektive

Fast alle deutschen Industriebranchen haben ihre Exportquote in den letzten zehn Jahren erhöht. Unter den „klassischen“ Exportsektoren konnte der sonstige Fahrzeugbau (u.a. Flugzeuge, Schiffe) seinen Exportanteil am stärksten ausweiten, und zwar um knapp 14%-Punkte (Exporte in EWU und nicht-EWU Länder). Auch in der Pharmaindustrie (+10,7%-Punkte) und im Maschinenbau (+6,2%-Punkte) hat das Auslandsgeschäft im genannten Zeitraum stark zugenommen. Insgesamt verzeichnete die Pharmaindustrie 2014 mit 68,6% die höchste Exportquote von allen Industriebranchen. Auf den Plätzen folgen der sonstige Fahrzeugbau (65,4%), die Automobilindustrie (63,7%), der Maschinenbau (62,6%), die Chemieindustrie (57,5%) sowie die Elektrotechnik (54,7%). Die Metallindustrie (36,9%) oder die Gummi- und Kunststoffindustrie (40,4%) weisen zwar unterdurchschnittliche Exportquoten auf. Hier ist jedoch zu beachten, dass diese Branchen einen nennenswerten Anteil ihrer Erzeugnisse an inländische Fabriken der zuvor genannten exportintensiven Branchen liefern. Unter dem Strich sind die hohen (direkten und indirekten) Exportquoten Ausdruck für die hohe internationale Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Industriesektoren.

Ein Blick auf die Entwicklung der Ausfuhren auf Branchenebene zeigt jedoch, dass sich in fast allen exportintensiven Sektoren die Dynamik seit etwa 2011/12 verlangsamt hat – zum Teil deutlich. Im Maschinenbau lagen die nominalen Ausfuhren des Jahres 2014 sogar knapp unter dem Wert von 2012. Auch in der Automobilindustrie, der Elektrotechnik oder der Chemieindustrie gingen die durchschnittlichen Wachstumsraten der nominalen Ausfuhren in den letzten zwei bis drei Jahren spürbar zurück. Insgesamt zieht sich auch auf Branchenebene das Muster durch, nach dem auf eine starke Erholung der Ausfuhren in den Jahren 2010 und (zum Teil) 2011 eine deutliche Abkühlung der Exportdynamik folgte.

Industriebranchen reagieren unterschiedlich auf Globalisierung

Die wichtige Frage lautet nun, ob die geringere Exportdynamik der bedeutenden deutschen Industriebranchen in den letzten Jahren vor allem auf die konjunkturelle Nachfrageschwäche in der Eurozone und einigen anderen Ländern zurückzuführen und damit temporärer Natur ist, oder ob in den betreffenden Sektoren der Exportmotor aufgrund von strukturellen Veränderungen auch künftig häufiger stottern wird. Eine Antwort auf diese Frage fällt nicht leicht, zumal einzelne industrielle Wirtschaftszweige in der Vergangenheit unterschiedlich auf die Globalisierung reagiert bzw. diese gestaltet haben. Ferner stehen die Sektoren auch in der Heimat vor unterschiedlichen Herausforderungen. Alle traditionellen deutschen Exportsektoren haben zumindest gemeinsam, dass sie den Bestand ihrer ausländischen Direktinvestitionen in den vergangenen Jahren erhöht haben. Diese Investitionen stehen naturgemäß in Konkurrenz zu Investitionen in Deutschland.

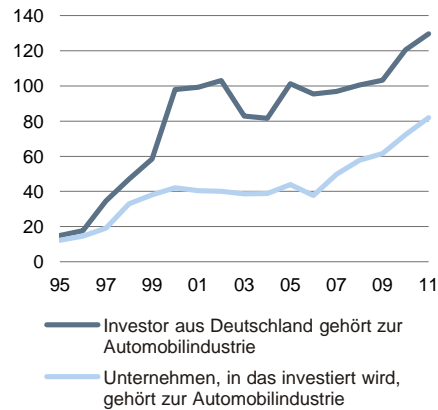


Ausblick Deutschland

Deutsche Investoren aus der Automobilindustrie im Ausland sehr aktiv

21

Bestand ausländischer Direktinvestitionen dt. Unternehmen, Automobilindustrie, EUR Mrd.

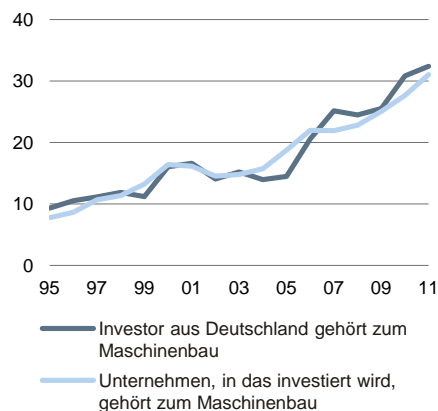


Quelle: Deutsche Bundesbank

Recht stetiger Anstieg

22

Bestand ausländischer Direktinvestitionen dt. Unternehmen, Maschinenbau, EUR Mrd.

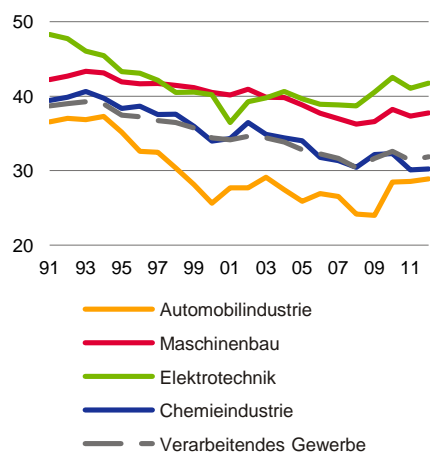


Quelle: Deutsche Bundesbank

Elektrotechnik und Maschinenbau mit hohem Wertschöpfungsanteil

23

Anteil der Bruttowertschöpfung am Produktionswert nach Branchen, Deutschland, %



Quelle: Statistisches Bundesamt

Automobilindustrie forciert Globalisierung

Die deutsche Automobilindustrie verfolgte in den letzten Jahren eine zweigleisige Globalisierungsstrategie. Zum einen steigerte sie die Ausfuhren aus Deutschland und investiert regelmäßig in die Modernisierung ihrer heimischen Werke. Die enge Verflechtung von Autoherstellern, Zulieferern, Ausrüstern, universitären und sonstigen Forschungseinrichtungen sowie Logistikunternehmen hat dabei entscheidend dazu beigetragen, dass der Automobilstandort Deutschland trotz der im internationalen Vergleich hohen Lohnkosten im globalen Wettbewerb bestehen konnte. Grundvoraussetzung für den Erfolg der letzten Jahre ist natürlich die Produktpalette, die derzeit weltweit den Geschmack der Kunden trifft. Zum anderen hat die deutsche Automobilindustrie in den letzten Jahren massiv ihre ausländischen Produktionskapazitäten ausgebaut; dies gilt für Hersteller und (große) Zulieferer gleichermaßen. Neben günstigeren Standortkosten im Ausland und verschiedenen Handelsbeschränkungen ist in den meisten Fällen die Bedienung des lokalen Marktes hierfür das entscheidende Motiv. So werden (bislang) fast alle Autos mit deutschen Markenzeichen, die in China vom Band rollen, auch vor Ort abgesetzt. Die Auslandsproduktion der Branche wuchs sehr viel schneller als die Inlandsproduktion und die Exporte aus Deutschland. Gleichwohl konnte die Automobilindustrie auch ihre Exporte in Länder mit bedeutender lokaler Fertigung ausbauen, etwa weil Motoren, Teile und Komponenten aus Deutschland in diese Staaten geliefert werden. Zudem ist es nicht möglich, sämtliche Automodelle in allen wichtigen Absatzmärkten zu bauen, weshalb die Ausfuhren von Pkw und Lkw stets ein wichtiges Standbein für den Sektor geblieben sind.

Die meisten Erweiterungsinvestitionen der deutschen Automobilindustrie werden auch in den kommenden Jahren im Ausland erfolgen. Diese Investitionen erhöhen den konzerninternen Wettbewerb zwischen einzelnen Autofabriken und können daher das deutsche Exportpotenzial schmälern. So könnte z.B. die steigende Autonachfrage in den ASEAN-Staaten mittelfristig überwiegend aus Werken deutscher Autohersteller in China (oder direkt in den ASEAN-Staaten) statt aus Deutschland beliefert werden. Dafür spricht ferner, dass der Handel Deutschlands mit diesen Ländern oder auch Indien durch Zölle und nicht-tarifäre Handelshemmnisse erschwert wird. Da aber die deutsche Automobilindustrie fortlaufend umfangreiche Investitionen in ihre heimischen Werke und Forschungseinrichtungen tätigt, Europa ein wichtiger Automarkt bleibt, sich der Aufbau einer Autofabrik nicht in jedem Wachstumsmarkt lohnt und der Produktions- und Forschungsstandort Deutschland viele seiner Stärken behalten wird, dürften die wertmäßigen Exporte der Branche aus Deutschland auch künftig weiter steigen. Dabei ist jedoch wahrscheinlich, dass sich die Dynamik spürbar abschwächt. Für den Standort Deutschland ist eine hohe Kapazitätsauslastung erforderlich, um Nachteile etwa bei den absoluten Lohnkosten auszugleichen. Flexible Arbeitszeitmodelle bleiben daher (nicht nur) für die Automobilindustrie essentiell.²¹

Maschinenbau mit recht hoher heimischer Wertschöpfung

Im Vergleich zur Automobilindustrie zeichnet sich der deutsche Maschinenbau durch eine höhere heimische Wertschöpfung und eher mittelständische Unternehmensstruktur aus. Zwar hat auch der Maschinenbau seine ausländischen Direktinvestitionen in den letzten Jahren ausgebaut, aber viele Maschinenbauunternehmen produzieren nach wie vor überwiegend (oder gar ausschließlich) in Deutschland, obwohl sie in ihrer Nische nicht selten Weltmarktführer sind. Ein wichtiger Faktor ist hierbei, dass sich der deutsche Maschinenbau traditionell

²¹ Siehe hierzu auch Heymann, Eric (2014). Zukunft des Automobilstandorts Deutschland. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. Frankfurt am Main.

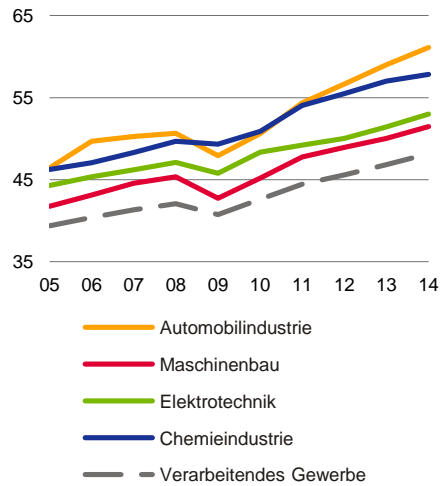


Ausblick Deutschland

Exportbranchen zahlen überdurchschnittlich

24

Jährliche Bruttolohn- und Gehaltssumme pro Beschäftigten, '000 EUR

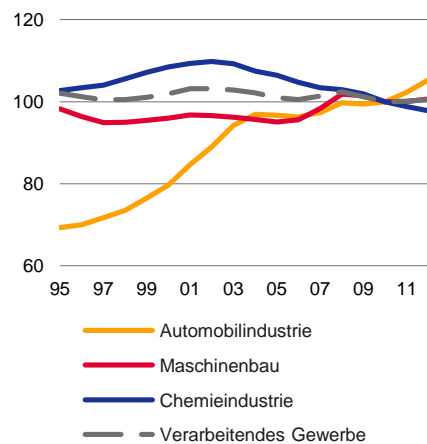


Quelle: Statistisches Bundesamt

Kapitalstock wächst in der Automobilindustrie am stärksten

25

Reales Nettoanlagevermögen, Deutschland, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

auf Spezialmaschinen konzentriert. Dieser Fokus vermindert auch den Preisdruck in der Branche, wenngleich auch andere (relativ junge) Maschinenbau-nationen wie China bestrebt sind, in diese Segmente vorzustoßen. Die global wachsende Nachfrage nach Maschinen wird auch künftig den Produktionsstandort Deutschland begünstigen. Dennoch wird der Maschinenbau in den nächsten Jahren vermehrt auch eigene Produktionsstätten in den wichtigen Absatzmärkten errichten, weil dies von den Kunden verlangt wird und dienstleistungsnahe Mehrwertdienste leichter angeboten werden können. Auch hier gilt, dass eine solche Entwicklung – ceteris paribus – das Exportpotenzial aus Deutschland heraus künftig schmälern wird.²²

Der mittelständische Maschinenbau könnte durch den zuvor beschriebenen demografischen Wandel zudem härter getroffen werden als z.B. die großen Automobilhersteller. So gibt es innerhalb der Industrie deutliche Lohnunterschiede. Bei den großen Automobilherstellern liegen diese systematisch über dem Niveau des mittelständischen Maschinenbaus.

Elektrotechnik konzentriert sich auf Investitionsgüter

Auch für die Elektrotechnik bleibt Deutschland ein wichtiger Produktionsstandort. Allerdings erfolgte in der Branche in den vergangenen Jahrzehnten eine Verschiebung zwischen einzelnen Segmenten. So sank im langfristigen Vergleich die Produktion von elektronischen Haushaltgeräten oder Unterhaltungselektronik; dabei spielten Kostenaspekte (Löhne) sowie die scharfe Konkurrenz aus Asien eine wichtige Rolle. Dagegen nahm die inländische Fertigung etwa in der Energietechnik, bei Mess- und Kontrollgeräten, in der Medizintechnik oder bei optischen Geräten langfristig zu, wobei die Auslandsnachfrage eine tragende Rolle spielte. Natürlich haben auch Unternehmen der Elektrotechnik ihr Engagement im Ausland stetig ausgebaut; dies gilt vor allem für die großen Unternehmen der Branche. Da der technische Fortschritt innerhalb der Branche schneller voranschreitet und Produktzyklen in einzelnen Segmenten kürzer ausfallen als in anderen Branchen, können Produkte, die heute noch erfolgreich sind, schon nach kurzer Zeit verdrängt werden; dies gilt insbesondere für konsumnahe Erzeugnisse. Nicht zuletzt deshalb dürfte sich die Branche in Deutschland stärker auf Investitionsgüter konzentriert haben. Bleibt die deutsche Elektrotechnik in diesem Segment innovativ, wird auch das Exportmodell in den nächsten Jahren funktionieren. Die weiter zunehmende Konkurrenz aus Asien und den USA sowie die Lokalisierung von Fertigungsstätten deutscher Unternehmen lassen jedoch auch hier ein geringeres Wachstumspotenzial bei den Exporten erwarten.

Chemieindustrie reduziert Investitionen in den Deutschland

Die Chemieindustrie ist die einzige der traditionellen deutschen Exportbranchen, in denen der reale Kapitalstock in Deutschland aufgrund von unzureichenden Investitionen in den letzten Jahren stetig gesunken ist – bei gleichzeitig steigenden Exporten und Produktion.²³ Da die Chemieindustrie zu den energieintensiven Sektoren zählt, dürften die hohen Energiepreise in Deutschland und – noch mehr – die Unsicherheiten über die künftige Ausgestaltung der deutschen Energiepolitik hierfür wesentliche Treiber gewesen sein. Jüngste Auslandsinvestitionen großer deutscher Chemiefirmen in den USA wurden ganz explizit mit den dort niedrigeren Energiepreisen und verlässlicheren Rahmenbedingungen er-

²² Vgl. Auer, Josef, (2014). Neue Wachstumschancen für den deutschen Maschinenbau. Technologieführerschaft & Auslandsinvestitionen. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. Frankfurt am Main.

²³ Vgl. hier und im Folgenden Heymann, Eric (2014). Investitionen in Deutschland auf Branchenebene. Dienstleister (noch) expansiv, Industrie schrumpft leicht. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. Frankfurt am Main.

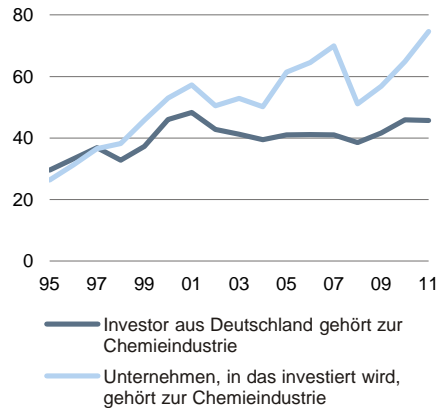


Ausblick Deutschland

Ausländische Chemieunternehmen für deutsche Investoren attraktiv

26

Bestand ausländischer Direktinvestitionen dt. Unternehmen, Chemieindustrie, EUR Mrd.

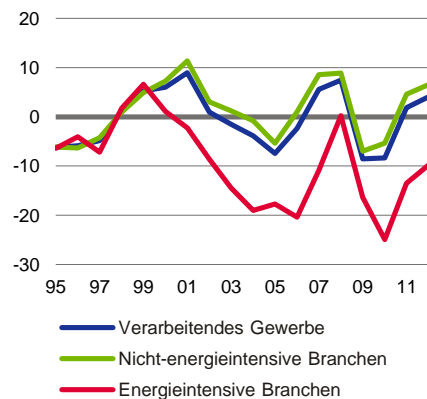


Quelle: Deutsche Bundesbank

Energieintensive Industriebranchen investieren weniger

27

Anteil der nom. Nettoanlageinvestitionen an den nom. Bruttoanlageinvestitionen, Deutschland, %



Quelle: Statistisches Bundesamt

klärt; es handelt sich hier recht eindeutig um Auslandsinvestitionen, die ein stärkeres Engagement in Deutschland ersetzen. Derzeit spricht wenig dafür, dass sich das Investitionsklima in der Chemieindustrie am Standort Deutschland kurz- bis mittelfristig grundlegend ändert. Zu groß sind die Unsicherheiten über die weitere Entwicklung der Energiewende, wobei Investitionsentscheidungen natürlich nie monokausal sind und die Branche an den bestehenden Standorten durchaus investiert. Dennoch wird es für die Branche schwieriger, inländische Produktion und Ausfuhren dauerhaft zu steigern, wenn die Investitionen in Deutschland weiterhin unter den Abschreibungen bleiben. Insofern zählt die Chemieindustrie zu den Sektoren, in denen das bislang erfolgreiche Exportmodell am schnellsten unter Druck geraten kann.

Auch in den anderen energieintensiven Industriezweigen (Papierindustrie, Baustoffe, Metallherzeugung) sank in den letzten Jahren der reale Kapitalstock in Deutschland. Die Exportquote in diesen Branchen liegt unter dem Durchschnitt des gesamten Verarbeitenden Gewerbes und ist in den letzten Jahren relativ konstant geblieben. Fallen auch künftig die Investitionen dieser Branchen in Deutschland zu niedrig aus, um einen Substanzverlust beim Anlagevermögen zu verhindern, hätte dies negative Auswirkungen auf Produktivitätsfortschritt, Innovationskraft, Produktionspotenzial und Exporttätigkeit.

Fazit: Gute Ausgangslage der deutschen Exporteure nicht verspielen

Aufgrund der von uns beschriebenen Entwicklungen dürfte die Binnenwirtschaft künftig einen zunehmenden Anteil an der Gesamtwirtschaft einnehmen. Trotz einer in der deutschen Öffentlichkeit und Politik vermutlich vorherrschenden Skepsis muss dies bei weitem kein Beinbruch sein. Vielmehr ist dies eine natürliche Reaktion einer Volkswirtschaft auf sich verändernde gesamtwirtschaftliche und politische Rahmenbedingungen – vor allem die hervorstechende demografische Entwicklung Deutschlands. Eine weniger exportabhängige deutsche Wirtschaft würde zudem mittel- bis langfristig weniger schwankungsanfällig werden. Aus Unternehmens- und politischer Sicht kommt es entscheidend darauf an, diesen Wandel graduell zu vollziehen und nicht durch falsche politische Rahmenbedingungen zu forcieren. Dies könnte merkbare gesamtwirtschaftliche Folgen mit sich bringen.

Damit die gute Ausgangslage der exportstarken deutschen Unternehmen nicht unnötig verspielt wird, sollten dem kräftigen Gegenwind aus dem In- und Ausland entsprechende Maßnahmen entgegengestellt werden. Von politischer Seite ist es zwar unwahrscheinlich, dass die großen „Vorzeigeprojekte“ – z.B. Rente mit 63 und Mindestlohn – zurückgenommen werden. Allerdings kommt es nun entscheidend darauf an, dass die Mindestlohnkommission keine überhöhten Steigerungen beschließt, um keinen zusätzlichen negativen Effekt auszulösen. Tarifvertragsparteien sollten mit Bedacht handeln und bei einem kommenden Fachkräftemangel die Lohnsteigerung nicht derart überziehen, dass die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen abrupt gemindert wird.

Zudem sollte die noch vorhandene externe Arbeitsmarktflexibilität über Leiharbeit und Werkverträge erhalten bleiben. Zur Abfederung der Verschärfung des demografischen Wandels durch die Rente mit 63 sollte der Zugang ausländischer Fachkräfte weiter flexibilisiert werden. Zudem ist es wichtig, das Bildungssystem weiter zu stärken, wobei mehr Ressourcen in der frühkindlichen Phase sowie im Bereich der Spitzenforschung eingesetzt werden sollten und kontinuierliche Weiterbildungen über den kompletten Lebenszyklus hinweg stattfinden sollten.



Zusätzliche Impulse könnten die deutschen Unternehmen auch von einem erfolgreichen Abschluss der derzeit verhandelten Handelsabkommen, insbesondere TTIP, erhalten.

Die Unternehmen dürften den erfolgreichen Kurs der vergangenen Jahrzehnte fortsetzen. Sie stellen sich immer wieder erfolgreich den globalen Herausforderungen. Zur Abfederung der demografischen Herausforderungen können die Produktivität der Beschäftigten über eine stärkere Automatisierung erhöht und durch eine höhere Flexibilität bei der Arbeitszeit die Erwerbsquoten gesteigert werden. Zudem dürften die Unternehmen ihre globalen Wertschöpfungsketten noch weiter ausbauen und die Produktion im Ausland weiter erhöhen.

Dies wird mittelfristig dazu führen, dass die Unternehmen der deutschen Exportwirtschaft noch stärker zu global agierenden Unternehmen werden, die ihre Produkt(ions)expertise dort einsetzen, wo dies am gewinnträchtigsten ist, und ihre Produkte weltweit vertreiben. Die so generierten Gewinne könnten für eine alternde, stärker binnenorientierte deutsche Volkswirtschaft in den nächsten Dekaden zu einem Segen werden.

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

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

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



2015: Starke Binnenwirtschaft und volatiles H1

- Dank der sich verbessernden Stimmungsindikatoren, der kräftigen realen Einkommensgewinne durch den gefallenen Ölpreis und steigende Sozialleistungen sowie des höheren durch die Euro-Abschwächung getriebenen Exportwachstums dürfte die deutsche Volkswirtschaft 2015 um 2% wachsen.
- Das Wachstum sollte breit angelegt sein, aber von der Binnenkonjunktur, vor allem dem privaten Konsum, dominiert sein. Exporte und Ausrüstungsinvestitionen dürften weiterhin deutlich hinter den hohen Wachstumsraten der Vorkrisenjahre zurückbleiben.
- Gegenüber unserer letzten Prognose²⁴ haben wir primär eine Änderung des Quartalsprofils vorgenommen. Wir erwarten, dass der milde Winter beim Bau für Vorzieheffekte sorgt und ein äußerst kräftiges BIP-Wachstum in Q1 (+0,8% gg. Vq.) nach sich zieht. Darauf dürfte in Q2 (+0,2%) – wie schon im Vorjahr – eine Gegenbewegung folgen.

Wachstumsaussichten zuletzt aufgehellt

In den letzten Monaten haben sich die Wachstumsaussichten Deutschlands spürbar aufgehellt. Dazu trugen der kräftige Rückgang des Ölpreises, der dem Konsum Impulse gibt, und der wegen der Maßnahmen der Europäischen Zentralbank (EZB) deutliche Rückgang des effektiven Wechselkurses des Euro, der den Export nach und nach stützen sollte, bei. Zudem war das Wachstum Ende 2014 stärker als gedacht. Aufgrund dieser Faktoren hatten wir in der letzten Ausgabe des Ausblick Deutschland unsere Prognose für das BIP-Wachstum in 2015 auf 2% angehoben.

Starkes Winterhalbjahr 2014/15

Das kräftige BIP-Wachstum von 0,7% gg. Vq. in Q4 2014 machte die Stagnationsphase des Sommerhalbjahres vergessen und ließ das Jahr 2014 aus Konjunktursicht positiv enden. Zudem erwarten wir, dass das 1. Quartal 2015 ein ebenso kräftiges Wachstum (+0,8%) aufweisen wird. Allerdings dürfte die Stärke des Winterhalbjahres die zugrundeliegende Dynamik überzeichnen, da das Rentenpaket der Bundesregierung für kräftige Einkommenszuwächse bei den monetären Sozialleistungen gesorgt hat, was den ohnehin vorhandenen Beitrag des niedrigeren Ölpreises zu den realen verfügbaren Einkommen zusätzlich stärkte. Des Weiteren sorgt der milde Winter bei den Bauinvestitionen für Vorzieheffekte. Die durchschnittliche Temperatur betrug im Januar und Februar diesen Jahres 3,3°C. Seit 1992 lag der Durchschnitt bei 1,1°C. In Q2 dürfte es eine kräftige Gegenbewegung geben, was einer Wiederholung der Entwicklung in H1 2014 gleich käme. Insgesamt würde die deutsche Wirtschaft damit im 1. Halbjahr aber immer noch ein sehr solides Wachstum aufweisen.

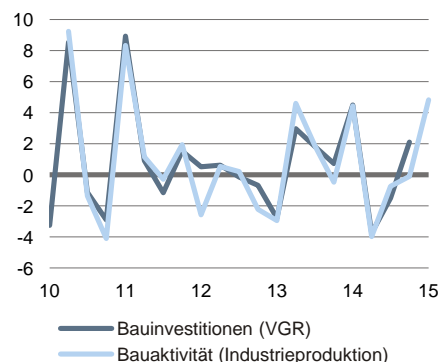
90% des Wachstums kommen von der Binnenwirtschaft

Vor allem der private Konsum sollte mit über 2% kräftig wachsen. Dazu tragen die hervorragende Arbeitsmarktlage mit robustem Lohn- und Beschäftigungsaufbau und der anhaltende starke Zustrom von Zuwanderern bei. Aufgrund der nahezu fehlenden Inflation dürften dieses Jahr die höchsten realen Einkommenszuwächse der letzten 20 Jahre zu Buche schlagen. Diese Faktoren – zu-

Treibt der Bau das Wachstum in Q1?

1

Real, % gg. Vq. (bislang verfügb. Montaswerte)

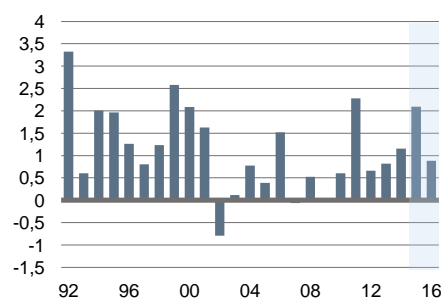


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Konsum 2015 mit kräftigem Plus

2

Privater Konsum, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

²⁴ Ausblick Deutschland. 2. März 2015.



sammen mit den historisch niedrigen Zinsen – tragen außerdem dazu bei, dass die Bauinvestitionen ein solides Plus von 3% verzeichnen dürften.

Exporte mit gradueller Beschleunigung

Dank der Abwertung des EUR und der weiteren moderaten Erholung der Weltwirtschaft im Jahresverlauf dürften die deutschen Ausfuhren mit 4,4% ein leicht höheres Wachstum als im Vorjahr verzeichnen. Die unserer Ansicht nach strukturelle Trägheit des Welthandels dürfte aber das Aufwärtspotenzial beschränken. Daher dürfte auch die Kapazitätsauslastung der Industrieunternehmen nicht spürbar über den historischen Durchschnitt steigen, was die Ausrüstungsinvestitionen ausbremsen sollte (+4%). Dennoch dürfte der deutsche Leistungsbilanzüberschuss auf über 8% des BIP ansteigen – zum Großteil wegen der ölpreisbedingt niedrigen Importpreise –, obwohl die Importe (+4,5%) wegen der soliden Binnenkonjunktur stärker als die Exporte wachsen dürften.

Fiskalpolitik setzt auf mehr Investitionen

Der anhaltend hohe Leistungsbilanzüberschuss ist der Europäischen Kommission und anderen EWU-Ländern ein Dorn im Auge. Viele sehen sie als ein Hindernis für einen schnelleren Ausgleich der wirtschaftlichen Ungleichgewichte in der Eurozone. Dieses Thema dürfte im Rahmen der Macroeconomic Imbalances Procedure der EU (Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte) in den nächsten Monaten eine wichtige Rolle spielen. Vermutlich auch zum Teil um dieser Diskussion zuvorzukommen, hat die deutsche Bundesregierung im kürzlich beschlossenen Nachtragshaushalt für 2015, dem Haushaltsentwurf 2016 und der mittelfristigen Finanzplanung bis 2019 eine deutliche Steigerung der öffentlichen (Infrastruktur-) Investitionen vorgesehen. Allerdings wird dies durch höhere Einnahmen, niedrigere Ausgaben an anderer Stelle und vor allem durch die dank der EZB niedrigere Zinslast finanziert. Dadurch soll der Haushalt bis 2019 ausgeglichen bleiben. Der Effekt auf die Binnennachfrage und damit auf den Abbau der Ungleichgewichte dürfte daher aber niedrig ausfallen.

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

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



Haushalt der Bundesregierung stellt die Weichen für höhere Investitionen

- Am 18. März hat das Kabinett den von Finanzminister Schäuble vorgelegten Nachtragshaushalt der Bundesregierung für 2015, den Haushaltsentwurf 2016 und die mittelfristige Finanzplanung bis 2019 beschlossen.
- Die wichtigste politische Maßnahme – obwohl bereits im Vorfeld bekannt – ist die starke Erhöhung der staatlichen (Infrastruktur-)Investitionen. Diese Mehrinvestitionen werden sich bis 2019 auf EUR 13,5 Mrd. belaufen und z. T. der Kofinanzierung von Investitionen in Gemeinden dienen. Sie tragen dazu bei, einen großen Teil des von uns bereits in der Vergangenheit identifizierten Investitionsbedarfs zu decken. Außerdem werden jeweils weitere EUR 8 Mrd. auf Entwicklungshilfe und die Bundeswehr entfallen.
- Diese Maßnahmen dürften die deutsche Regierung bei ihren Gesprächen mit der Europäischen Kommission über Deutschlands hohen Leistungsbilanzüberschuss helfen, worauf auch die ersten Reaktionen des EU-Kommissars für Wirtschaft und Finanzen, Pierre Moscovici, schließen lassen. Das Investitionsprogramm ist jedoch insgesamt relativ klein (unter 0,2% des BIP p.a.) und wird durch höhere Einnahmen und niedrigere Zinsausgaben finanziert. So plant die Regierung wie schon letztes Jahr bis 2019 mit einem ausgeglichenen Bundeshaushalt. Damit dürfte der Beitrag zum Abbau der wirtschaftlichen Ungleichgewichte in der EWU eher gering sein. Andere Regierungsmaßnahmen werden jedoch maßgeblich über das Sozialversicherungssystem und nicht den Bundeshaushalt finanziert und stützen die deutsche Binnenkonjunktur, was auch leicht positiv auf die Ungleichgewichte wirkt.

Haushalts- und Leistungsbilanzüberschüsse sind der EU-Kommission und anderen EWU-Ländern ein Dorn im Auge

Die deutsche Wirtschaftspolitik ist zurzeit ein umstrittenes Thema in Europa. Besonders der hohe Leistungsbilanzüberschuss wird als Hindernis für einen rascheren Abbau der wirtschaftlichen Ungleichgewichte innerhalb der Eurozone gesehen. In Focus Europe (6. März) hatten wir zuletzt darauf hingewiesen, dass die gegenwärtige Lohnentwicklung in Deutschland auf mittlere Sicht zu einer leichten Verringerung des deutschen Leistungsbilanzüberschusses beitragen könnte. Das Ausmaß der Reduzierung wird die EU-Kommission jedoch kaum überzeugen. Sie wird voraussichtlich weitere Schritte fordern, um den von uns prognostizierten Überschuss von 8,4% des BIP (Prognose 2015; 2014 ca. 7 ½%) auf die obere Grenze der makroökonomischen Ungleichgewichte zurückzuführen (6%). Basierend auf ihrem detaillierten Länderbericht zu Deutschland dürfte die EU-Kommission einen Anstieg der staatlichen (Infrastruktur-) Investitionen fordern. Viele Länder scheinen die Einschätzung zu vertreten, dass ein ausgeglichener Haushalt in Deutschland angesichts der gegenwärtigen ökonomischen Situation in Europa mit Deutschland als Konjunkturlokomotive nicht ausreichend ist. Die Hoffnungen richten sich darauf, dass eine weniger restriktive Haushaltspolitik / höhere Investitionen in Deutschland der wirtschaftlichen Erholung, die sich derzeit in der Eurozone entfaltet, zusätzliche Impulse verleiht. Vor diesem Hintergrund hat das Kabinett den von Finanzminister Schäuble vorgelegten Nachtragshaushalt der Bundesregierung für 2015, den Haushaltsentwurf 2016 und die mittelfristige Finanzplanung bis 2019 verabschiedet.



Fokus liegt auf zusätzlichen Infrastrukturinvestitionen

Die wichtigste politische Initiative ist die starke Erhöhung der Infrastrukturinvestitionen, worüber wir schon früher geschrieben haben:

- Gegenüber früheren Haushaltsplanungen für 2015 sollen die Einnahmen EUR 3,5 Mrd. höher und die Zinsausgaben EUR 700 Mio. niedriger liegen. Diese Mittel werden zum Großteil für einen Sonderfonds zur Unterstützung finanzschwacher Städte und Gemeinden im Zeitraum 2015-2018 verwendet. Bis zu 90% der jeweiligen Investitionsprojekte können durch den Fonds getragen werden, wobei dies davon abhängig ist, wie prekär die Finanzlage der Kommune ist. Dies ist aus politischer Sicht sowie unter dem Aspekt der Umverteilung nachvollziehbar. Außerdem sind die Städte und Gemeinden für einen Großteil der öffentlichen Infrastruktur verantwortlich und viele von ihnen sind in der Tat als finanzschwach einzustufen. Aus wirtschaftlicher Sicht ist diese Allokation jedoch weniger verständlich, da die Rendite bei Infrastrukturprojekten keine Rolle für die Investitionsentscheidung spielt und den finanziellen Ausblick schwacher Kommunen nicht fundamental verändert.
- Außerdem wird die Bundesregierung selbst für den Zeitraum von 2016 bis 2018 insgesamt EUR 10 Mrd. zusätzlich investieren. Von diesem Betrag sind EUR 7 Mrd. bereits für festgelegte Projekte verplant, wobei EUR 4.3 Mrd. in die Verkehrsinfrastruktur (im wesentlichen Autobahnen) und die digitale Infrastruktur (z. B. zur Unterstützung des Ausbaus der Breitbandversorgung in ländlichen Gegenden, wo diese andernfalls in vielen Fällen nicht rentabel ist) fließen sollen. Die restlichen EUR 3 Mrd. werden den verschiedenen Ministerien zugeteilt und sollen für Investitionszwecke verwendet werden.

Obwohl sich über den Nutzen spezifischer Investitionsprojekte sicherlich endlos diskutieren lässt, halten wir die Stoßrichtung der Investitionsprojekte im Wesentlichen für richtig. Außerdem trägt die vorgeschlagene Investitionssumme dazu bei, den von uns identifizierten Investitionsbedarf im öffentlichen Sektor zu decken (weitere EUR 5–10 Mrd. p.a.; Standpunkt Deutschland, 5. Dezember 2014). Zudem ist zu berücksichtigen, dass der Bund nur für einen kleinen Teil der öffentlichen Infrastruktur verantwortlich ist, so dass die Fokussierung auf höhere Investitionen in Städten und Kommunen generell zu befürworten ist. Andere volkswirtschaftliche Beobachter fordern zum Teil ein deutlich höheres Investitionsvolumen. Wir teilen diese Einschätzung nicht, insbesondere vor dem Hintergrund der demografischen Entwicklung und der verwendeten Berechnungsmethoden.

In die Entwicklungshilfe sollen für den Zeitraum von 2016 bis 2019 insgesamt EUR 8,3 Mrd. mehr fließen, was womöglich auch der „Reduzierung des Leistungsbilanzüberschusses“ zugerechnet werden könnte. Auf jeden Fall könnte dies als weiteres Anzeichen gewertet werden, dass Deutschland in der geopolitischen Arena sichtbar wird. Die Erhöhung der Verteidigungsausgaben um EUR 8 Mrd. bis 2019 ist ebenfalls in diesem Kontext zu sehen. Die Sonderausgaben von EUR 1,8 Mrd. für die innere Sicherheit wurden mit dem Hinweis auf den Terroranschlag in Paris im Januar 2015 expressis verbis gerechtfertigt.

Haushaltsausgleich gut für die CDU und höhere Investitionen gut für die SPD – ökonomische Auswirkungen begrenzt

Aus innenpolitischer Sicht können beide Partner der Regierungskoalition zufrieden sein. Die von Sigmar Gabriel geführte Sozialdemokratische Partei kann auf die Erhöhung der Investitionen verweisen. Die Sozialdemokraten sind im allgemeinen Befürworter der These einer „Investitionslücke“. Außerdem könnte die



Unterstützung für die Kommunen, die sich – wenn alle Transferzahlungen und andere finanzielle Erleichterungen zusammengenommen werden – bis 2019 auf EUR 25 Mrd. belaufen (u. E. etwas hoch gegriffen), tendenziell den finanziell schwachen Kommunen zugutekommen, die im Allgemeinen häufig von Sozialdemokraten geführt werden bzw. die sich in Bundesländern befinden, die von der SPD regiert werden. Die CDU unter Kanzlerin Merkel und im Besonderen Finanzminister Schäuble können auf das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts in jedem Jahr bis 2019 verweisen. Im Jahr 2015 könnte es sogar begrenztes Aufwärtspotenzial geben: Nach unserer Prognose wird das BIP um 2% steigen verglichen mit der Regierungsprognose von 1,5%. Auf der anderen Seite legte die Regierung eine Inflationsrate von 0,8% zugrunde, während wir annähernd unveränderte Verbraucherpreise erwarten. Damit sind die Risiken ungefähr ausgewogen.

Zum Kabinettsbeschluss des Bundeshaushalts sagte Schäuble: „Mit dem Eckwertebeschluss schlagen wir ein neues Kapitel in der Haushaltspolitik auf. Wir erhöhen die Investitionen deutlich, ohne dafür neue Schulden aufnehmen zu müssen. Damit verbessern wir die Struktur des Haushalts und machen Deutschland zukunftsfest.“²⁵

Aus europäischer Sicht dürfte der Haushalt weniger eindeutig positiv bewertet werden. Offensichtlich konzentriert sich das Interesse auf das Infrastrukturpaket, welches die Koalition nach außen stark betont und auch besondere Beachtung in den Medien findet. Pierre Moscovici, der französische EU-Haushalts-Kommissar, sagte, dass der Vorschlag der deutschen Regierung in die richtige Richtung ginge, obwohl (noch) mehr hätte getan werden können. Dies könnte darauf hindeuten, dass die Risiken einer kurzfristigen Eskalation der Diskussion mit der Kommission gering sind. Anfang März argumentierten wir, dass es angesichts des gerade Italien und Frankreich eingeräumten Spielraums ohnehin schwierig wäre, gegenüber Deutschland eine zu harte Haltung zu vertreten.

Mit ca. EUR 3-4 Mrd. pro Jahr macht das Paket allerdings weniger als 0,2% des BIP aus, und ein großer Teil der Wertschöpfung dürfte im Inland stattfinden, was den stimulierenden Effekt für die Eurozone begrenzt. Zudem werden die Mehrinvestitionen durch geringere Zinsausgaben, Ausgabekürzungen in anderen Bereichen und höhere Einnahmen gegenfinanziert, denn der Bundeshaushalt soll laut Finanzplan bis 2019 jedes Jahr ausgeglichen sein. Anders ausgedrückt: Die aktualisierten Ausgaben- und Einnahmeströme für 2016-2018 entsprechen nahezu dem Niveau des Vorjahres.

Auf der anderen Seite ist die obige Diskussion auf den Bundeshaushalt begrenzt. Die jüngsten politischen Maßnahmen der Großen Koalition werden allerdings in vielen Fällen über das Sozialversicherungssystem finanziert. So haben z.B. die Option einer Frührente mit 63, höhere Renten für einige Mütter und die allgemeine Rentenerhöhung das verfügbare Einkommen im 2. Halbjahr 2014 kräftig erhöht. Insgesamt betrug das Plus EUR 9,5 Mrd., wovon EUR 4,1 Mrd. auf die höheren Sozialleistungen zurückgingen. In den vorherigen sechs Jahren machten sie weniger als ein Drittel aus. Dies kommt zu den ohnehin soliden Einkommenszuwächsen hinzu, die das Wachstum des privaten Verbrauchs in Deutschland im Jahr 2015 auf über 2% treiben dürften. Die Stärke des deutschen Verbrauchs trägt dazu bei, den deutschen Leistungsbilanzüberschuss gegenüber den anderen EWU-Ländern zu dämpfen, während der Gesamtüberschuss u.a. aufgrund der schwachen Rohstoffpreise weiter gestiegen ist.

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

²⁵ <http://www.bundesfinanzministerium.de/Content/DE/Pressemitteilungen/Finanzpolitik/2015/03/2015-03-18-PM13-bundeshaushalt-eckwerte.html>

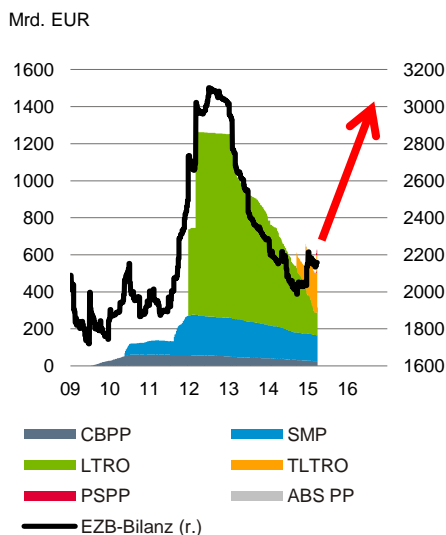


EZB: Auswirkungen von Quantitative Easing (QE) bislang positiv

- Das erweiterte Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank (EZB) ist erfolgreich angelaufen. Bislang wurden EUR 26,3 Mrd. an Staatsanleihen (und Anleihen staatlicher Institutionen wie KfW und ESM) gekauft. Das Programm dürfte bis mindestens September 2016 laufen und die EZB-Bilanz auf über 3 Bill. treiben.
- Die Erwartung, gefolgt von der Ankündigung und dem Beginn des Programms haben die Zinsen auf Staatsanleihen kräftig nach unten gedrückt, was auch die Zinsen für die Realwirtschaft deutlich fallen ließ. Zusammen mit der kräftigen Abwertung des EUR sollte dies die Konjunkturerholung in der Eurozone stützen.
- Trotz der vorläufig positiven Anzeichen dürfte es bis mindestens Anfang 2016 dauern, bis die EZB den Erfolg des Kaufprogramms bewerten kann.

Unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen der EZB

1



Anleihekaufprogramm ist gestartet

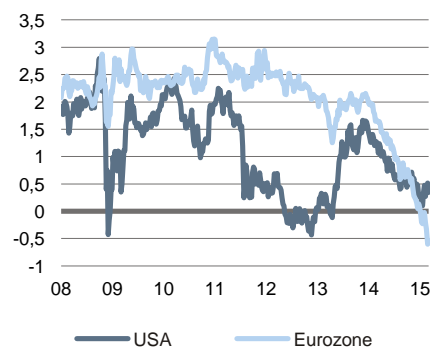
Am 9. März haben die EZB, bzw. die nationalen Zentralbanken, begonnen Staatsanleihen zu kaufen – das sogenannte Quantitative Easing oder die quantitative Lockerung. Im Rahmen des im Januar erweiterten breitbasierten Anleihekaufprogramms sollen voraussichtlich bis mindestens September 2016 Wertpapiere im Wert von EUR 60 Mrd. pro Monat aufgekauft werden. Dadurch soll die Bilanz der EZB um EUR 1 Bill. ausgeweitet werden bzw. auf über EUR 3 Bill. steigen. Dieses Niveau hatte sie schon einmal 2012/13 erreicht. Bis 20. März haben die EZB, bzw. die nationalen Zentralbanken, EUR 26,3 Mrd. an Staatsanleihen (und staatlicher Institutionen wie KfW und ESM) gekauft. Damit scheint das Euro-System auf gutem Weg, die monatliche Quote zu erfüllen.

Zum Teil wurden Zweifel geäußert, ob die EZB genügend Verkäufer von Staatsanleihen findet, da diese wegen einem unattraktiven Risiko-/Renditeprofil anderer Anlageklassen wenig Alternativen sehen bzw. regulatorischen Zwängen unterliegen. Derzeit mehren sich die Anzeichen, dass sich die Konjunktur in der Eurozone beschleunigt und der Kreditzyklus beginnt. In vier der letzten fünf Monate war die Kreditneuvergabe an den Privatsektor positiv. Das Bank Lending Survey (quartalsweise Umfrage der EZB unter Banken) deutet sowohl auf steigende Kreditnachfrage als auch steigendes -angebot hin. Dies sollte graduell dazu beitragen, dass die Banken ihre Anleihen verkaufen und stattdessen zu höheren Zinsen Kredite an die Realwirtschaft vergeben.

EZB QE-Programm hat reale Renditen unter US-Niveau gedrückt

2

Terminkurs für in 5 Jahren abzgl. marktimpliziter Inflation in 5 Jahren; EWU-Daten BIP gewichtet



Fallende Marktzinsen,

Das Anleihekaufprogramm hat mehrere potenzielle Wirkungskanäle. Die ersten Anzeichen sind positiv, dass das Programm sowohl über den Währungs- als auch den Zinskanal positive Auswirkungen hat.

In realer Rechnung sind die Refinanzierungskosten der EWU-Staaten (Termingeschäfte auf 5-Jahressicht) zuletzt in den negativen Bereich gefallen und lagen damit selbst unter den Niveaus, die in den USA während der Hochphase der dortigen quantitativen Lockerung oder in Japan vorherrschten. Dies trägt dazu bei, dass die EWU-Staaten laut der EU-Kommission 2015 nur 2,5% des BIP für Zinskosten aufwenden müssen. Dies sind 0,6%-Punkte weniger als noch 2014. Die EZB-Politik hat auch Auswirkungen auf das Zinsniveau für den privaten Sektor. Die durchschnittlichen Zinsen, die nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften für Kredite an Banken entrichten müssen, sind um 60 Basispunkte gesunken und das Bank Lending

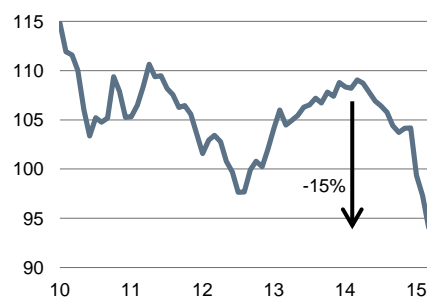


Survey deutet auf eine weitere Margenkompression hin. Diese Entwicklung ist auch an den Aktienmärkten nicht spurlos vorbeigegangen. Seit die EZB im letzten September begonnen hatte über Anleihekaufprogramme zu sprechen, sind die Aktienkurse in der EWU um 15% angestiegen. Dies reflektiert die niedrigeren Abzinsungsfaktoren. Dadurch steigt der Wert von Sicherheiten, die die Banken z.B. bei der EZB hinterlegen können, was dem Kreditzyklus positive Impulse geben könnte.

... schwächerer EUR und steigende Inflation

Diskussion und Erwartung von QE haben EUR um 15% abwerten lassen 3

Nominaler handelsgewichteter Wechselkurs, Q1 1999=100



Quellen: Deutsche Bank Research, EZB

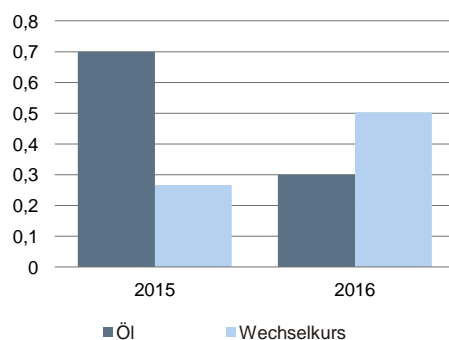
Unseres Erachtens ist allerdings der Wechselkurs der wichtigste Transmissionskanal. Gegenüber dem Höchstkurs vor einem Jahr hat der EUR in handelsgewichteter Form 15% an Wert verloren. Dies dürfte im Gegensatz zur Abwertung während der OMT-Phase eine längerfristige Abwertung darstellen. Angesichts der Sorgen der EZB um eine mögliche Deflationsspirale sind die Effekte einer schwächeren Währung auf die Inflationsaussichten sicher hoch willkommen. Legt man das OECD Interlink Modell (ein globales makroökonomisches Modell) zugrunde, hat eine Währungsabwertung über steigende Importpreise positive Effekte auf die Inflation. Selbst wenn man nur einen halb so starken Effekt annimmt wie in dem Modell, würde dies etwa 0,5%-Punkte zur Inflationsrate in der Eurozone im Jahr 2017 beitragen. Zwar ist die Abwertung des Euro schon vor dem Start des Anleihekaufprogramms erfolgt. Allerdings geht ein nicht unerheblicher Anteil des Rückgangs auf die Erwartung eines solchen Programms zurück. Somit kann die schon erfolgte Abwertung nicht als Argument gegen weitere Anleihekäufe herangezogen werden.

Der EUR hat sich nach den starken Verlusten zu Beginn des Jahres zwar zuletzt etwas stabilisiert, aber unsere Währungsstrategen gehen weiter davon aus, dass der EUR bis Ende 2015 auf Parität und bis Ende 2017 sogar auf 0,85 fallen dürfte.

Es gibt klare (vorläufige) Anzeichen, dass die Inflation dadurch Impulse erhält. So sind die deutschen Einfuhrpreise für Konsumgüter aus Ländern außerhalb der Eurozone im Januar um 1,8% gg. Vm. angestiegen. Das ist dreimal so stark wie der Anstieg für die Konsumgüter aus der Eurozone und der höchste monatliche Anstieg seit mindestens 15 Jahren. Dennoch dürfte es angesichts der schwachen Energiepreisentwicklung 3-6 Monate dauern, bis es klare Anzeichen gibt, dass die Kerninflation ihren Boden gefunden hat. Es wird wohl sogar bis Anfang 2016 dauern, bis die EZB den Erfolg des Programms einschätzen kann. Basierend auf den Aussagen der EZB und vor allem der Ratsmitglieder scheint die Tendenz – trotz der ersten Erfolge – eher in Richtung einer längeren Laufzeit zu gehen, da der Zusammenhang zwischen Währungen, Wachstum und Inflation derzeit nicht eindeutig ist und die (marktimpliziten) Inflationserwartungen weiterhin niedrig sind.

Ölpreisverfall und EUR-Abwertung 2015/16 wichtigste Wachstumstreiber 4

Effekte der seit Sept. geänderten Ölpreise und EUR-Erwartungen auf EWU BIP-Prognose, %-P.



Quelle: Deutsche Bank Research

Erster Zinsschritt wohl erst 2017

Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognose für die Eurozone für 2015 zuletzt weiter angehoben auf nunmehr 1,4% – deutlich höher als die 0,9% im Vorjahr und die -0,4% im Jahr 2013. Das Wachstum geht 2015 aber zum Teil auch auf die positiven Effekte des Ölpreisverfalls auf die realen verfügbaren Einkommen zurück. Insgesamt dürfte das Wachstum auch 2016 noch moderat bleiben, zumal wenn man die Schwächephase der letzten Jahre einbezieht. Eine akkommodierende Geldpolitik der EZB wird daher noch auf absehbare Zeit nötig sein. Wir erwarten frühestens im späteren Jahresverlauf 2017 einen ersten Zinsschritt der EZB nach oben. Es besteht das Risiko, dass die Zinsen bis zum nächsten Konjunkturabschwung nicht wieder auf „Normalmaß“ ansteigen und Anleihekäufe damit in Zukunft zum Standardrepertoire der EZB gehören werden.

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

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



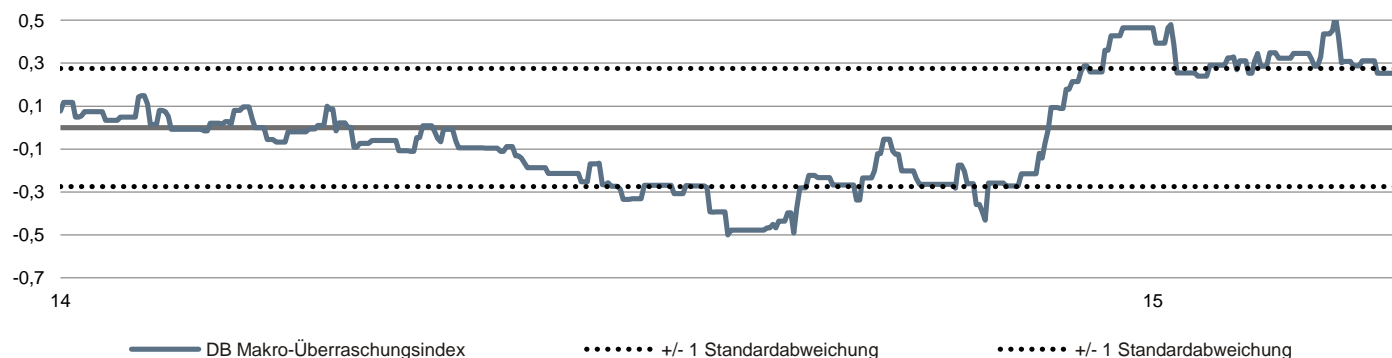
Ausblick Deutschland

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Der DB Makro-Überraschungsindex vergleicht den Wert der veröffentlichten Konjunkturdaten mit den Markterwartungen und liefert damit Hinweise über die Richtung künftiger Prognoseanpassungen.²⁶

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 |
|------------------|--|---------------|------------------------|----------------|---------------------|--------------|------------------------------|--------------|
| GRCAEU Index | Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.) | 12 2014 | 09.02.15 | 25.6 | 20.8 | 4.8 | 1.1 | 0.8 |
| GRCP20YY Index | VPI (% gg. Vj.) | 1 2015 | 12.02.15 | -0.4 | -0.3 | -0.1 | -0.3 | 0.2 |
| GRZEWI Index | ZEW - Konjunktur (Erwartungen) | 2 2015 | 17.02.15 | 53.0 | 55.0 | -2.0 | -0.2 | 0.4 |
| GRZECURR Index | ZEW - Konjunktur (Situation) | 2 2015 | 17.02.15 | 45.5 | 30.0 | 15.5 | 2.1 | 1.0 |
| 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 |
| GRIMP95Y Index | Importpreise (% gg. Vj.) | 1 2015 | 27.02.15 | -4.4 | -4.6 | 0.2 | 0.5 | 0.8 |
| MPMIDEMA Index | PMI Verarbeitendes Gewerbe | 2 2015 | 02.03.15 | 51.1 | 50.9 | 0.2 | 0.2 | 0.6 |
| GRFRIAMM Index | Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.) | 1 2015 | 03.03.15 | 2.3 | 0.4 | 1.9 | 1.7 | 1.0 |
| MPMIDESA Index | PMI Dienstleistungssektor | 2 2015 | 04.03.15 | 54.7 | 55.5 | -0.8 | -0.8 | 0.2 |
| GRIORTMM Index | Auftragseingänge (% gg. Vm.) | 1 2015 | 05.03.15 | -3.9 | -1.0 | -2.9 | -1.4 | 0.1 |
| GRIPIMOM Index | Industrieproduktion (% gg. Vm.) | 1 2015 | 06.03.15 | 0.6 | 0.5 | 0.1 | 0.1 | 0.6 |
| GRCAEU Index | Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.) | 1 2015 | 09.03.15 | 16.8 | 16.5 | 0.3 | -0.3 | 0.4 |
| GRCP20YY Index | VPI (% gg. Vj.) | 2 2015 | 12.03.15 | 0.1 | 0.1 | 0.0 | 0.3 | 0.4 |
| GRZEWI Index | ZEW - Konjunktur (Erwartungen) | 3 2015 | 17.03.15 | 54.8 | 59.4 | -4.6 | -0.5 | 0.3 |
| GRZECURR Index | ZEW - Konjunktur (Situation) | 3 2015 | 17.03.15 | 55.1 | 52.0 | 3.1 | 0.3 | 0.7 |
| MPMIDEMA Index | PMI Verarbeitendes Gewerbe | 3 2015 | 24.03.15 | 52.4 | 51.5 | 0.9 | 0.8 | 0.9 |
| MPMIDESA Index | PMI Dienstleistungssektor | 3 2015 | 24.03.15 | 55.3 | 55.0 | 0.3 | 0.4 | 0.7 |
| GRIFPBUS Index | ifo Geschäftsklimaindex | 3 2015 | 25.03.15 | 107.9 | 107.3 | 0.6 | 0.3 | 0.6 |

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

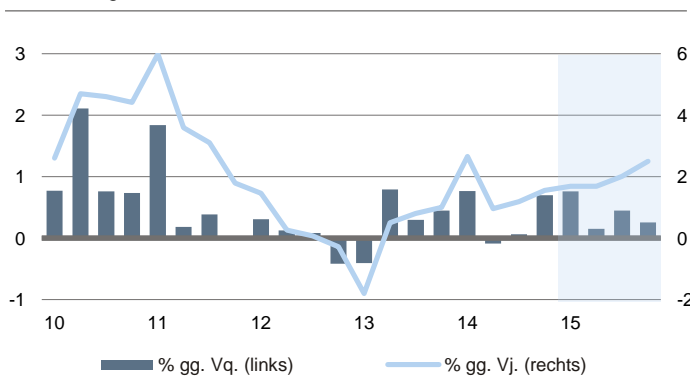
²⁶ Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



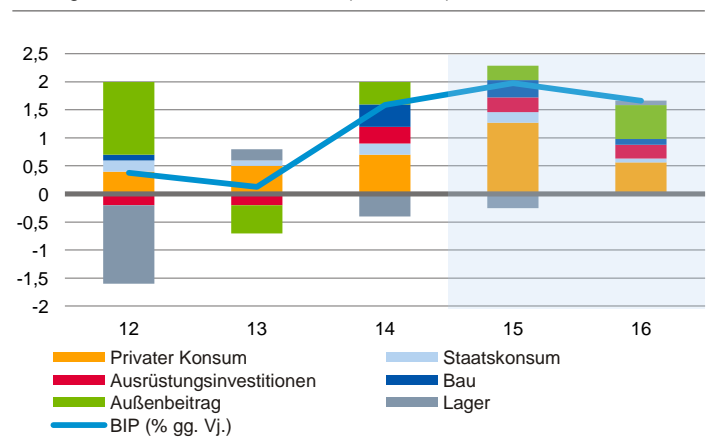
Chartbook – Gesamtwirtschaft

- 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. Zudem dürfte der milde Winter wie im Vorjahr für eine jahreszeitlich untypisch gute Baukonjunktur sorgen. Dämpfend wirken jedoch die anhaltenden geopolitischen Risiken (vor allem die Ukraine-Russland-Krise). Der ifo-Index stieg im März den fünften Monat in Folge. Die Einschätzung der Einkaufsmanager verbesserte sich zuletzt deutlich und stieg auf den höchsten Wert seit August 2014. Dies wird zunehmend auch von der Einschätzung der Industrie gestützt, nachdem die Anstiege zuvor vor allem von dem binnenwirtschaftlich orientierten Dienstleistungssektor getrieben waren.
- Durch das hohe Ausgangsniveau für das Jahr 2015 in Folge des Q4-Wachstums, den Verfall des Ölpreises und der Abwertung des EUR erwarten wir für 2015 ein Wachstum der deutschen Wirtschaft von 2,0%. Für 2016 rechnen wir mit einem Wachstum von 1,7%.

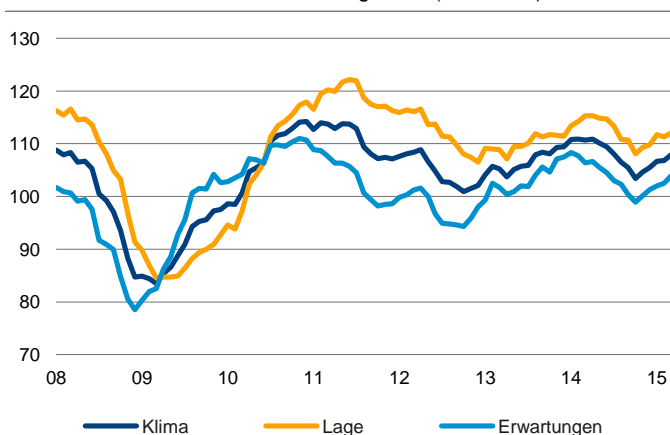
Entwicklung des realen BIP



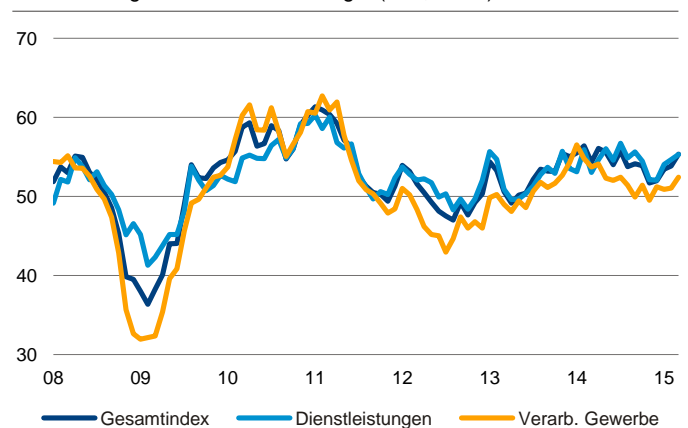
Beitrag zum realen BIP-Wachstum (%-Punkte)



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



Einschätzungen der Einkaufsmanager (PMI, Index)



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

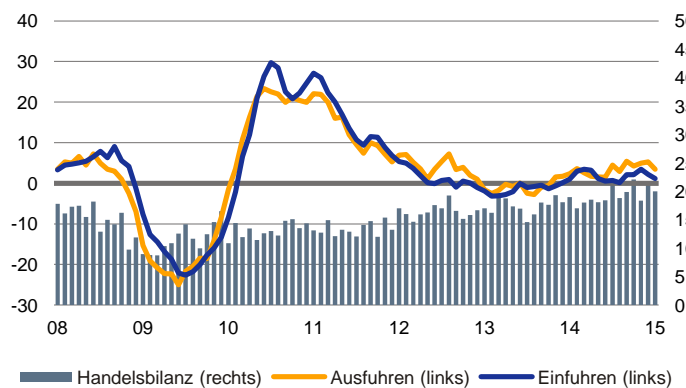


Chartbook – Außenhandel

- Die Außenhandelszahlen überraschten im Januar negativ und vielen stärker als erwartet. Allerdings folgte der Rückgang um 2,1% gg. Vm. auf einen Anstieg von 2,8% im Dezember. Auch in den Vormonaten war das Tempo solide. Daher waren die Exporte in den letzten Monaten 1% über dem 3-Monatszeitraum zuvor. Teilweise wegen der Schwäche der Ölpreise gingen die Importe erneut zurück (-0,3% gg. Vm. nach -0,7% im Dezember). Der Handelsbilanzüberschuss fiel daher etwas, blieb aber hoch.
- Der laufende 3-Monatsdurchschnitt des Exportwachstums lag bei 3% 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 5% gg. Vj. (gleitender 3M-Schnitt) relativ kräftig. Auf Grund von Einmaleffekten (Verkürzung/Verschiebung der Werksferien; Umstellung der Produktion auf neue Modelle) war die Volatilität in den vergangenen Monaten allerdings relativ hoch. Die Exporte des Sektors Elektrotechnik stiegen mit rund 6% gg. Vj. Negativ war das Wachstum im Maschinenbau (-1,5%), Chemie (-1,0%) und dem Metallgewerbe (-0,2%).
- Die Frühindikatoren für den Außenhandel stiegen im Februar und März, blieben aber auf einem moderaten 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 Jahresverlauf – 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.

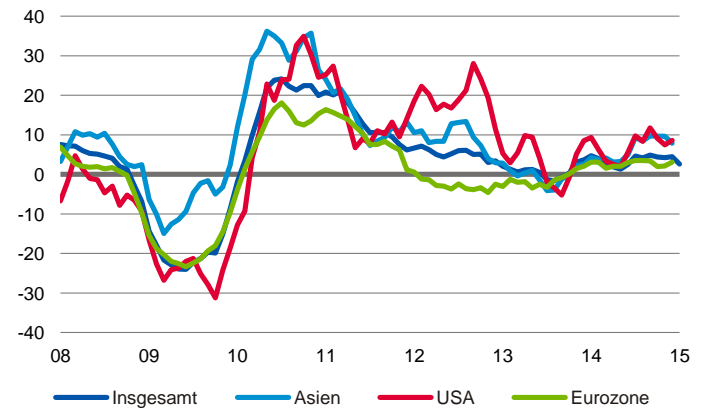
Warenhandel

% gg. Vj., gl. 3M-Schnitt (links); Mrd. EUR (rechts)



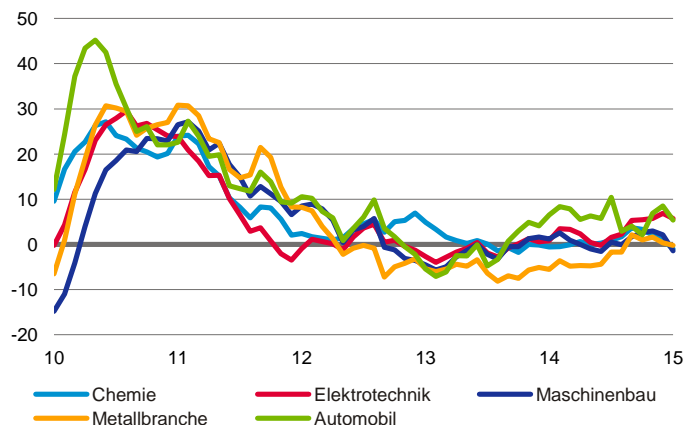
Deutsche Ausfuhren nach Regionen

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



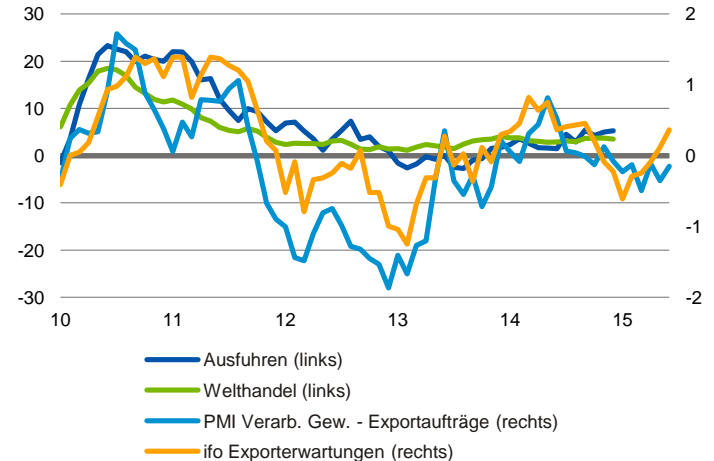
Ausfuhren nach Sektoren

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



Ausfuhren und Frühindikatoren

% gg. Vj., gl. 3M-Schnitt (links); Standardisierte Werte (rechts, 4M Vorlauf)



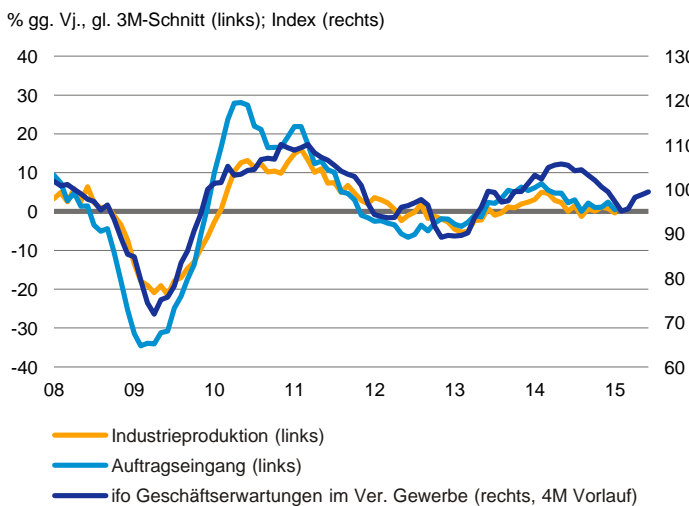
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research, CPB



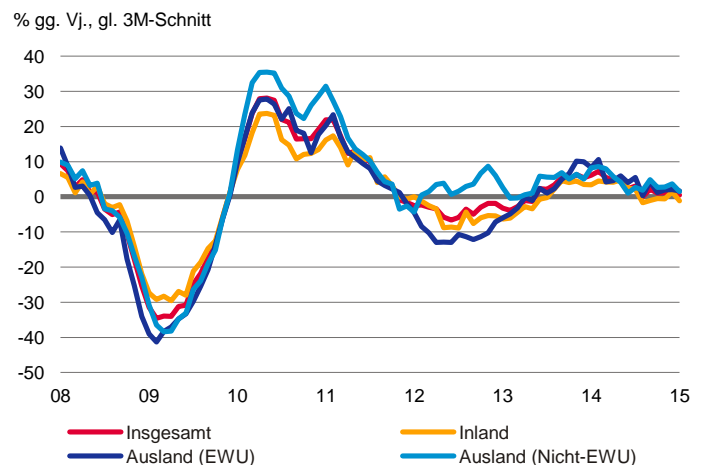
Chartbook – Industrie

- Die Industrieproduktion stieg im Januar recht kräftig um 0,6% gg. Vm. Zudem wurde der schwache Dezemberwert deutlich aufwärts revidiert. Während das verarbeitende Gewerbe im Januar nur stagnierte, trug vor allem der Bau (+5%) zum Wachstum bei, da der milde Winter Vorzieheffekte mit sich brachte. Dies deutet auf einen robusten Jahresstart hin.
- 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 moderat 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%).

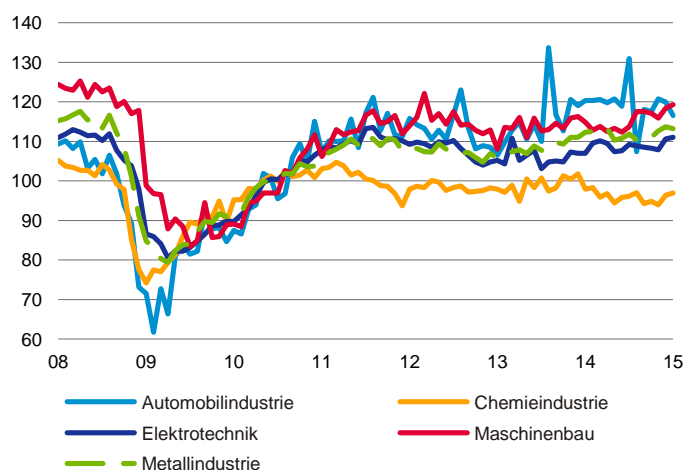
Industrieproduktion, Auftragseingang & ifo-Erwartungen



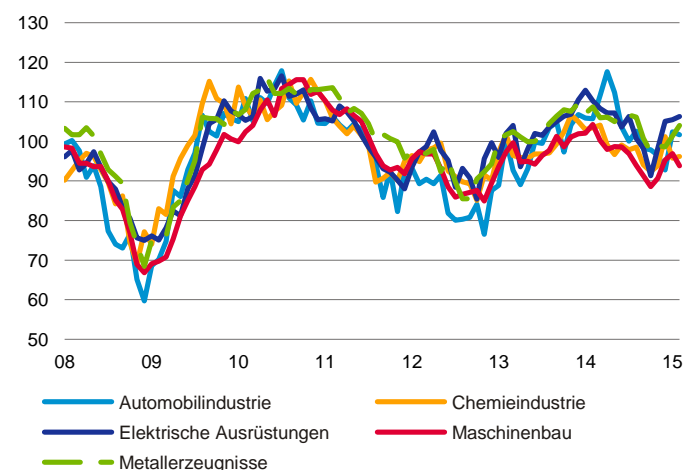
Auftragseingang nach Ursprung



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



ifo Geschäftserwartungen der größten Industriebranchen (2005=100)



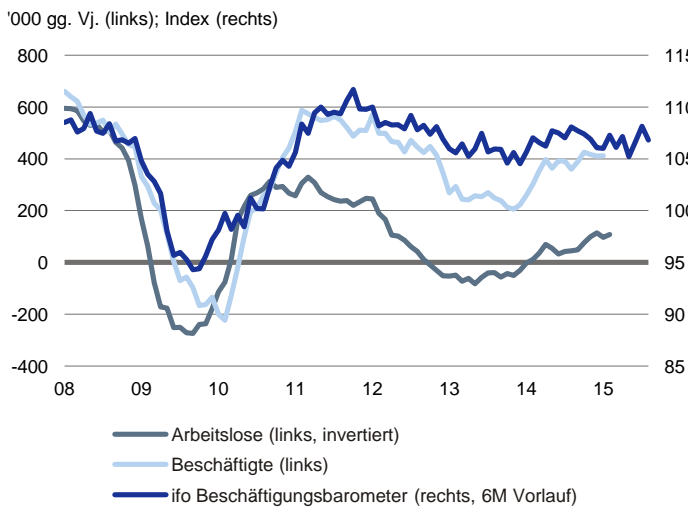
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo



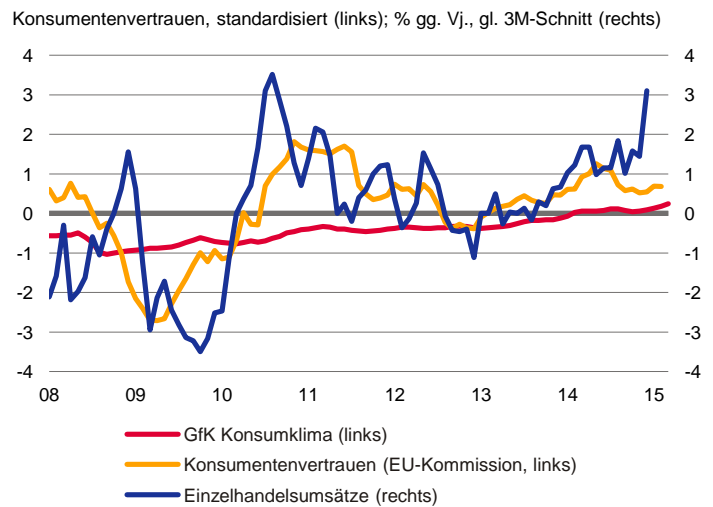
Chartbook – Inländische Nachfrage

- 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 Januar um 2,9% gg. Vm. Das war der 4. Anstieg in Folge, was seit 1994 nur viermal passierte. Im Schnitt der letzten drei Monate lagen die Umsätze über 3% über Vorjahr. Der anhaltende Beschäftigungsaufbau, solide Lohnanstiege und der fallende Ölpreis trugen alle dazu bei. 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 ausgeprägte Stärke der letzten Monate dürfte temporär sein.
- Die Ausrüstungs- und Bauinvestitionen dürften 2015 zum BIP-Wachstum beitragen. Für Q1 deuten die inländischen Investitionsgüterbestellungen und Kapazitätsauslastungen auf eine moderate Erholung der Ausrüstungsinvestitionen hin. Im weiteren Jahresverlauf dürften die Ausrüstungsinvestitionen dann anziehen und 2015 um etwa 4% wachsen.
- Die Bauwirtschaft profitiert dank hoher Nettozuwanderung und steigender Einkommen von der zunehmenden Nachfrage nach Wohnraum. 2015 könnten die Bauinvestitionen um 3% zulegen. Die monatlichen Indikatoren zum Bau haben zuletzt allerdings trotz robuster Unternehmensstimmung eher enttäuscht.

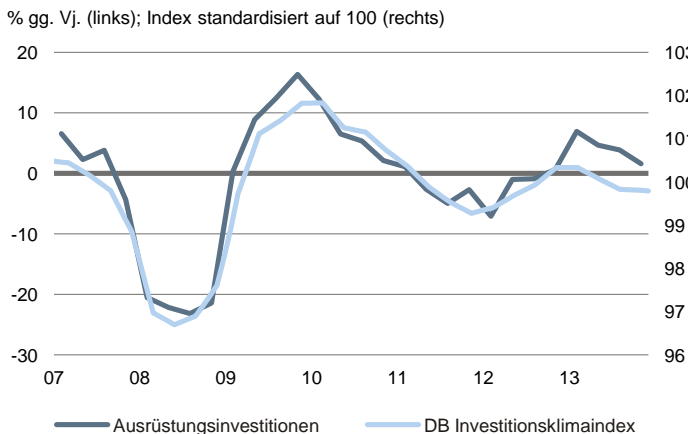
Arbeitslosigkeit, Beschäftigung und ifo Beschäftigungsbarometer



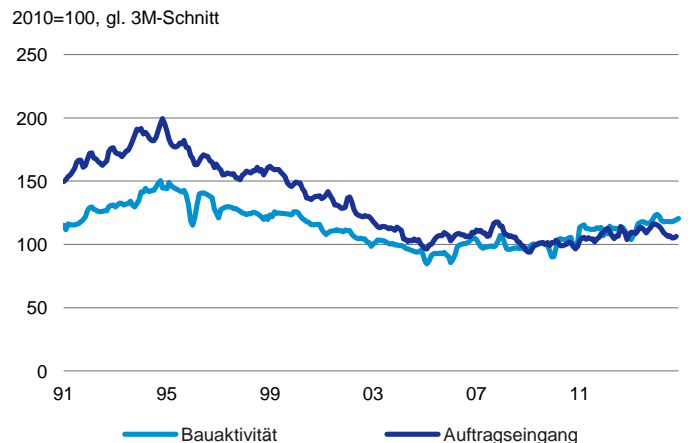
Einzelhandelsumsätze und Konsumentenvertrauen



Ausrüstungsinvestitionen und DB Investitionsklimaindex



Bauhauptgewerbe: Bauaktivität und Auftragseingang



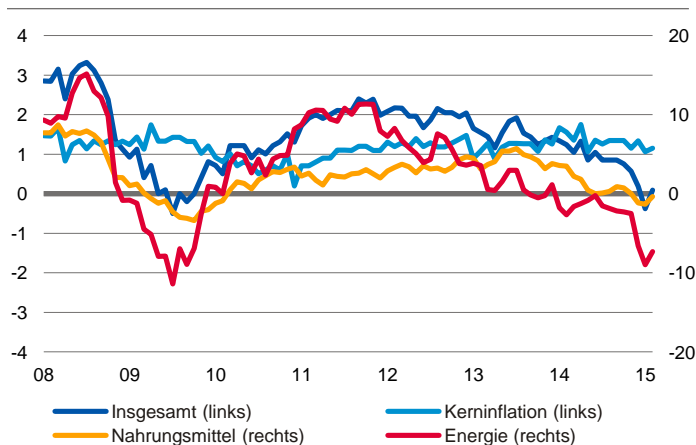
Quellen: Statistisches Bundesamt, GfK, EU-Kommission, ifo, Deutsche Bank Research



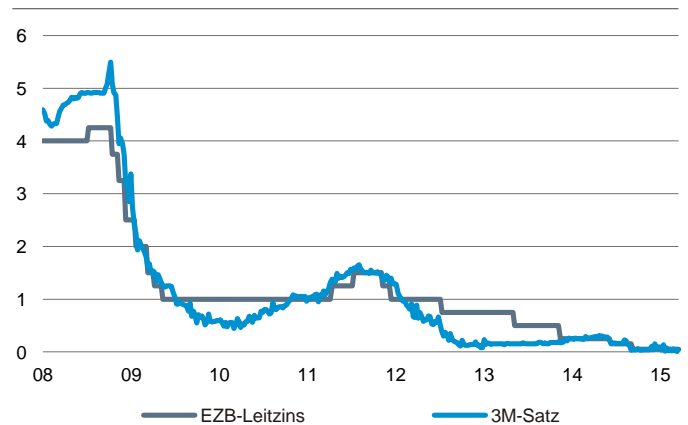
Chartbook – Finanzmärkte

- 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 erholt 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. Im März startete die EZB bis mindestens September 2016 zusätzlich zu den Käufen von Covered-Bonds und ABS-Papieren auch noch Käufe von im Euroraum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen begebene Anleihen im Umfang von insgesamt monatlich EUR 60 Mrd. 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 bei etwa 0,2%. Der Renditeabstand zwischen den 10-jährigen US Treasuries und den Bunds lag zuletzt bei rd. 1,8%-Punkten.

Verbraucherpreise (% gg. Vj.)



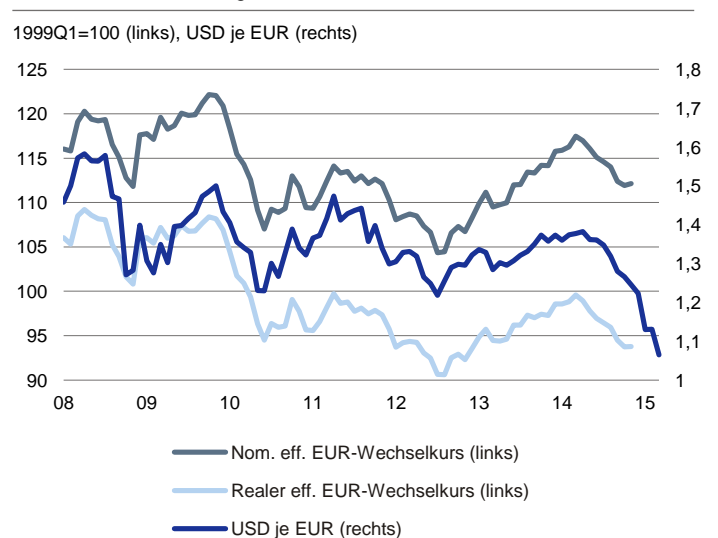
EWU: Leitzins und 3M-Satz (%)



Rendite 10J-Staatsanleihen (%)



Wechselkursentwicklung des Euro



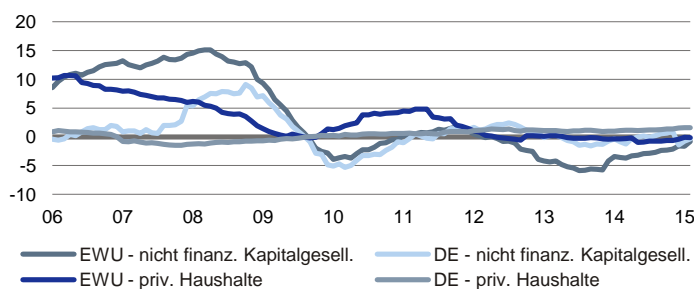
Quellen: Statistisches Bundesamt, EZB, Global Insight, Reuters



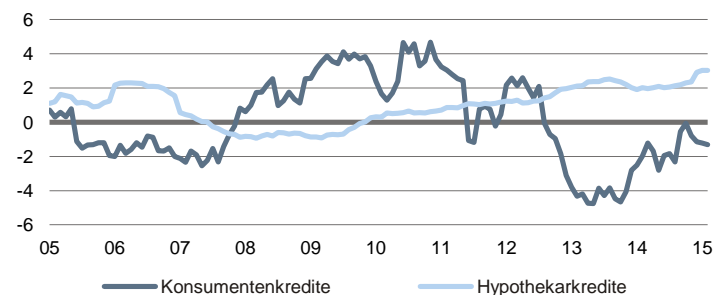
Chartbook – Kreditvergabe

- Die Kreditvergabe an Unternehmen in der Eurozone ist seit März 2012 rückläufig. Auch aktuell war weiter ein leichter Rückgang zu verzeichnen, allerdings lag dieser erstmals seit Mitte 2012 unter der 1%-Marke (Feb.: -0,8%, Jan.: -1,6% gg. Vj.). Damit hat der Schrumpfungsprozess, der bereits im Verlauf des letzten Jahres schrittweise an Schärfe verlor, inzwischen ein vergleichsweise moderates Niveau erreicht (zum Vergleich: Feb. 2014: -3,6%, 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 Februar 2015 stabil (erneut -0,1% gg. Vorjahr). Auch hier waren die Rückgänge bereits in der zweiten Jahreshälfte 2014 zunehmend geringer geworden (zum Vergleich: -0,8% im Juli 2014).
- Die Finanzierungsbedingungen für deutsche Unternehmen sind auch zum Jahresauftakt weiter außerordentlich günstig. Die Zinsen für Unternehmenskredite lagen im Januar bei knapp 2,6%. Im Februar 2015 hatte die Kredithürde für Unternehmen der gewerblichen Wirtschaft ein neues Allzeittief erreicht: Nur 16,2% der befragten Firmen schätzten die Kreditvergabe als restriktiv ein (Januar: 17,1%). Für Bauunternehmen ist der Zugang zu Krediten ebenfalls nach wie vor sehr gut, obwohl hier zuletzt die Kredithürde leicht anstieg und im Februar bei 22,2% lag (Januar: 20,9%). Insgesamt 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 (Dezember und Januar mit Schrumpfung, Februar 2015: -0,4% gg. Vorjahr) 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 Februar weiter mit +1,6% gg. Vorjahr. Treiber für die Zuwächse bleibt die Immobilienkreditvergabe, die Ende 2014 angesichts weiter sinkender Zinsen (Feb.: 2%) etwas angezogen hatte. Die Zuwächse liegen nun seit 3 Monaten bei rd. 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 Februar verhalten (-1,3% gg. Vorjahr).

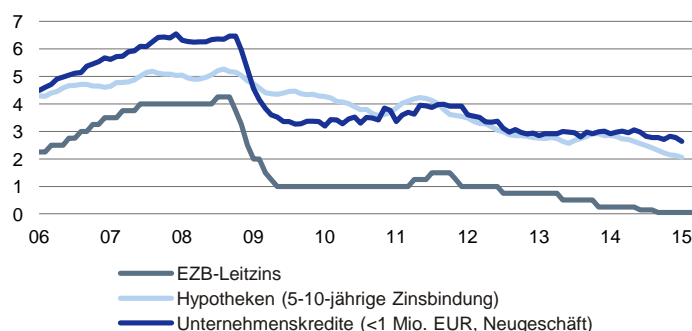
Kredite an den privaten Sektor (% gg. Vj.)



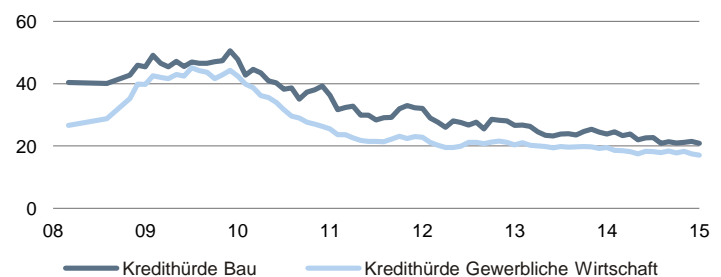
Kredite an private Haushalte (% gg. Vj.)



Zinssätze (%)



Kreditbedingungen aus Sicht der Unternehmen



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

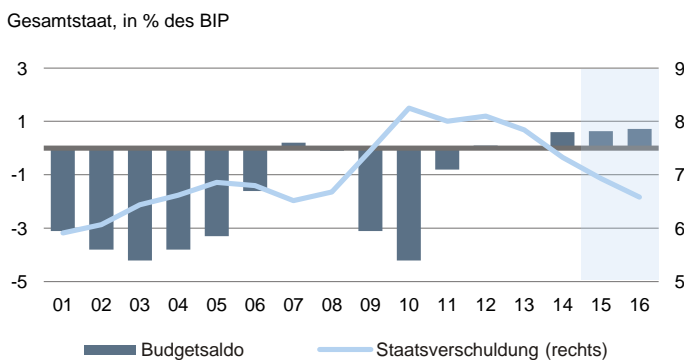
Quellen: EZB, ifo, Deutsche Bank Research



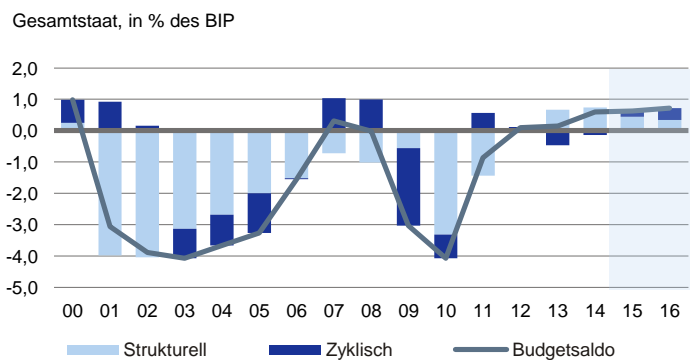
Chartbook – Staatsfinanzen

- Wie bereits 2013 (0,1%), konnte der Gesamthaushalt auch 2014 mit einem Überschuss (0,6% des BIP) 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 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 2015-2019 sind ausgeglichene Haushalte vorgesehen. Die Chancen hierfür stehen zumindest 2015 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.
- 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.

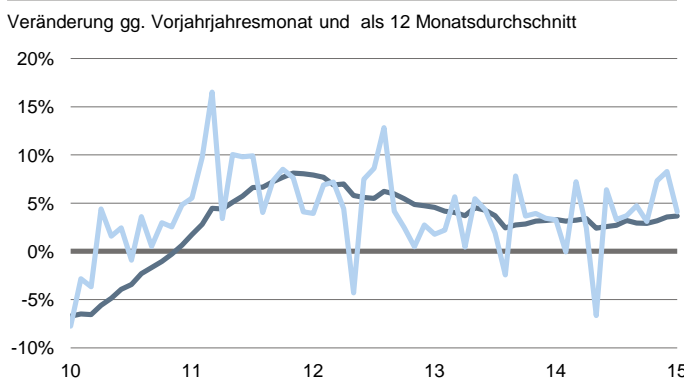
Staatsverschuldung und Budgetsaldo



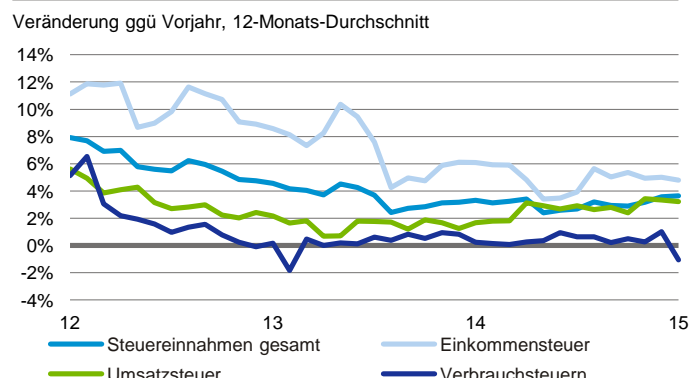
Budgetsaldo



Steuereinnahmen



Entwicklung wichtiger Steuern



Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission, Bundesbank



Ausblick Deutschland

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

| Datum | Ereignis | Anmerkungen |
|---------------|--|--|
| 15. April | Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz | Überprüfung des geldpolitischen Kurses. |
| 17.-19. April | Treffen G20-Finanzminister und Notenbankgouverneure sowie Frühjahrstagung IWF und Weltbank, Washington | Debatten über Lage der Weltwirtschaft sowie Situation an internationalen Finanzmärkten. |
| 24.-25. April | Treffen Eurogruppe und informeller ECOFIN, Riga | Entwicklung der Finanzmarktstabilität und der makroökonomischen Stabilität in der Eurozone und den Mitgliedsländern, Lage in Griechenland u.a. |
| 10. Mai | Bürgerschaftswahl in Bremen | Es wird eine klare Bestätigung der deutlichen Mehrheit der rot-grünen Koalition erwartet. |
| 11.-12. Mai | Treffen Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel | Lage im Eurogebiet – Frühjahrsprognose der Kommission, Inflations- und Wechselkursentwicklung, Wachstum und Beschäftigung – Implementierung der Empfehlungen für das Eurogebiet. |
| 27. Mai | Treffen G7-Finanzminister und Notenbankgouverneure, Dresden | Internationale Finanzmarktarchitektur, Stärkung des internationalen Handels, (möglicherweise) Lage in Ukraine u.a. |
| 3. Juni | Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz | Der EZB-Rat ist fest überzeugt vom laufenden Programm der Anleihekäufe im Volumen von EUR 60 Mrd. pro Monat bis September 2016 und möglicherweise darüber hinaus. |

Quelle: Deutsche Bank Research

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

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



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenkalender

| Datum | Uhrzeit | Daten | Berichtszeitraum | DB Schätzung | Letzter Wert |
|--------------|---------|---|------------------|--------------|--------------|
| 31. Mrz 2015 | 8:00 | Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm. | Februar | -1,7 | 2,3 |
| 31. Mrz 2015 | 10:00 | Arbeitslosenrate (%), sb.) | März | 6,5 | 6,5 |
| 8. Apr 2015 | 8:00 | Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm. | Februar | 1,9 | -3,9 |
| 9. Apr 2015 | 8:00 | Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm. | Februar | 0,2 | 0,6 |
| 9. Apr 2015 | 8:00 | Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.) | Februar | 17,6 | 20,0 |
| 9. Apr 2015 | 8:00 | Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.) | Februar | -2,2 (0,9) | -2,2 (0,9) |
| 9. Apr 2015 | 8:00 | Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.) | Februar | 0,5 (0,3) | -0,5 (-0,2) |
| 23. Apr 2015 | 9:30 | PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash) | April | 52,5 | 52,4 |
| 23. Apr 2015 | 9:30 | PMI Dienstleistungssektor (Flash) | April | 55,0 | 55,3 |
| 24. Apr 2015 | 10:30 | ifo Geschäftsklima (Index, sb.) | April | 108,0 | 107,9 |
| 29. Apr 2015 | 8:00 | Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.) | March | 0,3 (-2,7) | 1,4 (-3,0) |
| 29. Apr 2015 | 14:00 | Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.) | April | 0,5 (0,4) | 0,9 (0,1) |
| 13. Mai 2015 | 8:00 | Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq. | Q1 2015 | 0,8 | 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 | 0,120 | 0,10 | 0,05 | 0,50 | -1,25 | -0,25 | 0,05 | 1,25 | 1,50 | 1,95 | 0,05 |
| Jun 15 | 0,125 | 0,10 | 0,05 | 0,50 | -0,75 | -0,25 | 0,05 | 1,25 | 1,50 | 1,85 | 0,05 |
| Sep 15 | 0,500 | 0,10 | 0,05 | 0,50 | -0,75 | -0,25 | 0,05 | 1,25 | 1,50 | 1,85 | 0,05 |
| Dez 15 | 0,750 | 0,10 | 0,05 | 0,50 | -0,75 | -0,25 | 0,05 | 1,25 | 1,50 | 1,85 | 0,05 |
| 3M Geldmarktsatz, % | | | | | | | | | | | |
| Aktuell | 0,35 | 0,15 | 0,02 | 0,57 | | | | | | | |
| Jun 15 | 0,75 | 0,15 | 0,00 | 0,59 | | | | | | | |
| Sep 15 | 1,30 | 0,15 | 0,00 | 0,59 | | | | | | | |
| Dez 15 | 1,35 | 0,15 | -0,10 | 0,60 | | | | | | | |
| Rendite 10J Staatsanleihen, % | | | | | | | | | | | |
| Aktuell | 2,00 | 0,33 | 0,22 | 1,58 | | | | | | | |
| Jun 15 | 2,50 | 0,50 | 0,30 | 1,60 | | | | | | | |
| Sep 15 | - | 0,55 | 0,40 | 1,80 | | | | | | | |
| Dez 15 | 2,65 | 0,60 | 0,40 | 2,00 | | | | | | | |

Wechselkurse

| | EUR/USD | USD/JPY | EUR/GBP | GBP/USD | EUR/CHF | EUR/SEK | EUR/DKK | EUR/NOK | EUR/PLN | EUR/HUF | EUR/CZK |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Aktuell | 1,09 | 119,30 | 0,74 | 0,67 | 1,05 | 9,26 | 7,47 | 8,60 | 4,07 | 299,65 | 27,38 |
| Jun 15 | 1,04 | 121,00 | 0,71 | 1,47 | 1,07 | 9,00 | 7,46 | 9,00 | 4,08 | 310,50 | 27,50 |
| Sep 15 | 1,02 | 123,00 | 0,71 | 1,43 | 1,09 | 9,00 | 7,46 | 9,00 | 4,03 | 311,00 | 27,50 |
| Dez 15 | 1,00 | 125,00 | 0,74 | 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 | Okt 2014 | Nov 2014 | Dez 2014 | Jan 2015 | Feb 2015 | Mrz 2015 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Konjunkturumfragen | | | | | | | | | | | |
| Gesamtwirtschaft | | | | | | | | | | | |
| ifo Geschäftsklima | 110,8 | 110,1 | 106,7 | 104,5 | 107,1 | 103,4 | 104,6 | 105,5 | 106,7 | 106,8 | 107,9 |
| ifo Geschäftserwartungen | 107,5 | 105,5 | 101,9 | 100,1 | 102,8 | 98,9 | 100,1 | 101,3 | 102,0 | 102,5 | 103,9 |
| PMI Composite | 55,4 | 55,2 | 54,5 | 52,5 | 54,2 | 53,9 | 51,7 | 52,0 | 53,5 | 53,8 | 55,3 |
| Produzierendes Gewerbe | | | | | | | | | | | |
| ifo Verarbeitendes Gewerbe | 106,9 | 106,3 | 102,8 | 99,7 | 102,8 | 98,6 | 99,4 | 101,1 | 102,2 | 102,3 | 103,8 |
| Produktion (% gg. Vp.) | 1,0 | -1,0 | -0,2 | 0,7 | | 0,4 | 0,1 | 1,0 | 0,6 | | |
| Auftragseingang (% gg. Vp.) | 0,1 | -0,2 | 0,1 | 2,1 | | 2,8 | -2,2 | 4,4 | -3,9 | | |
| Grad der Kapazitätsauslastung | 84,0 | 83,9 | 83,8 | 84,2 | 84,6 | | | | | | |
| Bauhauptgewerbe | | | | | | | | | | | |
| Produktion (% gg. Vp.) | 5,7 | -4,7 | -0,1 | 1,3 | | -0,1 | 0,7 | 1,2 | 1,0 | | |
| Auftragseingang (% ggü. Vp.) | 0,8 | -4,5 | -2,4 | -0,1 | | 1,8 | 0,3 | 1,0 | 9,8 | | |
| ifo Bauhauptgewerbe | 122,7 | 119,9 | 120,3 | 120,3 | 118,7 | 120,8 | 120,7 | 119,5 | 119,2 | 119,1 | 117,9 |
| Konsumentennachfrage | | | | | | | | | | | |
| EC Konsumentenbefragung | 0,3 | 4,3 | 1,0 | -1,2 | | -0,7 | -1,6 | -1,4 | 0,0 | -0,1 | |
| Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.) | 1,9 | -0,2 | 0,0 | 1,6 | | 2,0 | 0,3 | 1,1 | 2,3 | | |
| Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.) | 2,8 | -0,3 | 4,1 | 2,7 | | 3,7 | -1,8 | 6,7 | 2,6 | 6,6 | |
| Außenhandel | | | | | | | | | | | |
| Auslandsaufträge (% gg. Vp.) | -1,2 | 0,2 | 1,7 | 2,0 | | 0,4 | -0,3 | 3,8 | -4,8 | | |
| Exporte (% gg. Vp.) | 0,1 | 0,4 | 2,3 | 1,6 | | 1,2 | -2,8 | 2,8 | -2,2 | | |
| Importe (% gg. Vp.) | 0,6 | 0,0 | 0,7 | 1,0 | | -1,5 | 1,3 | -1,0 | -0,5 | | |
| Nettoexporte (EUR Mrd.) | 54,0 | 55,0 | 59,9 | 62,3 | | 22,1 | 18,4 | 21,8 | 20,0 | | |
| Arbeitsmarkt | | | | | | | | | | | |
| Arbeitslosenquote (%) | 6,8 | 6,7 | 6,7 | 6,6 | | 6,6 | 6,6 | 6,5 | 6,5 | 6,5 | |
| Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.) | -41,0 | -19,0 | 1,7 | -38,0 | | -24,0 | -16,0 | -26,0 | -10,0 | -20,0 | |
| Beschäftigung (% gg. Vj.) | 0,7 | 0,9 | 0,9 | 1,0 | | 1,0 | 1,0 | 1,0 | 1,0 | | |
| ifo Beschäftigungsbarometer | 107,6 | 106,8 | 106,5 | 106,3 | | 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 | | 0,7 | 0,5 | 0,1 | -0,5 | -0,1 | |
| Kern-HVPI (% gg. Vj.) | 1,1 | 1,1 | 1,2 | 1,1 | | 1,1 | 0,9 | 1,2 | 0,8 | 1,0 | |
| Harmonisierter PPI (% gg. Vj.) | -1,0 | -0,8 | -0,8 | -1,2 | | -1,0 | -0,9 | -1,7 | -2,2 | -2,1 | |
| Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.) | -11,1 | -4,9 | -1,8 | 0,9 | | 0,9 | 1,7 | 0,1 | 2,3 | 1,4 | |
| Ölpreis (USD) | 108,2 | 109,7 | 102,0 | 76,4 | | 87,3 | 78,8 | 63,1 | 49,7 | | |
| Inflationserwartungen | | | | | | | | | | | |
| EC Haushaltsumfrage | 22,0 | 16,9 | 13,4 | 8,6 | | 11,1 | 8,5 | 6,2 | 0,5 | -0,7 | |
| EC Unternehmensumfrage | 5,6 | 2,3 | 4,2 | 2,1 | | 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 | | 4,0 | 5,1 | 4,7 | 5,9 | | |
| Trend von M3* | | | | | | 4,6 | 4,6 | 5,2 | | | |
| Kredite an Unternehmen und Privatpersonen | -3,6 | -3,5 | 1,4 | 1,7 | | 1,2 | 1,5 | 1,7 | 2,1 | | |
| Kredite an öffentliche Haushalte | -1,5 | 9,7 | 5,9 | 12,6 | | 5,1 | 3,6 | 12,6 | 19,0 | | |

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

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



Ausblick Deutschland

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

- ▶ **Höheres Wachstum und Löhne,
Sparer weiter vorsichtig**.....2. März 2015
- ▶ **Deutsches BIP nach Öl, EUR und EZB** 2. Februar 2015
- ▶ **2015: Konjunkturerholung mit Risiken**6. Januar 2015
- ▶ **Strukturelle Verlangsamung des Welthandels
belastet deutsches BIP-Wachstum** 2. Dezember 2014
- ▶ **Weitere Enttäuschungen**..... 5. November 2014
- ▶ **Risiken nehmen zu**..... 30. September 2014
- ▶ **Ice bucket challenge und
strukturelle Investitionslücke** 2. September 2014
- ▶ **Nur schwache Konjunkturerholung in H2**.....4. August 2014
- ▶ **Solides Wachstum, wenig Inflation
(trotz EZB)** 30. Juni 2014
- ▶ **Robuste Binnenwirtschaft durch gute
Absichten gefährdet** 4. Juni 2014
- ▶ **So weit, so gut**.....2. Mai 2014

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite www.dbresearch.de. Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:
Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

© Copyright 2015. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg