



# Ausblick Deutschland

## Reduzierte BIP-Prognose – Binnenkonjunktur aber intakt

1. Juni 2015

### Autoren

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

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

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

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

### Editor

Stefan Schneider

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

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

Revision der BIP-Prognose für 2015 auf 1,6%, aber robuste zugrundeliegende Dynamik. Im ersten Quartal wuchs die deutsche Wirtschaft mit nur 0,3% gg. Vq. schwächer als erwartet. Die Details waren aber weit weniger enttäuschend als das BIP-Aggregat vermuten ließ. Die Binnennachfrage stieg um 0,8% gg. Vq., lediglich die Nettoexporte sowie ein Lagerabbau dämpften. Damit bleibt unsere Erwartung des kräftigen binnenwirtschaftlich getriebenen Wachstums im Jahr 2015 intakt. Hauptsächlich durch diesen schwachen Start ins Jahr revidieren wir unsere BIP-Prognose für 2015 von 2,0% auf 1,6%. Die Quartalswachstumsraten dürften im Durchschnitt aber immer noch bei kräftigen 0,4% gg. Vq. liegen. Trotz der Abschwächung, sowohl der Erwartungskomponente des ifo-Index als auch des Composite PMI im April und Mai, deuten beide Indikatoren weiter auf ein BIP-Wachstum von 0,4%-0,5% gg. Vq. in Q2 hin.

**Bauinvestitionen: Kräftiges Plus erwartet, aber Abwärtsrisiken stehen im Blickpunkt.** Aufgrund der historisch hohen Werte der Vorlaufindikatoren sollten die Bauinvestitionen in 2015 um 2,7% und 2016 um 3,1% gegenüber Vorjahr zulegen (nach +3,4% im Jahr 2014). Wachstumstreiber bleibt der Wohnungsbau, der in beiden Jahren mit mehr als 3% expandieren sollte, während sich Investitionen im Gewerbebau moderat erhöhen. Kräftige Impulse erwarten wir aufgrund der geplanten staatlichen Ausgabenprogramme, insbesondere zur Verbesserung der deutschen Infrastruktur, im öffentlichen Bau. Einige Vorlaufindikatoren deuten eine nachlassende Baudynamik an. Hier könnte das veränderte regulatorische Umfeld, insbesondere die Einführung der Mietpreisbremse, sowie Kapazitätsrestriktionen eine Rolle spielen. Eine starke Ausweitung der Bauinvestitionen wäre nötig, um weitere Preissteigerungen zu vermeiden.

**Europäische Zentralbank (EZB) steht voll hinter dem Quantitativen Easing (QE).** Reden des EZB Präsidenten Draghi und des Direktoriumsmitglieds Coeure sowie die Zusammenfassung („minutes“) der letzten Ratssitzung von Mitte April unterstreichen die Absicht der EZB, die Wertpapierkäufe von monatlich EUR 60 Mrd. wie geplant bis zum September 2016 fortzusetzen, zumindest aber bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung eingetreten ist. Diskussionen über eine vorzeitige Rückführung („tapering“) von QE sind vom Tisch. Unserer Ansicht nach besteht eher das Risiko, dass die EZB auch nach September 2016 – dem derzeit avisierten Ende von QE – noch weiter Wertpapiere kauft. Die Flexibilität der EZB bei der Durchführung des QE-Programms wurde durch Coeures Ankündigung, dass die EZB die Höhe ihrer monatlichen Käufe an die verringerte Liquidität während der Ferienmonate anpasst, unterstrichen. Mit Blick auf mögliche andere unvorhergesehene Ereignisse ist dies ein positives Signal.

### Inhaltsverzeichnis

	Seite
Prognosetabellen.....	2
Revision der BIP-Prognose für 2015 auf 1,6%, aber robuste zugrundeliegende Dynamik .....	3
Bauinvestitionen: Kräftiges Plus erwartet, aber Abwärtsrisiken stehen im Blickpunkt .....	5
Europäische Zentralbank (EZB) steht voll hinter Quantitative Easing (QE).....	10
DB Makro-Überraschungsinde	
Deutschland.....	13
Datenmonitor .....	14
Datenkalender .....	15
Finanzmarktprognosen .....	15
Eventkalender.....	16



## 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	-2,4	-2,1	-1,7
Deutschland	1,6	1,6	1,7	0,9	0,3	1,5	7,6	8,0	7,8	0,6	0,6	0,7
Frankreich	0,2	1,1	1,6	0,6	0,1	1,1	-1,0	-0,5	-0,8	-4,0	-4,0	-3,4
Italien	-0,4	0,6	1,3	0,2	0,1	1,1	1,9	2,5	2,7	-3,0	-2,7	-2,2
Spanien	1,4	2,8	2,4	-0,2	-0,6	1,5	0,8	1,4	1,0	-5,8	-4,5	-3,9
Niederlande	0,9	1,7	1,1	0,3	0,0	1,3	10,9	11,4	11,5	-2,3	-2,0	-1,9
Belgien	1,1	1,3	1,6	0,5	0,2	1,6	1,0	1,5	1,2	-3,2	-2,7	-2,2
Österreich	0,3	1,2	1,8	1,5	0,7	1,7	0,7	1,2	1,5	-2,4	-1,6	-1,2
Finnland	-0,1	0,8	1,4	1,2	0,1	1,3	-1,9	-1,5	-1,3	-3,2	-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	-4,5	-3,1	-2,5
Irland	4,8	3,7	3,5	0,3	0,1	1,8	6,2	5,0	4,5	-4,1	-2,8	-2,5
Großbritannien	2,8	2,4	2,3	1,5	0,4	1,9	-5,3	-4,1	-2,9	-5,0	-4,0	-2,0
Dänemark	1,1	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	2,7	2,5	0,4	0,5	2,0	0,6	0,2	0,0	-1,9	-1,8	-1,6
Ungarn	3,6	2,7	2,4	-0,2	-0,1	2,6	3,9	3,0	3,1	-2,6	-2,7	-2,4
Polen	3,3	3,4	3,5	0,0	-0,6	1,4	-1,4	-1,6	-1,7	-3,4	-2,9	-2,7
USA	2,4	2,4	3,0	1,6	0,2	2,5	-2,6	-3,0	-3,6	-2,8	-2,7	-2,4
Japan	-0,1	0,8	1,8	2,7	0,8	0,9	0,5	2,8	2,6	-5,9	-5,4	-4,5
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	3,3	3,8	3,6	3,3	3,8						

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

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2014				2015			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	0,4	0,1	1,6	1,6	1,7	0,8	-0,1	0,1	0,7	0,3	0,4	0,5	0,3
Privater Konsum	0,7	0,8	1,1	2,1	1,0	0,8	0,0	0,7	0,7	0,6	0,3	0,4	0,3
Staatsausgaben	1,2	0,7	1,2	1,7	0,4	0,0	0,7	0,6	0,3	0,7	0,1	0,3	0,2
Anlageinvestitionen	-0,7	-0,6	3,3	2,8	2,7	3,0	-1,7	-1,2	0,8	1,5	0,0	1,5	0,8
Ausrüstungen	-3,1	-2,4	4,3	3,9	3,7	2,0	0,6	-1,4	0,4	1,5	0,5	2,0	1,0
Bau	0,6	-0,1	3,4	2,7	3,1	4,5	-3,7	-1,5	1,3	1,7	-0,4	1,8	0,9
Lager, %-Punkte	-1,4	0,2	-0,3	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,5	0,4	-0,3	0,1	0,1	0,0
Exporte	2,8	1,6	3,8	4,7	5,0	0,1	1,0	1,5	1,0	0,8	1,0	1,0	1,2
Importe	0,0	3,1	3,5	5,8	4,4	0,2	0,7	0,8	1,9	1,5	0,9	1,5	1,5
Nettoexport, %-Punkte	1,3	-0,5	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,4	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	-0,1
Konsumentenpreise*	2,0	1,5	0,9	0,3	1,5	1,2	1,1	0,8	0,5	0,0	0,2	0,5	0,8
Arbeitslosenquote, %	6,8	6,9	6,7	6,5	6,5	6,8	6,7	6,7	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5
Industrieproduktion	-0,4	0,1	1,5	1,7	2,2								
Budgetsaldo, % BIP	0,1	0,1	0,6	0,6	0,7								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	79,0	76,9	73,3	69,6	66,0								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,8	6,5	7,6	8,0	7,8								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	187	182	220	239	244								

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

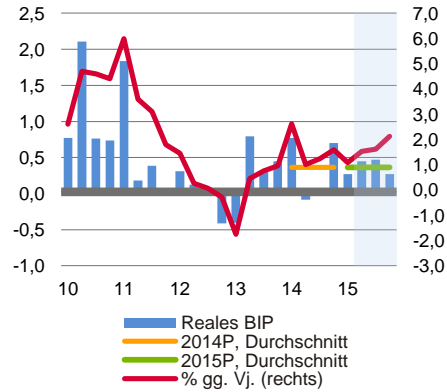
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research



BIP-Quartalswachstum in 2015 im Durchschnitt etwa so stark wie 2014

1

Reales BIP, % gg. Vq.

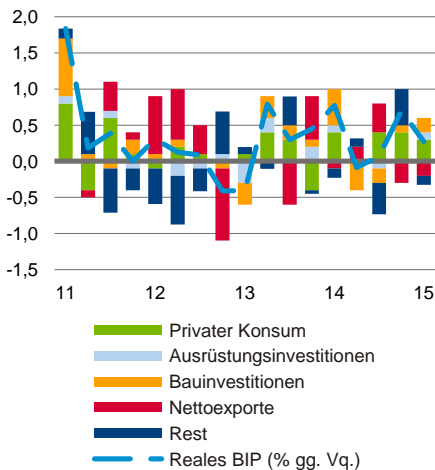


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Privater Konsum zuletzt Hauptwachstumstreiber

2

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

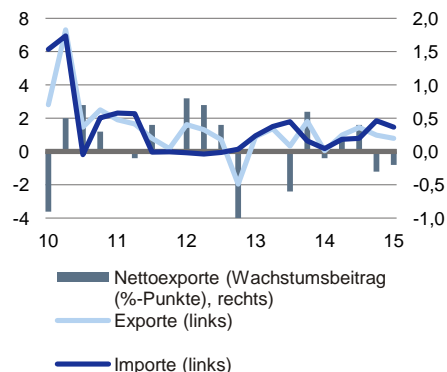


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Importwachstum übertraf zuletzt Wachstum der Exporte

3

Real, sb., % gg. Vq.



Quelle: Statistisches Bundesamt

## Revision der BIP-Prognose für 2015 auf 1,6%, aber robuste zugrundeliegende Dynamik

- Im ersten Quartal wuchs die deutsche Wirtschaft mit nur 0,3% gg. Vq. schwächer als erwartet. Die Details waren aber weit weniger enttäuschend als das BIP-Aggregat vermuten ließ. Die Binnennachfrage stieg um 0,8% gg. Vq., lediglich die Nettoexporte sowie ein Lagerabbau dämpften. Damit bleibt unsere Erwartung eines kräftigen binnenwirtschaftlich getriebenen Wachstums im Jahr 2015 intakt.
- Hauptsächlich durch diesen schwachen Start ins Jahr revidieren wir unsere BIP-Prognose für 2015 von 2,0% auf 1,6%. Die Quartalswachstumsraten dürften im Durchschnitt aber immer noch bei kräftigen 0,4% gg. Vq. liegen.
- Trotz der Abschwächung, sowohl der Erwartungskomponente des ifo-Index und als auch des Composite PMI im April und Mai, deuten beide Indikatoren weiter auf ein BIP-Wachstum von 0,4%-0,5% gg. Vq. in Q2 hin. Die Details des ifo-Index bestätigen die Stärke der Binnenwirtschaft und das Fehlen von externen Impulsen. Zwar erwarten wir weiter, dass die globale Entwicklung zumindest für leicht positive Impulse im zweiten Halbjahr sorgen dürfte, die zuletzt veröffentlichten Konjunkturdaten fielen für Deutschland aber insgesamt relativ enttäuschend aus und setzen ein Fragezeichen hinter die externe Erholung im zweiten Halbjahr.

### Q1 BIP-Details: Binnenwirtschaft zeigte weiter Stärke

Im ersten Quartal wuchs die deutsche Wirtschaft verhalten. Das BIP-Wachstum verlangsamte sich stärker als erwartet auf 0,3% gg. Vq. (gg. Q4: 0,7%; Reuters Konsensus Prognoseintervall: +0,4% - +0,9% gg. Vq.). Die Details waren aber weit weniger enttäuschend als das BIP-Aggregat vermuten ließ und unterstützen unsere Erwartung eines kräftigen binnenwirtschaftlich getriebenen Wachstums im Jahr 2015.

Die Nettoexporte dämpften zum zweiten Mal in Folge das BIP-Wachstum (-0,2%-Punkte; Q4: -0,3%-Punkte), da die Importe mit +1,5% gg. Vq. etwa doppelt so stark stiegen wie die Exporte mit +0,8%. Die Exporte entwickeln sich zwar schwächer als in vergangenen Zyklen, sie lagen aber im ersten Quartal 4,3% über dem Vorjahresniveau und damit im Einklang mit unserer Prognose für das Gesamtjahr. Das Exportwachstum wird gedämpft durch die anhaltend schwache Entwicklung des Welthandels und ist gekennzeichnet durch eine deutlich voneinander abweichenden Nachfrage von Industrieländern (Stärke in den USA und Aufhellung in der EWU) und Schwellenländern (Rezession in Russland, Wachstumsverlangsamung in China). Die Stärke der Binnenwirtschaft, insbesondere Konsum, zeigt sich in dem starken Wachstum der Importe, die 5,0% über dem Vorjahresniveau liegen. Der Ölpreiseinbruch sorgte für einen zusätzlichen Impuls für die realen Importe. Dieser Effekt dürfte im weiteren Jahresverlauf langsam verschwinden.

Aus unserer Sicht war der anhaltend dämpfende Effekt des Lagerabbaus die größte Überraschung. Dieser senkte das Wachstum im ersten Quartal um 0,3%-Punkte. Bereits in vier der fünf vergangenen Quartale gingen von den Lägern negative Wachstumseffekte aus. Dies sollte allerdings nicht überinterpretiert werden, da diese Komponente anders als in den USA nicht auf einer tatsächlichen Erhebung basiert, sondern das Residuum zwischen der Entstehungs- und der Verwendungsrechnung darstellt und damit anfällig für deutliche Revisionen ist. Beispielsweise wurde der Beitrag der Lagerkomponente im vierten Quartal 2014 von -0,2%-Punkten auf +0,4%-Punkte revidiert. Ein Argument für den anhaltenden Lagerabbau in vergangenen Quartalen könnte sein, dass die Unter-



Wahrscheinlich langsames Ausrüstungsinvestitionswachstum in Q2

4

Real, % gg. Vq.



Quelle: Statistisches Bundesamt

nehmen weiter vorsichtig agieren und daher eine schlanke Lagervorhaltung betreiben. Vor dem Hintergrund der kräftigen Inlandsnachfrage und der insgesamt stabilen Nachfrage aus dem Ausland, ist diese Erklärung allerdings recht unbefriedigend. Die Details des ifo-Index und der PMIs bezüglich des Lagers deuten nicht darauf hin, dass die Unternehmen dort ein größeres Problem identifizieren.

Im Gegensatz dazu war die Entwicklung der Binnenwirtschaft weiter stark. Die inländische Endnachfrage stieg im ersten Quartal um +0,8% gg. Vq. Die Zuwächse lagen bei durchschnittlich +0,6% in den vergangenen drei und bei +0,5% in den vergangenen fünf Quartalen. Das inländische Wachstum war breit angelegt mit einem erneut glänzenden privaten Konsum (+0,6% gg. Vq.; Q4: +0,7% gg. Vq.). Während die nominalen verfügbaren Einkommen nach deutlichen Anstiegen in den Quartalen zuvor stagnierten, fiel die Sparquote im ersten Quartal auf 9,4%. Im Quartal zuvor war die Sparquote wohl insbesondere wegen der unerwarteten Ersparnis in Folge des Ölpreiseinbruchs auf 9,8% gesprungen. Der positive Effekt auf die realen verfügbaren Einkommen dürfte nun zum Großteil konsumiert worden sein. Der staatliche Konsum beschleunigte sich von +0,3% auf +0,7% gg. Vq. Die Bauinvestitionen stiegen etwas weniger als es die monatlichen Indikatoren andeuteten (+1,7% gg. Vq.; Q4: 1,3% gg. Vq.). Trotzdem legen die realisierten Zuwachsraten der Bauinvestitionen, die wohl witterungsbedingt überzeichnet sein dürften, eine solide Ausgangsbasis für das Jahreswachstum. Das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen war robust und das höchste der vergangenen vier Quartale (+1,5% gg. Vq.; Q4: +0,4%). Es ist unwahrscheinlich, dass dies den Start eines starken Investitionszyklus darstellt. So hat sich das Wachstum der inländischen Investitionsgüteraufträge kürzlich verlangsamt. Zudem ist die Auslandsnachfrage bislang nicht hoch genug, um die Kapazitätsauslastung deutlich über den historischen Durchschnitt zu bringen.

Revision der BIP-Prognose für 2015 auf 1,6%, aber robuste zugrundeliegende Dynamik

Sparquote vom hohen Q4-Niveau wieder gefallen

5

%, sb.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Für das Jahr 2015 senken wir unsere BIP-Prognose von 2,0% auf 1,6%. Zurück geht dies hauptsächlich auf den schwächer als erwarteten Jahresbeginn. Wir rechnen aber weiter mit einem soliden durchschnittlichen Quartalswachstum von 0,4% gg. Vq. im Jahr 2015, was in etwa dem von uns erwarteten Durchschnittswachstum entsprach als wir unsere Prognose im Februar auf 2% erhöhten und in etwa dem des Jahres 2014. Im zweiten Quartal dürfte das Wachstum auf +0,4% gg. Vq. anziehen, da Nettoexporte und Lager nicht mehr dämpfen und die anderen Komponenten weiter solide wachsen dürften. Dieses Wachstum steht im Einklang mit dem ifo-Index und den PMIs auf dem Niveau von Apr./Mai.

Die Abwärtsrevision ist keine Abkehr von unserer Erwartung der zugrundeliegenden starken binnenwirtschaftlichen Dynamik. Das Wachstum dürfte jetzt komplett von der Binnenwirtschaft getragen werden. Die Nettoexporte dürften wachstumsneutral sein. Das Importwachstum (2015P: +5,8%) dürfte das der Exporte (+4,7%) noch stärker als zuvor prognostiziert übertreffen. Dies steht im Einklang mit der von 3,4% auf 3,3% revidierten DB-Prognose für das globale Wachstum und der schwachen Entwicklung des Welthandels. Für den privaten Konsum rechnen wir mit einem Wachstum von über 2% (2,1%, staatlicher Konsum: +1,7%). Ausrüstungsinvestitionen dürften z.T. getrieben von einem Basis-effekt um solide 3,9% expandieren. Bauinvestitionen dürften im Jahr 2015 um 2,7% wachsen (Details siehe nächster Artikel).

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)

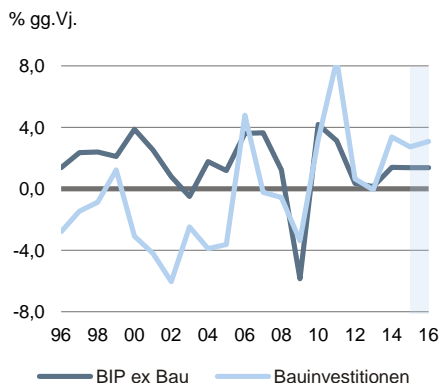




## Bauinvestitionen: Kräftiges Plus erwartet, aber Abwärtsrisiken stehen im Blickpunkt

- Aufgrund der historisch hohen Werte der Vorlaufindikatoren sollten die Bauinvestitionen in 2015 um 2,7% und 2016 um 3,1% gegenüber Vorjahr zulegen (nach +3,4% im Jahr 2014). Wachstumstreiber bleibt der Wohnungsbau, der in beiden Jahren mit mehr als 3% expandieren sollte, während sich Investitionen im Gewerbebau moderat erhöhen. Kräftige Impulse erwarten wir aufgrund der geplanten staatlichen Ausgabenprogramme, insbesondere zur Verbesserung der deutschen Infrastruktur, im öffentlichen Bau.
- Einige Vorlaufindikatoren deuten eine nachlassende Baudynamik an. Hier könnte das veränderte regulatorische Umfeld, insbesondere die Einführung der Mietpreisbremse, sowie Kapazitätsrestriktionen eine Rolle spielen. Verfestigt sich diese Entwicklung, könnte unsere Basisprognose zu optimistisch sein.
- Der Angebotsengpass in den Großstädten und Metropolregionen im Wohnbau bleibt das Hauptmerkmal des deutschen Immobilienmarkts. Eine starke Ausweitung der Bauinvestitionen wäre nötig, um weitere Preissteigerungen zu vermeiden. Materialisieren sich die Abwärtsrisiken bei den Wohnungsbauinvestitionen droht aufgrund eines noch größeren Angebotsengpasses eine Verschärfung des Preisdrucks.

BIP-Wachstum & Bauinvestitionen



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Trotz des seit 2009 andauernden Immobilienaufschwungs sind die Bauinvestitionen mit rund 3% pro Jahr nur moderat gewachsen. Dies entspricht einer relativ geringen Preiselastizität von in etwa nur  $\frac{1}{2}$ , da die Preise um rund 6% pro Jahr gestiegen sind. Diese Ausweitung der Bauinvestitionen startet auf einem niedrigen Niveau; gemessen am Bruttoinlandsprodukt sind die deutschen Bauinvestitionen sowohl historisch als auch international vergleichsweise niedrig.

Die bescheidene Angebotsausweitung hat die Knappheit am Wohnungsmarkt in den Großstädten und Metropolregionen verschärft. Da die Immobiliennachfrage zunächst weiter dynamisch wachsen dürfte, ist eine kräftige Zunahme der Bauinvestitionen nötig, um den Angebotsengpass einzudämmen. Entsprechend sind die Bauinvestitionen auch von zentraler Bedeutung für die künftige Preisentwicklung am Immobilienmarkt. Unsere Investitionsprognosen beruhen dabei auf folgenden Hauptargumenten: 1. Der Fortsetzung des aktuellen Immobilienzyklus, 2. den Vorlaufindikatoren und 3. Kapazitätsrestriktionen bei der Bauproduktion sowie den Änderungen des regulatorischen Umfeldes.

### Nachfrageüberhang im aktuellen Immobilienaufschwung erhöht Bauinvestitionen

Immobilienzyklen dauern oft mehrere Jahre und sehr lange Zyklen bestehen sogar für mehrere Jahrzehnte. Entsprechend ist der 2009 beginnende deutsche Zyklus mit einer Dauer von sechs Jahren nahe dem historischen Durchschnitt von internationalen Aufschwüngen. Für ein langes Anhalten des Zyklus spricht, dass die Anreize für Mieter Immobilien zu erwerben im aktuellen Niedrigzinsumfeld sehr hoch sind. So ist für viele Mieter die Zins- und Tilgungsbelastung beim Wohnungskauf niedriger als die Miete. Gerade für Deutschland mit seiner sehr niedrigen Eigentümerquote könnte der aktuelle Zyklus sich also über mehrere Jahre fortsetzen, wodurch Deutschlands Eigentümerquote deutlich ansteigen könnte.

Dafür spricht auch, dass in den letzten sechs Jahren die Preise begonnen haben sich zu normalisieren. So stiegen die Wohnungspreise in den Großstädten um fast 50%, bundesweit um 30% und die Büropreise legten um mehr als 20%



zu. Im Vergleich zu internationalen Immobilienaufschwüngen ist diese Entwicklung als durchschnittlich zu bezeichnen. Sie startete zudem von recht niedrigen Niveaus. Die österreichische Nationalbank sieht in ihrem letzten Quartalsbericht den deutschen Wohnimmobilienmarkt immer noch als unterbewertet an.<sup>1</sup> Deutsche Immobilienpreise sind im internationalen Vergleich also noch günstig und der Normalisierungsprozess sollte sich weiter fortsetzen. Der Zyklus sollte auch deshalb anhalten, weil das makroökonomische Umfeld positive Impulse setzt. Der Beschäftigungsaufbau sollte sich dank Zuwanderung fortsetzen. Für das Jahr 2015 erwarten wir ein Wirtschaftswachstum von 1,6% (2016: 1,7%). Wie 2014 sollte sich dieses Immobilien- und makroökonomische Umfeld in höheren Bauinvestitionen niederschlagen.

### Bauindikatoren: Hohe Niveaus, aber nachlassende Dynamik

Prognose Bauinvestitionen		2		
% gg. Vj.	2014	2015	2016	
Wohnbau	3,8	3,3	4,4	
Gewerbebau	2,2	1,4	1,1	
Öffentlicher Bau	4,0	0,0	3,0	
Gesamt	3,4	2,7	3,1	

Quelle: Deutsche Bank Research

Die Bauindikatoren wie Auftragseingang, Auftragsbestand, Baugenehmigungen, Bauumsatz, Beschäftigte und ifo Baukonjunktur haben in den letzten sechs Jahren deutlich zugelegt und liegen auf hohen Niveaus (Grafiken 5-12). Insbesondere der hohe Auftragsbestand und der starke Anstieg Ende 2014 implizieren weiterhin steigende Bauinvestitionen im laufenden Jahr. Zwar ist bei einigen Indikatoren eine nachlassende Dynamik zu beobachten, aber aufgrund teilweise langer Vorläufe und der hohen Niveaus der Indikatoren erwarten wir eine Ausweitung der Bauinvestitionen von 2,7% in 2015 und 3,1% im Jahr 2016, nach einer Zunahme der Bauinvestitionen von 3,4% in 2014 (Grafik 2).

Nach dem wetterbegünstigten kräftigen Wachstum im ersten Quartal des Jahres 2015 (+1,7% gegenüber Vorquartal) erwarten wir einen Kompensationseffekt im zweiten Quartal (-0,5%). Diese Prognose beruht dabei auch auf der nachlassenden Dynamik der ifo Indikatoren. Für das Gesamtjahr sollte das Wachstum der Bauinvestitionen auch weiterhin vom Wohnbau getragen werden, der in beiden Jahren mehr als 3% zulegen sollte. Der Gewerbebau sollte sich aufgrund eines hohen negativen Wachstumsüberhangs aus dem Jahr 2014 mit einem Plus von 1,4% gegenüber Vorjahr eher unterdurchschnittlich entwickeln und auch im Folgejahr nur um 1,1% expandieren. Die schwächere Dynamik im Gewerbebau spiegelt sich auch in einem verhaltenen Anstieg der Bürobeschäftigten relativ zu den sozialversicherungspflichtig Beschäftigten wider. Entsprechend gehen die seit Jahren bestehenden Angebotsüberhänge und die Leerstandsquoten im Büromarkt nur langsam zurück. 2014 sind die Büroleerstandsquoten in den Großstädten auf rund 7% gefallen, während sie 2010 noch bei 10,4% lagen. Zum Vergleich: Die Leerstandsquoten im Wohnungsmarkt liegen oft deutlich unter 2% (Grafiken 3 und 4).

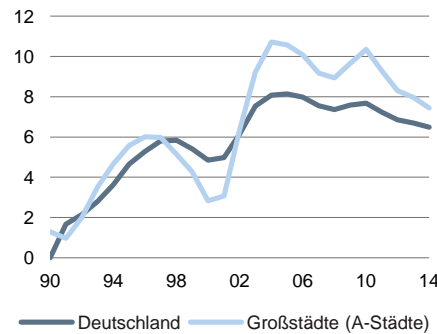
<sup>1</sup> „Calculating this indicator with data for Germany, we see an undervaluation of 7% in Q3/14“, MONETARY POLICY & THE ECONOMY, Quarterly Review of Economic Policy, Q1/15, Housing Markets in Austria, Germany and Switzerland, Martin Schneider und Karin Wagner.



Büro: Leerstandsquote

3

in % des Bürobestandes

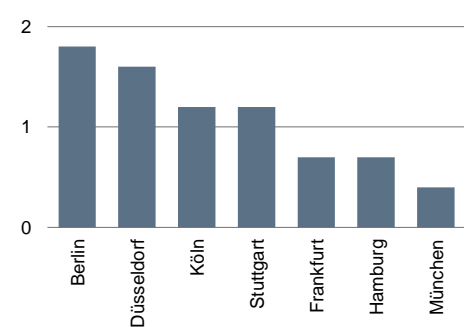


Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

Wohnungen: Marktaktiver Leerstand

4

in % des Wohnungsbestandes



Quellen: CBRE, Deutsche Bank Research

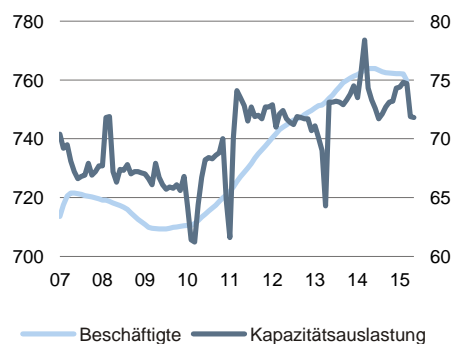
Für den öffentlichen Bau erwarten wir, nach einem deutlichen Rückgang im ersten Quartal (-3% gegenüber Vorquartal), im laufenden Jahr eine kräftige Erholung. Allerdings wiegt der Rückgang im ersten Quartal den hohen Wachstumsüberhang aus dem Vorjahr und die äußerst positive Entwicklung des Auftragseingangs zu Beginn des Jahres in unserer Prognose auf, wodurch die öffentlichen Bauinvestitionen für das Gesamtjahr stagnieren. 2016 sollten sie dann um 3% zulegen. Dabei beruht diese Prognose nicht auf einer Modellschätzung, sondern auf der Annahme, dass die aktuelle Diskussion über Mängel in der deutschen Infrastruktur zu zusätzlichen Investitionen führt. Der Bund hat im März die Eckpunkte einer Investitionsinitiative beschlossen, wodurch von 2016 bis 2018 zusätzlich EUR 10 Mrd. in die öffentliche Verkehrsinfrastruktur, für Maßnahmen zur Erhöhung der Energieeffizienz, in die digitale Infrastruktur, in den Klimaschutz und in die Städtebauförderung fließen.

Letztlich wird der Preisdruck im aktuellen Immobilienzyklus erst dann nachlassen, wenn der Angebotsengpass durch eine sehr kräftige Ausweitung der Bauinvestitionen abgebaut wird. Selbst im hier beschriebenen Basisszenario mit einem kräftigen Investitionsplus sollte sich dieses Ungleichgewicht nur langsam über mehrere Jahre hinweg abbauen. Der aktuelle Zyklus sollte sich fortsetzen, die Immobilienpreise weiter ansteigen, die Mietrenditen weiter deutlich über den Finanzierungskosten liegen und damit auch die Preissignale senden, die zu weiteren Bauinvestitionen führen.

Beschäftigte

5

linke Achse: Tätige Pers. in Tsd., gl. 12M-Durchs.  
rechte Achse: Kapazitätsauslastung in %

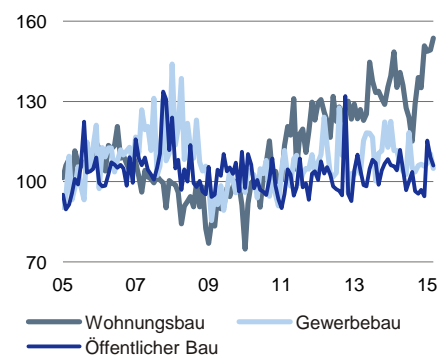


Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Auftragseingang

6

2010=100  
arbeitstäglich- und saisonbereinigt

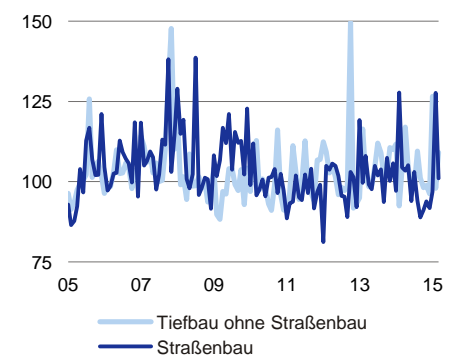


Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Auftragseingang: Öffentlicher Bau

7

2010=100  
arbeitstäglich- und saisonbereinigt



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

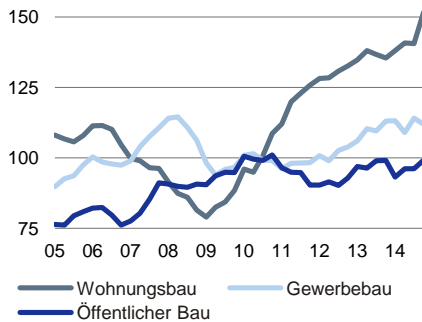


## Ausblick Deutschland

### Auftragsbestand

8

2010=100  
Kalender- und saisonbereinigt

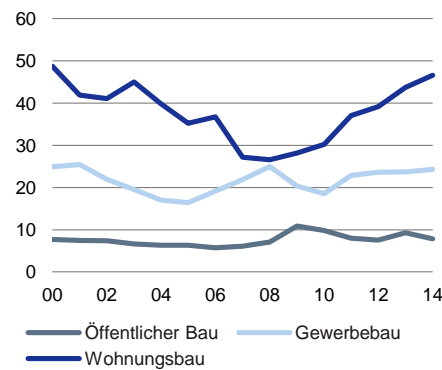


Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

### Baugenehmigungen pro Jahr

9

Veranschlagte Kosten in EUR Mrd.

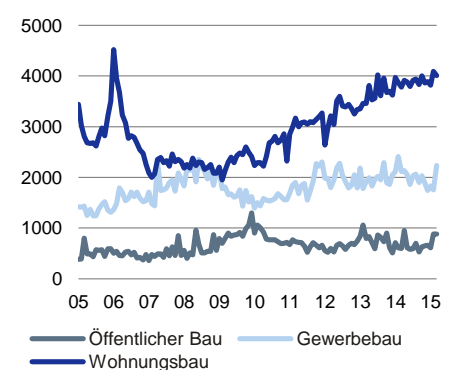


Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

### Baugenehmigungen pro Monat

10

Veranschlagte Kosten in EUR Mio.

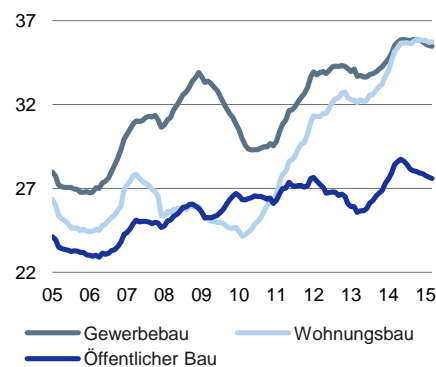


Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

### Bauumsatz pro Jahr

11

EUR Mrd., gleitender 12 Monatsdurchschnitt

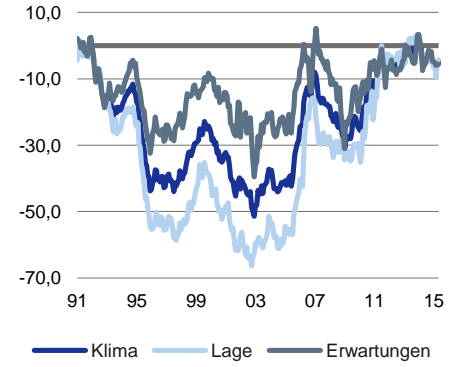


Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

### ifo Baukonjunktur

12

Saldo der Umfragemeldungen der Firmen, sb.



Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

## Abwärtsrisiken durch regulatorisches Umfeld und Kapazitätsbeschränkung

Die Wachstumsdynamik einiger Vorlaufindikatoren hat in den letzten Monaten nachgelassen. Hier sind insbesondere die Baugenehmigungen zu nennen, die im Wohn- und Gewerbebau seitwärts verlaufen, nachdem sie in den Vorjahren teilweise mit zweistelligen Prozentzahlen wuchsen. Der ifo Index für die Baukonjunktur, der Bauumsatz des öffentlichen Sektors und die Auftragseingänge im Gewerbebau sind sogar leicht rückläufig.

Mögliche Gründe für die gedämpfte Baudynamik sind das regulatorische Umfeld und eine restriktive Kapazitätsgrenze. So liegt die Kapazitätsauslastung im Bausektor auf historisch hohen Niveaus, wodurch eine weitere Angebotsausweitung mit hohen Kosten verbunden wäre und daher aktuell unterbleibt. Zudem melden laut ifo Institut relativ viele Bauunternehmer einen Mangel an Arbeitskräften und die Arbeitsagentur einen Fachkräftemangel insbesondere bei Klempnern und Sanitärberufen. So steigt für diese Berufsgruppe die Vakanzzeit sozialversicherungspflichtig Beschäftigter auf hohen Niveaus weiter und die Zahl der offenen Arbeitsstellen übertrifft die Zahl der Arbeitslosen deutlich. Engpässe in Subsektoren könnte die gesamte Bauaktivität bremsen. Da die Ausbildungszahlen im Bauhauptgewerbe sogar leicht rückläufig sind, könnte der Fachkräftemangel sich verfestigen. Zudem könnte die hohe Antragszahl für die





Rente ab 63, Ende März lagen fast 280.000 Anträge vor, den Engpass am Bau weiter verschärfen.

Die Änderung des regulatorischen Umfeldes könnte eine weitere Ursache für die geringe Dynamik bei einigen Vorlaufindikatoren sein. So kann man vermuten, dass mit der im Bundestagswahlkampf Mitte 2013 beginnenden Diskussion über „bezahlbaren Wohnraum“ die Unsicherheit der Investoren über das künftige regulatorische Umfeld anstieg. So war bis vor kurzem noch unklar, wie das neue Gesetz den Erstbezug von Neubauten sowie die Modernisierungen regelt. Womöglich haben Bauinvestoren einige Projekte zurückgestellt, um die Auswirkungen der neuen Regeln auf ihr Investitionskalkül abzuwarten. Zudem steht aktuell die Drohung von Verfassungsbeschwerden gegen die Mietpreisbremse im Raum. Gleichfalls könnte die fehlende juristische Grundlage für die Berechnung der ortsüblichen Miete – Wiedervermietungen dürfen nach dem neuen Gesetz maximal 10% über der ortsüblichen Miete liegen – zu Rechtsstreitigkeiten führen. So hat im Mai 2015 ein Berliner Amtsgericht den lokalen Mietspiegel als unwissenschaftlich bezeichnet und ihn damit als Grundlage für gesetzliche Regelungen in Frage gestellt. Diese Unsicherheiten rund um die Mietpreisbremse könnten auch kapitalintensive Erweiterungsinvestitionen in Kräne, Baumaschinen und Baufahrzeuge bremsen.

Aufgrund der Einführung der Mietpreisbremse, in einem sowieso schon stark regulierten Markt, und den womöglich bestehenden Kapazitätsrestriktionen bestehen für unsere Bauinvestitionsprognosen folglich Abwärtsrisiken.

Jochen Möbert (+49 69 910-31727, [jochen.moebert@db.com](mailto:jochen.moebert@db.com))



## Europäische Zentralbank (EZB) steht voll hinter Quantitative Easing (QE)

- Reden des EZB-Präsidenten Draghi und des Direktoriumsmitglieds Coeure sowie die Zusammenfassung („minutes“) der letzten Ratssitzung von Mitte April unterstreichen die Absicht der EZB, die Wertpapierkäufe von monatlich EUR 60 Mrd. wie geplant bis zum September 2016 fortzusetzen, zumindest aber bis eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung eingetreten ist.
- Die Flexibilität der EZB bei der Durchführung des QE-Programms wurde durch Coeures Ankündigung, dass die EZB die Höhe ihrer monatlichen Käufe an die verringerte Liquidität während der Ferienmonate anpasst, unterstrichen. Mit Blick auf mögliche andere unvorhergesehene Ereignisse ist dies ein positives Signal.

### Coeure kündigt Flexibilität bei QE-Programm an

In seiner Rede „Removing the zero lower bound on interest rates“ vor Investoren in London am 18. Mai kündigte das Direktoriumsmitglied Coeure an, dass die EZB ihr Ankaufvolumen im Mai und Juni („frontloading“) und falls nötig auch im September („backloading“) auf über EUR 60 Mrd. pro Monat erhöhen wird, um niedrigere Käufe im liquiditätsarmen Ferienmonat August auszugleichen. Die Ankündigung, die auch wegen einer Panne bei der Kommunikation der EZB für Aufsehen gesorgt hat, verdeutlicht die Flexibilität des Ankaufprogramms. Bereits EZB-Präsident Draghi hatte darauf hingewiesen, dass die EZB flexibel auf Erfordernisse reagieren kann, die durch Knappheiten an zur Verfügung stehenden Assets oder durch krisenbedingte Ansteckungseffekte auftreten könnten. So hat die EZB beispielsweise die Liste der Emittenten mit Förderauftrag und supranationaler Institutionen, deren Wertpapiere im Rahmen des QE-Programms gekauft werden können, erweitert. Coeures Ankündigung verdeutlicht, dass die EZB kein Problem mit Änderungen des Programms hat, sofern dadurch dessen Wirkung verbessert wird.

Indem Coeure betonte, dass das geplante „frontloading“ nichts mit dem jüngsten Kurseinbruch an den europäischen Märkten für Staatsanleihen zu tun hat, machte er auch deutlich, dass die EZB nicht auf jede Veränderung an den Finanzmärkten reagiert. Er bezeichnete den Einbruch der vergangenen Wochen als Marktkorrektur, die keinen Grund zur Sorge darstelle und dabei helfe, eine ausgewogenere Einschätzung der Risiken zu etablieren. Außerdem habe der Markt mit dieser Korrektur implizit auch die Wahrscheinlichkeit deutlich pessimistischer Szenarien für die Entwicklung im Euroraum reduziert.

Die Bemerkungen von Coeure haben aber noch einen weiteren wichtigen Aspekt, nämlich, dass die Anpassungen des Kaufprogramms in einer Rede und nicht – wie man hätte erwarten können – in einer Presseerklärung nach einer Sitzung des Zentralbankrates bekannt gegeben wurden. Dies deutet darauf hin, dass das EZB-Direktorium gewisse Freiheiten bei der Anpassung des Programms hat, die nicht durch eine Abstimmung im Zentralbankrat goutiert werden müssen.

### Draghi: QE wird fortgeführt

Unseres Erachtens hatte EZB-Präsident Draghis Camdessus-Lecture am 14. Mai in Washington einige interessante Punkte. Der erste bezieht sich auf den Ölpreis. Der jüngste Ölpreisanstieg untergräbt nicht die Rechtfertigung für QE. Zweitens sagte Draghi, dass QE zu niedrigeren Finanzierungskosten (Kredit und Eigenkapital) und einem schwächeren Wechselkurs führen sollte. Dies be-

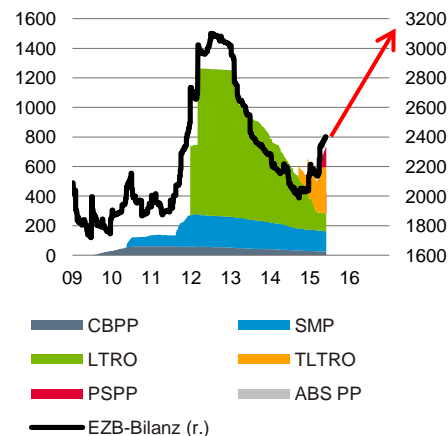


## Ausblick Deutschland

### Unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen der EZB

1

Mrd. EUR



Quellen: Europäische Zentralbank,  
Deutsche Bank Research

deutet offensichtlich, dass eine Fortsetzung der jüngsten Anspannung der finanziellen Rahmenbedingungen der Intention der EZB-Politik widerspricht, was eine Fortsetzung der Politik wahrscheinlicher macht. Drittens bezeichnete Draghi Investitionen, Konsum und Inflation als die finalen Ziele der geldpolitischen Lockerung. Vor diesem Hintergrund hat die EZB keinen Anlass, in ihren Bemühungen nachzulassen (ähnliche Sorgen werden auch in der Zusammenfassung der EZB-Diskussion vom 14. und 15. April („minutes“) geäußert).

- Die Investitionstätigkeit erholt sich nur zögerlich. So zeigt der Bank Lending Survey zuletzt eine rückläufige Entwicklung der Kreditnachfrage für Erweiterungsinvestitionen. Dazu passen Vermutungen, die wir von unseren Kunden hören, dass die Firmen wechselkursbedingte Verbesserungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit lediglich zur Verbesserung ihrer Gewinnmarge nutzen. Ein Anspringen des Investitionszyklus wäre ein starkes Indiz für eine nachhaltige Konjunkturerholung. Angesichts der nachlassenden Aufwärtsdynamik, könnten die Investitionsanreize derzeit noch nicht nachhaltig genug sein.
- Der deutliche Anstieg des privaten Verbrauchs in der Eurozone während der letzten Quartale könnte zum Großteil ein ölpreisbedingter, vorübergehender Effekt sein, der sich zuletzt schon umgekehrt haben könnte. Diese Einschätzung wird auch in der jüngsten Prognose der EU-Kommission für das Jahr 2015 zur Entwicklung der Realeinkommen pro Beschäftigten deutlich. Zwar hat sich die Prognose der Kommission mit 1,2% gegenüber der Prognose von vor einem Jahr verdoppelt, allerdings hat die Kommission ihre Prognose für die nominale Einkommensentwicklung gleichzeitig um 0,3%-Punkte reduziert. Mit anderen Worten sehen wir derzeit einen starken Deflatoreffekt. Dieser dürfte vorübergehend sein – so prognostiziert die Kommission für das Jahr 2016 lediglich einen Anstieg der realen Einkommen um 0,1% (1,5% nominal, Deflator des privaten Verbrauchs 1,4%).
- Die Kerninflation könnte ihren Tiefpunkt erreicht haben. Angesichts ihrer aktuell relativ hohen Volatilität braucht es aber noch 3 bis 6 Monate bis wir darüber Gewissheit haben. Selbst wenn sie ihren Wendepunkt erreicht hat, dürfte ihr Aufwärtstrend in den nächsten Jahren angesichts der hohen Überkapazitäten in der Eurozone begrenzt sein. Die Inflationsrate sollte anziehen – wir erwarten eine Rate von 1,8% im Jahr 2017 – es besteht aber das Risiko, dass sich die Eurozone in einem Szenario generell niedriger Inflation befindet.

Draghis abschließende Botschaft war klar: Es bedarf einiger Zeit bevor die EZB einen Erfolg ihres QE-Programms attestieren kann. Damit sind Diskussionen über eine vorzeitige Rückführung („tapering“) vom Tisch. Unserer Ansicht nach besteht eher das Risiko, dass die EZB auch nach September 2016 – dem derzeit avisierten Ende von QE – noch weiter Wertpapiere kauft.

### Zusammenfassung der letzten EZB Sitzung: QE-Implementierung mit ruhiger Hand

Die Zusammenfassung der EZB Sitzung vom 14. und 15. April zeigte ähnlich wie die Zusammenfassung der vorhergehenden Sitzung, dass der Zentralbankrat insgesamt (wohl insbesondere die nationalen Zentralbankpräsidenten) QE etwas kritischer gegenüber steht als der Stab. Beispielsweise wurde der Rückgang der Kreditzinsen zwar als Evidenz für die Wirkung von QE erwähnt, allerdings herrschte im Rat die Meinung, dass der Rückgang der Kreditzinsen hinter den Erwartungen zurückgeblieben ist. Dies könnte unter anderem auf die anhaltende Notwendigkeit zur Anpassung der Bankbilanzen in Teilen der Eurozone zurückzuführen sein.



Der Rat ist sich sehr wohl potentieller negativer Nebenwirkungen von QE bewusst. Vier Aspekte wurden explizit erwähnt: der Effekt auf die finanzielle Stabilität, die Verteilungseffekte der Wertpapierkäufe, der Effekt auf die Fiskalpolitik und die eventuelle Notwendigkeit höherer Risikovorsorge bei den nationalen Zentralbanken. In seiner Rede am 14. Mai hat Draghi Sorgen über die Finanzstabilität und die Verteilungseffekte als weitgehend unbegründet bezeichnet und argumentiert, dass beide Probleme ohne eine Konjunkturerholung noch größer sein könnten. Zu den beiden anderen Punkten steht die Diskussion allerdings noch aus.

Zwar dürfte es im Zentralbankrat angesichts der zum Ausdruck gebrachten Sorgen über Nebeneffekte wohl kritischere Stimmen zu QE geben, allerdings waren diese nicht ausreichend, um über einen frühen Ausstieg aus QE zu diskutieren. Im Gegenteil: „die Mitglieder stimmten überein, dass ein stabiler Kurs der Geldpolitik mit einem starken Fokus auf die Implementierung von QE betont werden muss“. Es gibt also kein Wackeln mit Blick auf QE.

Im Vergleich zu den ersten „minutes“ (der Sitzungen des Zentralbankrates vom Januar und März), bei denen noch zwischen „allen Mitgliedern“, „einigen Mitgliedern“ und „einer großen Anzahl von Mitgliedern“ differenziert wurde, gab es in der letzten Zusammenfassung keine derartige Unterscheidung. Entweder wurden die Ansichten einhellig von allen Ratsmitgliedern geteilt, oder eine zusätzliche Information über die Breite der Unterstützung der verschiedenen Punkte wurde als „übermäßige Transparenz“ gesehen.

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

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



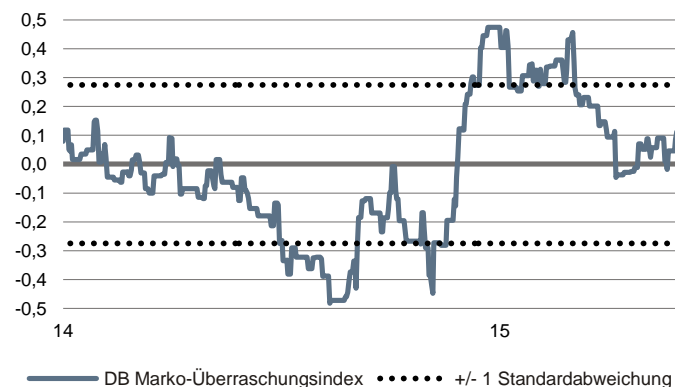
## Ausblick Deutschland

### 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.<sup>2</sup>

#### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen

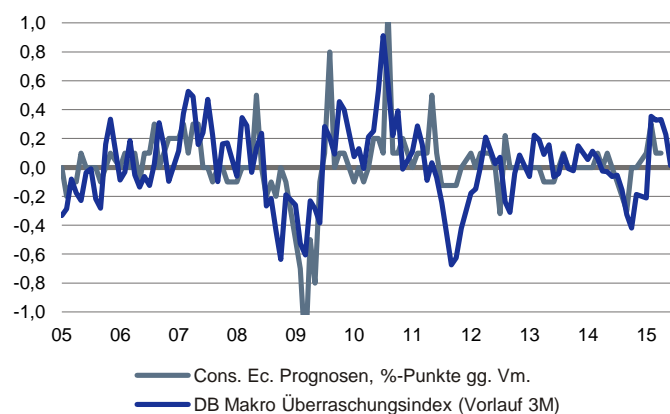


Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

#### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland und Konsensusprognoserevisionen des BIP

Konsensusprognoserevisionen gg. Vm.; Durchschnitt der letzten 20 z-Werte



Quellen: Consensus Economics Inc., Deutsche Bank Research

#### Letzte 20 veröffentlichte deutsche Konjunkturdaten

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	4 2015	21.04.15	53,3	55,3	-2,0	-0,2	0,4
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	4 2015	21.04.15	70,2	56,5	13,7	1,8	1,0
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	4 2015	24.04.15	108,6	108,4	0,2	0,0	0,5
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	3 2015	27.04.15	-1,4	-2,0	0,6	0,8	0,9
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	3 2015	30.04.15	-1,4	0,5	-1,9	-1,2	0,1
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	4 2015	30.04.15	-8,0	-15,0	-7,0	-0,5	0,3
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	4 2015	04.05.15	52,1	51,9	0,2	0,2	0,6
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	4 2015	06.05.15	54,0	54,4	-0,4	-0,4	0,3
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	3 2015	07.05.15	0,9	1,5	-0,6	-0,3	0,4
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	3 2015	08.05.15	-0,5	0,4	-0,9	-0,7	0,2
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	3 2015	08.05.15	27,9	20,0	7,9	2,0	1,0
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	4 2015	13.05.15	0,5	0,4	0,1	0,8	0,8
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	5 2015	19.05.15	41,9	49,0	-7,1	-0,8	0,2
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	5 2015	19.05.15	65,7	68,0	-2,3	-0,4	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	5 2015	21.05.15	52,9	52,9	0,0	0,0	0,5
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	5 2015	21.05.15	51,4	51,4	0,0	0,0	0,5
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	3 2015	22.05.15	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,3
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	5 2015	22.05.15	108,5	108,3	0,2	0,0	0,5
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	4 2015	28.05.15	-0,6	-0,7	0,1	0,4	0,7
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	4 2015	29.05.15	1,7	1,0	0,7	0,8	0,8

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

<sup>2</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.





## Ausblick Deutschland

### Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Dez 2014	Jan 2015	Feb 2015	Mrz 2015	Apr 2015	Mai 2015
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	110,0	106,7	104,7	107,1		105,6	106,7	106,8	107,9	108,6	108,5
ifo Geschäftserwartungen	105,4	101,9	100,3	102,8		101,4	101,9	102,5	103,9	103,4	103,0
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	106,2	102,8	99,9	102,8		101,2	102,2	102,3	103,8	104,5	104,3
Produktion (% gg. Vp.)	-1,1	0,0	0,8	0,5		1,0	-0,1	0,0	-0,5		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,0	1,3	1,4	-1,6		3,3	-2,7	-0,9	0,9		
Grad der Kapazitätsauslastung	84,0	83,8	84,1	84,5	84,9						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	-4,9	0,4	1,4	1,9		1,4	1,1	-2,6	4,5		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-4,5	-2,4	-0,1	8,6		1,0	9,8	-1,6	-2,2		
ifo Bauhauptgewerbe	119,8	120,4	120,4	118,8		119,6	119,3	119,2	118,0	119,5	119,7
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	4,3	1,0	-1,2	1,0		-1,4	0,0	-0,1	3,2	3,3	3,0
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,0	0,0	1,7	1,0		0,9	0,8	-0,2	-1,4	1,7	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-0,3	4,1	2,7	6,4		6,7	2,6	6,6	9,0	6,3	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-1,0	3,4	0,9	-3,3		3,0	-3,4	-1,7	-1,6		
Exporte (% gg. Vp.)	0,5	2,4	1,4	0,6		2,8	-2,1	1,4	1,3		
Importe (% gg. Vp.)	-0,9	0,6	0,5	1,4		-0,7	-0,2	1,3	2,4		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	52,2	57,5	60,3	59,0		21,5	19,7	20,0	19,4		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,7	6,7	6,6	6,5		6,5	6,5	6,5	6,4	6,4	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-20,0	-0,7	-37,3	-48,0		-25,0	-9,0	-19,0	-14,0	-8,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,9	0,8	0,9	0,7		0,9	0,8	0,6	0,6		
ifo Beschäftigungsbarometer	106,8	106,5	106,4	107,7		106,7	108,1	106,8	108,1	108,1	108,2
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	0,9	0,8	0,4	-0,2		0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,3	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,1	1,2	1,1	1,0		1,2	0,9	1,1	1,0	1,1	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-0,8	-0,8	-1,2	-2,0		-1,7	-2,2	-2,1	-1,7	-1,5	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-4,9	-1,8	0,9	2,3		0,1	2,3	1,4	3,4	0,5	
Ölpreis (USD)	109,7	102,0	76,4	55,1		63,1	49,7	58,9	56,8	61,6	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	16,9	13,4	8,6	0,5		6,2	0,5	-0,7	1,7	2,1	8,3
EC Unternehmensumfrage	2,3	4,2	2,1	-0,4		-1,5	-1,2	-0,1	0,1	0,4	0,9
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	2,0	2,0	1,8	1,8							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,5	2,6	2,4							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,4	2,1	1,7	2,5							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	4,5	4,7	4,7	7,1		4,7	5,9	6,3	7,1		
Trend von M3*						5,2	5,6	6,4			
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	-3,5	1,4	1,7	2,6		1,7	2,1	2,5	2,6		
Kredite an öffentliche Haushalte	9,7	5,9	12,6	32,3		12,6	19,0	15,5	32,3		

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

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



## Ausblick Deutschland

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
1. Juni 2015	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Mai	0,1 (0,7)	0,0 (0,5)
2. Juni 2015	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Mai	6,4	6,4
5. Juni 2015	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	April	0,5	0,9
8. Juni 2015	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	April	0,2	-0,5
8. Juni 2015	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	April	18,7	19,4
8. Juni 2015	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	April	0,2 (5,7)	1,3 (8,4)
8. Juni 2015	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	April	1,1 (5,4)	2,4 (4,7)
23. Juni 2015	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juni	51,2	51,4
23. Juni 2015	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juni	53,2	52,9
24. Juni 2015	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juni	108,5	108,5
29. Juni 2015	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Mai	0,2 (-0,4)	0,6 (-0,6)
2. Juli 2015	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Mai	-0,5	1,7
14. Aug. 2015	8:00	Reales BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q2 2015	0,4	0,3

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

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,120	0,10	0,05	0,50	-1,25	-0,25	0,05	1,25	1,50	1,65	0,05
Jun 15	0,125	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,25	0,05	1,25	1,50	1,50	0,05
Dez 15	0,625	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	1,50	0,05
Mrz 16	0,875	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	1,60	0,05
<b>3M Geldmarktsatz, %</b>											
Aktuell	0,26	0,20	-0,01	0,57							
Jun 15	0,26	0,15	0,00	0,58							
Dez 15	0,75	0,15	-0,10	0,59							
Mrz 16	1,18	0,15	-0,10	0,60							
<b>Rendite 10J Staatsanleihen, %</b>											
Aktuell	2,12	0,53	0,54	1,84							
Jun 15	2,00	0,40	0,60	1,85							
Dez 15	2,45	0,55	0,70	2,15							
Mrz 16	3,35	0,60	0,80	2,35							

### 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	123,70	0,71	0,65	1,03	9,25	7,46	8,49	4,13	308,65	27,46
Jun 15	1,04	121,00	0,72	1,44	1,07	9,20	7,46	8,90	3,97	292,56	27,50
Dez 15	1,00	125,00	0,74	1,36	1,10	8,90	7,46	9,00	4,08	285,00	27,50
Mrz 16	0,98	126,25	0,74	1,33	1,10	8,86	7,46	8,95	4,06	300,00	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: Termine der Finanz-, der Wirtschafts- und der Europapolitik

Datum	Ereignis	Anmerkungen
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.
7./8. Juni	G7 Gipfel, Krün/Elmau (Bayern)	Lage der Weltwirtschaft, Außen-, Sicherheits- und Entwicklungspolitik, Klimaschutz, Energieversorgungssicherheit u.a.
16. Juni	Europäischer Gerichtshof (EuGH), Luxemburg	Urteil über (Legalität des) OMT-Programm(s) der Europäischen Zentralbank (EZB). Urteil ist für Bundesverfassungsgericht (BVerfG) in anhängigen Klagen gegen OMT grundsätzlich bindend. EuGH dürfte feststellen, dass OMT mit Europäischen Verträgen vereinbar ist. Offen ist, ob BVerfG sich an Einschätzung des EuGH hält. Selbst wenn OMT in seiner Wirkung begrenzt würde, dürfte EZB über QE die Staatsanleihen-Märkte weiterhin stabilisieren.
18./19. Juni	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Europäisches Semester: Länderspezifische Empfehlungen auf Basis der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme (SCP), Griechenland, Agenda der Eurogruppe für H2 2015 u.a.
25./26. Juni	Europäischer Rat, Brüssel	Debatte über zukünftige Ausrichtung der Eurozone auf Grundlage des sog. Four Presidents' Report, der im Vorfeld des Gipfels veröffentlicht wird; sowie Außen- und Sicherheitspolitische Strategie der EU und möglicherweise Lage in Griechenland u.a.
13./14. Juli	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Wahrscheinlich Debatte über Griechenland u. Lage im Eurogebiet u.a.
16. Juli	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Das Risiko vorzeitiger Änderungen des laufenden Programms der Anleihekäufe ist gering.

Quelle: Deutsche Bank Research

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

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

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

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

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

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

Print: ISSN 1430-7421 / Internet: ISSN 1435-0734 / E-Mail: ISSN 1616-5640