



# Ausblick Deutschland

## Risse im Fundament?

3. August 2015

### Autoren

Barbara Böttcher  
+49 69 910-31787  
barbara.boettcher@db.com

Dieter Bräuninger  
+49 69 910-31708  
dieter.braeuninger@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

Originalveröffentlichung in englischer Sprache:  
31. Juli 2015.

### Inhaltsverzeichnis

	Seite
Prognosetabellen.....	2
Gewinnentwicklung durch Lohnanstiege gedämpft .....	3
Vorbild Deutschland – stößt die Konsens- wirtschaft an ihre Grenzen? .....	10
EZB noch zufrieden, aber Vorsicht ist angebracht.....	15
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland.....	18
Eventkalender.....	19
Datenkalender .....	20
Finanzmarktprognosen .....	21
Datenmonitor .....	22

**Gewinnentwicklung durch Lohnanstiege gedämpft.** Die deutsche Brutto-  
Profitquote hat sich in den Vorkrisen Jahren dank der politischen Reformen und  
der unternehmerischen Rosskur deutlich erhöht. Sie stieg von knapp 40% auf  
bis zu 46% (2007), was im europäischen Vergleich ein hoher Wert war. Seitdem  
ist der Profitabilitätsvorsprung der deutschen Unternehmen wieder merklich  
geschrumpft. Dies ist vor allem auf die steigende Lohnquote, besonders anzie-  
hende Stundenlöhne, zurückzuführen. Einzelne deutsche Branchen zeigen al-  
lerdings eine deutlich abweichende Entwicklung. Den bislang erfolgten Profitabi-  
litätsrückgang auf ein leicht überdurchschnittliches Niveau interpretieren wir als  
Normalisierung. Nicht zuletzt aufgrund der sehr guten Lage am deutschen Ar-  
beitsmarkt dürfte die Lohnquote weiter zulegen und die Profite dämpfen. Prinzi-  
piell ist dies kein volkswirtschaftliches Problem. Veränderungen der Verteilung  
zwischen den Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit sind normal. Sollten aller-  
dings die Lohnanstiege anhaltend und spürbar die Produktivitätsfortschritte  
übertreffen, dürfte dies mittelfristig unternehmerische Investitionsentscheidun-  
gen negativ beeinflussen.

**Vorbild Deutschland – stößt die Konsenswirtschaft an ihre Grenzen?** Deutsch-  
land wird im laufenden Jahr erneut über Potenzial wachsen. Trotz neuer Aus-  
gabenprogramme dürften im Staatshaushalt zunächst weitere Überschüsse er-  
wirtschaftet werden. Aufgrund seiner institutionellen Besonderheiten hat es  
Deutschland bis dato weitgehend vermeiden können, dass Verteilungskonflikte  
sich in höheren Staatsdefiziten und/oder steigender Inflation niederschlugen.  
Nicht zuletzt die demografische Entwicklung dürfte diese Resilienz auf die Pro-  
be stellen. Ein neuer Reformaufbruch ist aber angesichts abnehmender Stand-  
ortvorteile notwendig. Es bleibt abzuwarten, ob die Gesellschaft eine Neuauf-  
lage der Agenda 2010 auf den Weg bringt.

**EZB noch zufrieden, aber Vorsicht ist angebracht.** Bei der Implementierung von  
QE liegt die Europäische Zentralbank (EZB) im Plan. Zwar haben die Wechsel-  
kurseffekte nachgelassen, aber beim Kreditkanal zeigen sich positive Impulse.  
Bei der Inflationsentwicklung sind die positiven Entwicklungen in den letzten  
Monaten für die EZB noch nicht nachhaltig genug, um endgültig die Trendwen-  
de zu attestieren. Diese Vorsicht ist angesichts des schwachen Welthandels  
und der Entwicklungen in China, aber insbesondere mit Blick auf den jüngsten  
Einbruch der Rohstoffpreise nachvollziehbar. Die EZB dürfte wohl demnächst  
wieder ihre Einschätzung betonen, dass bei ihrem QE-Programm eine Vergrö-  
ßerung/Verlängerung wahrscheinlicher als eine Reduktion vor September 2016  
ist.



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

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

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

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2012					2013					2014				2015			
	2012	2013	2014	2015P	2016P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2P	Q3P	Q4P	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	0,3	0,4	0,3	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	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	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	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	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	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	-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	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	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	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	
Konsumentenpreise*	2,0	1,5	0,9	0,5	2,0	1,2	1,1	0,8	0,5	0,0	0,4	0,5	1,4	0,0	0,4	0,5	1,4	
Arbeitslosenquote, %	6,8	6,9	6,7	6,4	6,5	6,8	6,7	6,7	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5	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	0,7	0,6	0,7													
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	79,3	77,1	74,7	71,8	69,2													
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



## Gewinnentwicklung durch Lohnanstiege gedämpft

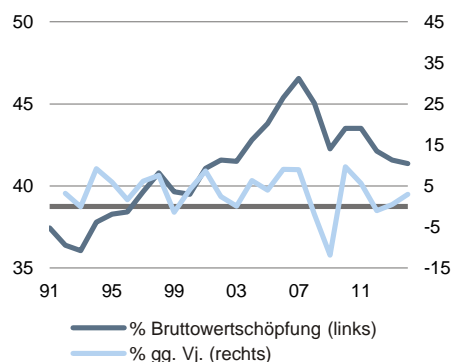
- Die deutsche Brutto-Profitquote hat sich in den Vorkrisen Jahren dank der politischen Reformen und der unternehmerischen Rosskur deutlich erhöht. Sie stieg von knapp 40% auf bis zu 46% (2007), was im europäischen Vergleich ein hoher Wert war. Seitdem ist der Profitabilitätsvorsprung der deutschen Unternehmen wieder merklich geschrumpft. Dies ist vor allem auf die steigende Lohnquote, besonders anziehende Stundenlöhne, zurückzuführen. Einzelne deutsche Branchen zeigen allerdings eine deutlich abweichende Entwicklung. Den bislang erfolgten Profitabilitätsrückgang auf ein leicht überdurchschnittliches Niveau interpretieren wir als Normalisierung.
- Nicht zuletzt aufgrund der sehr guten Lage am deutschen Arbeitsmarkt dürfte die Lohnquote weiter zulegen und die Profite dämpfen. Prinzipiell ist dies kein volkswirtschaftliches Problem. Veränderungen der Verteilung zwischen den Produktionsfaktoren Kapital und Arbeit sind normal. Sollten allerdings die Lohnanstiege anhaltend und spürbar die Produktivitätsfortschritte übertreffen, dürfte dies mittelfristig unternehmerische Investitionsentscheidungen negativ beeinflussen.

### Unternehmensprofitabilität sinkt seit 2008

Unternehmensgewinne: Keine Erholung trotz robusten BIP-Wachstums

1

Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften; Betriebsüberschuss



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Anfang der 2000er Jahre wurde Deutschland als kranker Mann Europas bezeichnet, befand sich die Arbeitslosigkeit in einem scheinbar unaufhaltsamen Aufwärtstrend und die deutschen Unternehmen wiesen eine schwache Profitabilität auf. Eine Rosskur durch die Politik, kooperative Gewerkschaften und nicht zuletzt auch durch die Unternehmen selbst hat den deutschen Unternehmenssektor in den Vorkrisen Jahren gesund und profitabel werden lassen und zur heutigen komfortablen Situation der deutschen Wirtschaft beigetragen. In dieser Zeit stieg die Brutto-Profitquote<sup>1</sup>, ein häufig verwendetes Maß aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung (VGR) für die Profitabilität von Unternehmen, von knapp 40% (2000) auf einen Höchststand von über 46% im Jahr 2007 – im europäischen Vergleich ein hoher Wert und die markanteste Verbesserung.

International wird immer wieder Kritik laut, dass die deutschen Unternehmen aufgrund der Lohnmoderation der Vorkrisenjahre einen unfairen Vorteil hätten, der anderen europäischen Ländern die Anpassung mindestens erschwert.<sup>2</sup> Wir halten die Argumentation nur für begrenzt tragfähig. Davon abgesehen befinden sich die deutschen Löhne seit einigen Jahren in einem spürbaren Aufwärtstrend.<sup>3</sup> Vor allem deswegen ist die Profitquote nach 2007 erst kräftig gefallen und hat sich dann nach kurzer Erholungsphase bei gut 41% (2013/14) stabilisiert – das gleiche Niveau wie Anfang der 2000er Jahre. Zudem gibt es einige Gründe, die für die nächsten Jahren ohnehin Gegenwind für deutsche Unternehmen erwarten lassen.<sup>4</sup> Das hohe Profitniveau des Jahres 2007 dürfte damit kaum wieder erreicht werden.

<sup>1</sup> Betriebsüberschuss relativ zur Bruttowertschöpfung.

<sup>2</sup> Peters, Heiko und Stefan Schneider (2013). Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig. Standpunkt Deutschland. Deutsche Bank Research. 12. Dezember 2013.

<sup>3</sup> Rakau, Oliver (2015). Höheres Wachstum und Löhne, Sparer weiter vorsichtig. 2. März 2015.

<sup>4</sup> Ausblick Deutschland. Deutsche Bank Research.

Strukturell langsames Wachstum des Welthandels, zunehmende Lokalisierung der Produktion, demografischer Wandel, veränderte politische Rahmenbedingungen, verschärfter internationaler Wettbewerb. Heymann, Eric et al (2015). Kräftiger Gegenwind für deutsche Exportwirtschaft trotz Euroabwertung. Ausblick Deutschland. Deutsche Bank Research. 30. März 2015.



## Ausblick Deutschland

### Einkommen und Sparen

2

Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, Sektorkonten, 2014

	EUR Mrd.
+ Produktion	3,763.8
- Vorleistungen	2,113.0
= <b>Bruttowertschöpfung</b>	1,650.8
- Arbeitnehmerentgelte	981.4
- Sonstige Produktionsabg. abz. Sonst. Subventionen	-13.3
= <b>Bruttobetriebsüberschuss</b>	682.7
- Abschreibungen	284.8
= <b>Nettobetriebsüberschuss</b>	397.9
+ Empfangene Vermögenseinkommen	122.8
- Geleistete Zinsen und Pachten*	35.0
= <b>Unternehmensgewinn, netto*</b>	485.7
- Ausschüttungen und Entnahmen	335.5
- Geleistete Einkommen- und Vermögensteuern	60.9
- Geleistete sonstige laufende Transfers, netto	13.8
= <b>Sparen, netto</b>	64.7
<b>Profitmaße:</b>	
Bruttobetriebsüberschuss	682.7
/ Bruttowertschöpfung	1,650.8
= <b>Brutto-Profitquote (%)</b>	41.4
Nettobetriebsüberschuss	397.9
/ Nettowertschöpfung	1,366.0
= <b>Netto-Profitquote (%)</b>	29.1
Netto-Unternehmensgewinn	485.7
/ Nettowertschöpfung	1,366.0
= <b>Nettogewinnquote (%)</b>	35.6

\* Schätzung

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

### Profite: Viele Maße, eine Botschaft

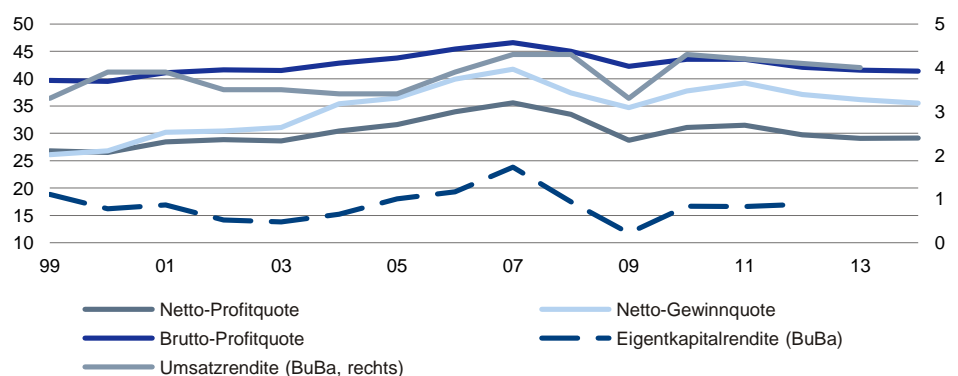
Es gibt viele Maße für den Unternehmenserfolg. Allein schon die sogenannten Sektorkonten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung beinhalten stark aggregierte Daten, aus denen sich die Brutto-Profitquote, Netto-Profitquote und die Netto-Gewinnquote errechnen lassen. Bei ersterer wird der Überschuss aus direkter unternehmerischer Tätigkeit (Produktion abzügl. Vorleistungen und Arbeitnehmerentgelte) der Bruttowertschöpfung gegenüber gestellt. Bei der Netto-Profitquote werden bei beiden Größen noch die Abschreibungen abgezogen. Bei der Netto-Gewinnquote werden neben der direkten unternehmerischen Tätigkeit zudem noch die empfangenen Vermögenseinkommen (z.B. aus Beteiligungen) zugerechnet und die zu leistenden Zinsen und Pachten abgezogen. Prinzipiell sind diese Daten für alle EU-Länder vorhanden.

Die Deutsche Bundesbank stellt darüber hinaus auch aggregierte Daten aus den Jahresabschlüssen deutscher Unternehmen zur Verfügung, die in der öffentlichen Diskussion gebräuchlicher sind als jene Begriffe aus der VGR. Dazu gehören bspw. die Eigenkapital- und Umsatzrenditen. Allerdings werden diese Daten nur mit großer Verzögerung veröffentlicht. Daten aus der VGR liegen international vergleichbar auf Quartalsebene und mit nur etwa 2-3 Monaten Verzögerung vor, die Daten zu den Jahresabschlüssen hingegen erst nach 1,5 Jahren. Zudem verbieten sich internationale Vergleiche bei den Bundesbank-Daten schon allein wegen des großen Einflusses von Steuer-/Bilanzrecht.

#### Weitgehend ähnliche Profitabilitätstrends

3

Nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, %



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research, Deutsche Bundesbank

In unserer Analyse werden wir uns auf die Daten der VGR konzentrieren, da alle genannten Maße – trotz unterschiedlicher Niveaus – einen prinzipiell ähnlichen Verlauf nehmen und seit Erreichen der Rekorde im Jahr 2007 wieder auf Niveaus wie Anfang der 2000er gefallen sind. In den letzten zwei bis drei Jahren blieben die Quoten insgesamt dann relativ stabil. Zudem erlauben die VGR-Daten eine Analyse der Profitabilitätstreiber. Wir werden vor allem auf die Brutto-Profitquote abstellen. Wir beschränken unsere Analyse zudem auf die nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften, also die Realwirtschaft.

Aus ökonomischer Sicht stellen die genannten Maße auf unterschiedliche Dinge ab und die Größenordnungen weichen zum Teil deutlich voneinander ab. So klingt eine Brutto-Profitquote für deutsche Unternehmen von über 40% (2014) im Vergleich zu einer Umsatzrendite von etwa 4% sehr hoch. Allerdings ist erstere vor Abzug z.B. der Abschreibungen auf den Kapitalstock, Zinszahlungen für aufgenommene Kredite und zu zahlende Steuern. Ein weiterer Unterschied ist, dass die Bruttoprofitquote nicht auf den tatsächlich generierten Umsatz sondern auf die für den Verkauf produzierte Ware abstellt. Da alle Abgrenzungen grundsätzlich den gleichen Treibern unterliegen und es uns vor allem um die Richtung und weniger um das absolute Niveau geht, ist dies jedoch nebensächlich.



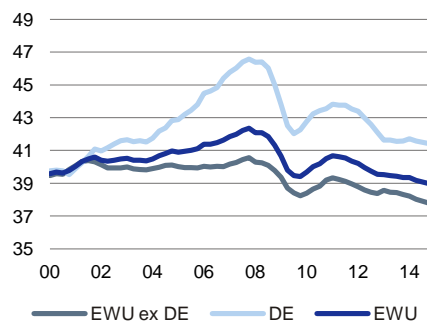


### Internationaler Vergleich: Normalisierung

Deutsche Profitabilität: Wieder näher am EWU-Schnitt

4

Brutto-Profitquote, %, 4Q-Schnitt



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

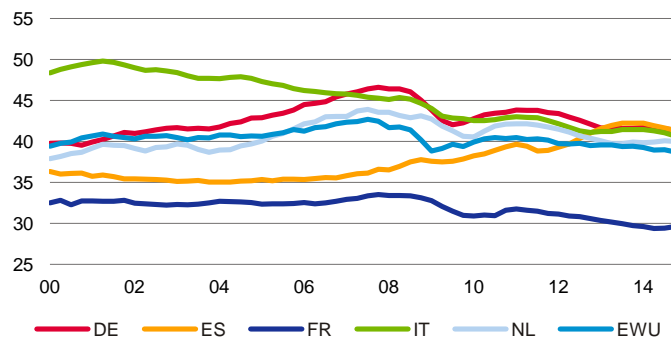
Der Rückgang der deutschen Profitabilität laut Brutto-Profitquote seit 2008 wird allerdings stark relativiert, wenn man ihn in einen internationalen Kontext setzt. Der kräftige Anstieg in Deutschland vor der Krise hat einen deutlichen Abstand zum EWU-Durchschnitt entstehen lassen. Der Rückgang seit 2008 hat diese Lücke nur verkleinert, da sich die Profitabilität im Rest der Eurozone ebenfalls abgeschwächt hat. Die Quote für die großen EWU-Staaten Deutschland, Italien, Spanien und die Niederlande wiesen zuletzt nur recht geringe Unterschiede auf, wobei jedoch die Entwicklungen vor und während der Krise sehr differierten. In Italien fiel die Profitabilität seit 2001 bis 2013 konstant. Dagegen blieb sie in Spanien bis 2007 etwa konstant und stieg dann graduell an bis auf das heutige Niveau. Frankreich hat seit Beginn der Krise sogar noch weiter an Boden verloren und erreichte 2014 nur eine Profitquote von 30% im Vergleich zu rund 40% in den anderen Ländern.

Obwohl die Profitquoten auf Basis der gleichen Definition errechnet werden, kann die Vergleichbarkeit eingeschränkt sein. So weist Griechenland die höchste Brutto-Profitquote der EWU-Länder auf (2014: 59%, EWU: 39%). Ein wichtiger Faktor dafür könnte der Anteil der Selbstständigen sein, der in Griechenland mit 32% doppelt so hoch ist wie im EWU-Schnitt. Der Unternehmerlohn für Selbstständige wird nicht als Arbeitnehmerentgelt abgezogen und ist daher im Profit enthalten. In Abstufung gilt die gleiche Argumentation auch für Italien (Selbstständigenquote: 26%). Ein weiteres EWU-Land mit hoher Profitquote ist Irland (55,7%). Hier dürfte der hohe Anteil ausländischer Unternehmen, die ihre europäischen Hauptquartiere in Irland haben und dort zum Teil Gewinnverbuchungen bündeln, eine Rolle spielen. Zudem könnte generell ein hoher Anteil von Schwarzarbeit einen Einfluss haben. So basiert der hier verwendete Profit auf den Umsatz-/Produktionszahlen nach Abzug der Vorleistungen und der (offiziell gezahlten) Arbeitnehmerentgelte.

Deutsche Profitabilität: Fallend, aber leicht über Durchschnitt

5

Brutto-Profitquote, %, 4Q-Durchschnitt



Quelle: Eurostat

Profitquote: Wenige Ausreißer

6

Brutto-Profitquote, 2014, %

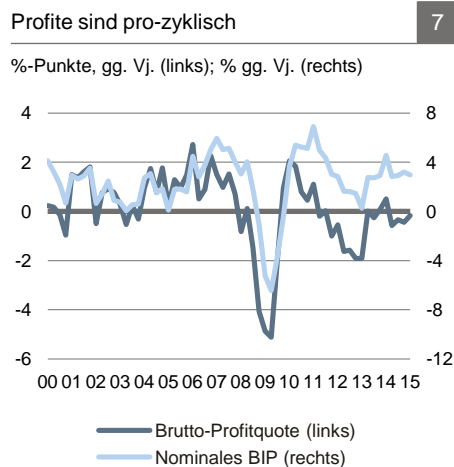


Quelle: Eurostat

Blickt man auf den Zusammenhang zwischen Profit- und Selbstständigenquote bzw. Profitquote und Schätzungen für den Anteil von Schwarzarbeit, zeigt sich aber kein klarer Zusammenhang. Insgesamt bleibt festzustellen, dass Deutschland trotz der Rückgänge seit 2008 eine noch leicht überdurchschnittliche Profitquote aufweist. Der Rückgang ist daher eher als Normalisierung zu sehen. Darüber hinaus zeigt Grafik 1, dass im historischen Vergleich seit 1991 die zuletzt erreichte Profitabilität ebenfalls noch überdurchschnittlich ist.



## Permanent oder temporär? Zyklisch oder strukturell?



Quellen: Statistisches Bundesamt, Eurostat

Profite sind grundsätzlich pro-zyklisch. Das heißt, sie weisen eine enge, positive Korrelation mit der Konjunkturdynamik auf. Seit 2000 liegt die Korrelation des nominalen BIP-Wachstums und der Änderung der Brutto-Gewinnquote beispielsweise bei etwa 70%. Die Gründe dafür sind offensichtlich: Verbessern sich im Aufschwung die Erlöse, so erhöht dies zunächst ausschließlich die Gewinne. Erst später bei Spannungen im Arbeitsmarkt steigen die Löhne. Gewinne sind daher in der Frühphase des Aufschwungs besonders dynamisch. Im Aufschwung steigt außerdem die Auslastung der Unternehmenskapazitäten, wodurch sich die Fixkosten besser verteilen lassen.

Angesichts dieser Tatsachen und des recht robusten deutschen Wachstums der letzten Jahre stellt sich die Frage, warum die Profitquote dennoch abgenommen hat. Wie Grafik 7 zeigt, bestand zwischen den beiden Zeitreihen bis 2006/07 ein recht enger Zusammenhang, wobei das nominale BIP-Wachstum etwa die doppelte Amplitude aufwies. Auch in der Phase danach war die Entwicklung grundsätzlich ähnlich, allerdings fand eine Niveaushiftung statt: Nicht nur war die Amplitude des BIP-Wachstums weiter etwa doppelt so hoch; zudem war das durchschnittliche BIP-Wachstum um rd. 3%-Punkte höher. Dies spricht dafür, dass die geringere Profitquote nicht nur ein kurzfristigeres zyklisches Phänomen ist, sondern eine strukturelle Verschiebung stattfand.

## Stärkeres Lohn- und Beschäftigungswachstum senkte deutsche Profitabilität zuletzt

Es gibt viele Determinanten für die Profitabilität des Unternehmenssektors insgesamt. Prinzipiell sind dies die Kosten (Löhne und Zinsen) für die Produktionsfaktoren (Arbeit und Kapital) und die Effizienz, mit der diese eingesetzt werden (Produktivität). Darüber hinaus spielen auch die Kosten für Vorleistungsgüter aus dem Ausland oder aus anderen inländischen Sektoren und der Staat (z.B. Steuern) eine Rolle.

Zerlegt man die Produktion in die unterschiedlichen Kostenfaktoren (siehe auch Tabelle am Beginn der Studie), zeigt sich, dass die stärkste Bewegung beim Anteil der Arbeitnehmerentgelte stattfand. Von 1999 bis 2007 ging der Anteil der Arbeitnehmerentgelte um über 5%-Punkte zurück (von 28,7% auf 23,4%). Seitdem ist er wieder um knapp 3%-Punkte angestiegen. Die Veränderung in der ersten Phase war vermutlich zum größeren Teil der Änderung der Produktionsstruktur geschuldet. So stieg der Anteil der Vorleistungen in der ersten Phase um über 3%-Punkte und fiel seit 2007 nur leicht (-1%-P.); ein Zeichen für Auslagerungen ins Ausland und das Nutzen von Vorleistungen aus anderen Sektoren.

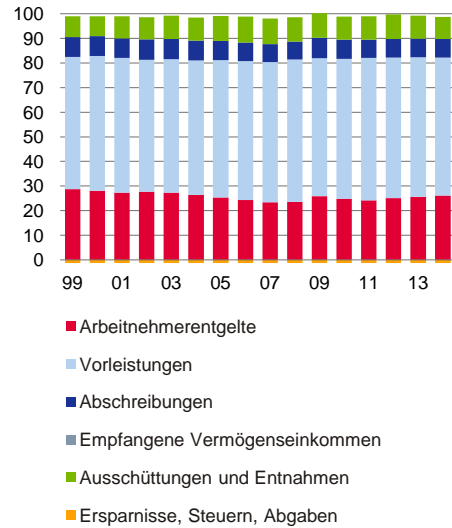
In der zweiten Phase hingegen scheint der wieder erstarkte Lohnkostenanteil Gewinne geschmälert zu haben: Der Anteil des Betriebsüberschusses stieg von 18,3% (1999) auf 20% (2007) und fiel 2014 zurück auf 18,1%. Dabei ist auffällig, dass der Lohnkostenanteil erst wieder zu steigen begann, als das Wachstum der Stundenlöhne sich nach seiner Schwächephase zu Anfang/Mitte der 2000er Jahre erholte. Seit 2008 dominiert das Lohnwachstum das Beschäftigungswachstum, was dessen Beitrag zum Einkommenswachstum angeht. Dies entspricht der ökonomischen Logik. Während eine steigende Arbeitsnachfrage (geleistete Stunden) aufgrund eines höheren Produktionswachstums keinen Einfluss auf die Profitquote haben sollte, ist bei steigenden Stundenlöhnen durchaus mit einer Reaktion der Lohnquote zu rechnen.



Ausblick Deutschland

Schwankender Lohnsummenanteil entscheidend 8

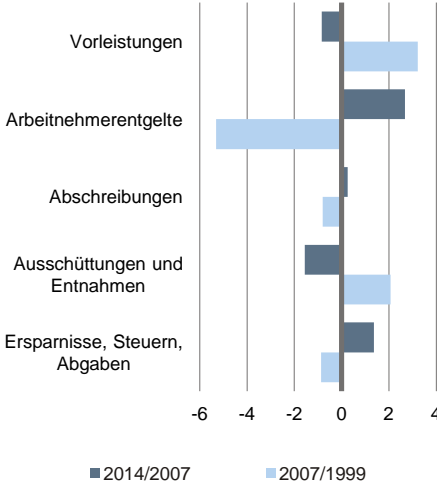
Anteil an der Produktion, %



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Steigende Arbeitnehmerentgelte reduzieren die Gewinne 9

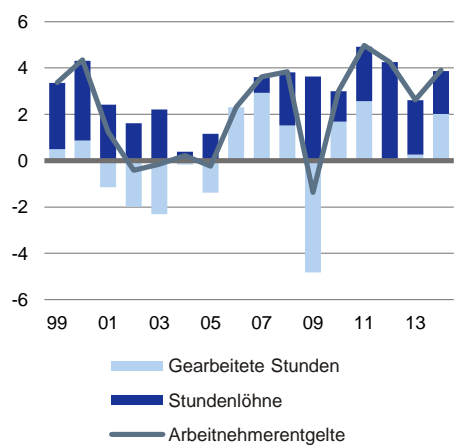
Anteil an Produktion, Änderung in %-Punkten



Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat

Löhne tragen seit 2007 wieder zum Anstieg der Arbeitseinkommen bei 10

% gg. Vj.



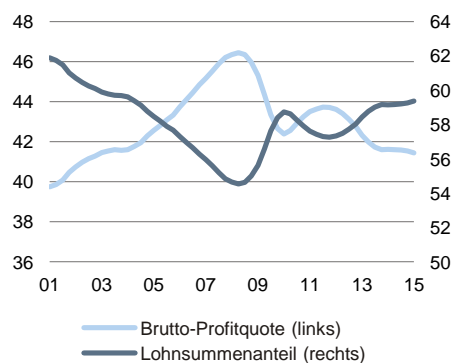
Daten sind ein Proxy für Nicht-finanzielle Kap.-gesell. Gesamtwirtschaft ohne Sektor K, L und O-Q.

Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat

Zum verstärkten Rückgriff auf Vorleistungsgüter dürften der markante Aufbau internationaler Wertschöpfungsketten beigetragen haben, durch den Skalenvorteile gehoben werden konnten.<sup>5</sup> So nahm der Anteil der Vorleistungsgüter am Welthandel von gut 50% Anfang der 2000er Jahre auf knapp 60% 10 Jahre später zu. Zudem dürften innerhalb des deutschen Unternehmenssektors Auslagerungen von Tätigkeiten an externe Dienstleister den Anteil der Vorleistungen an der gesamten Produktion erhöht haben. Zugleich dürften die Gewinne durch infolge der Auslagerung steigende Produktivität gestiegen sein.

Steigender Lohnanteil dämpft Profite 11

%, 4Q-Schnitt



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Beides waren jedoch strukturelle Umbrüche, deren Effekte inzwischen weitgehend ausgelaufen sein sollten. Für die aktuelle Profitabilitätsentwicklung ist die Lohndynamik relevanter. Daher analysieren wir im Folgenden die Lohnquote (Arbeitnehmerentgelt zu Bruttowertschöpfung), die vom Effekt der Vorleistungen abstrahiert. Da Bruttolohn und Gewinne das Volkseinkommen ergeben, weisen beide einen inversen Zusammenhang auf. Diese Tatsache erlaubt uns, die Profitabilitäts-/ Lohnentwicklung auf einer stärker disaggregierten Sektorebene zu analysieren. Daten zur Brutto-Profitquote gibt es in dieser detaillierten Abgrenzung nicht.

Lohnquoten: Sektorale Tendenzen unterschiedlich

In den einzelnen Sektoren entwickelt sich die Lohnquote durchaus unterschiedlich. Von den sieben Sektoren, die man den nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften zurechnen kann, zeigen das (i) Verarbeitendes Gewerbe, (ii) Handel, Instandhaltung, Verkehr, Beherbergung, Gastronomie, sowie (iii) Kunst, Unterhaltung, Erholung; sonstige Dienstleistungen weisen eine grundsätzlich ähnliche Entwicklung auf. Diese Branchen stehen für knapp 70% der Beschäftigten der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften und dominieren damit die Entwicklung der gesamten hier betrachteten Lohnquote. Die Lohnquotenniveaus variieren freilich stark, da die Branchen unterschiedlich hohe Arbeitsintensitäten haben.

<sup>5</sup> Peters, Heiko (2013). Strukturelle Verbesserungen stützen Sonderstellung. Ausblick Deutschland. 1. Juli 2013.

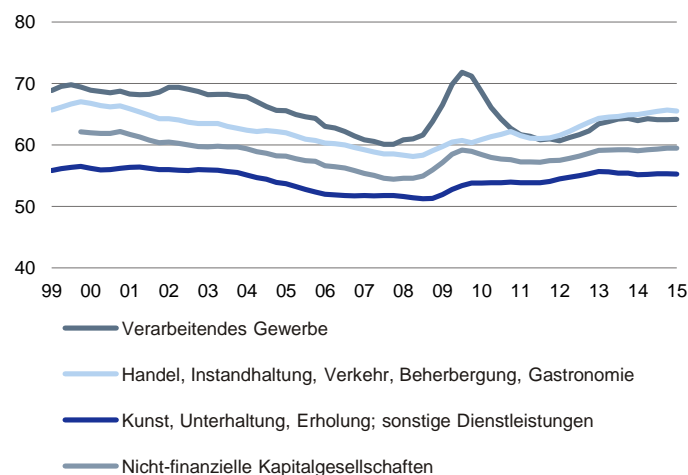


## Ausblick Deutschland

### Sektorale Entwicklung...

12

Lohnquote (Arbeitnehmerentgelt zu Bruttowertschöpfung), %, 4Q-Schnitt

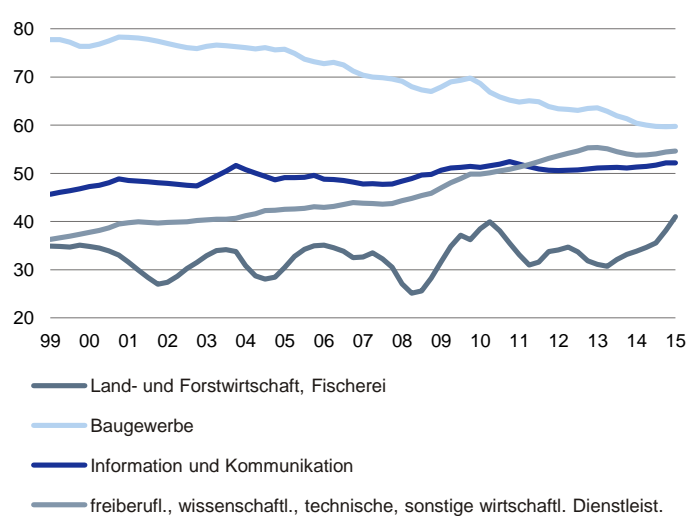


Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

### ...variiert stark

13

Lohnquote (Arbeitnehmerentgelt zu Bruttowertschöpfung), %, 4Q-Schnitt



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Dagegen hat sich die Lohnquote in der (iv) Baubranche seit Anfang der 2000er Jahre bis zuletzt zwar graduell aber insgesamt doch markant verringert. Dies spricht für einen kräftigen Aufwärtstrend bei der Profitquote, was die Bundesbankdaten zu den Unternehmensabschlüssen auch bestätigen.<sup>6</sup> Darüber hinaus könnte ein gestiegener Anteil an Selbstständigen eine große Rolle gespielt haben. Im Sektor (v) Information und Kommunikation sowie bei den (vi) Unternehmensdienstleistungen folgte die Lohnquote einem graduellen Aufwärtstrend. Im (vii) Agrarsektor schwankte die Lohnquote im Vergleich mit den anderen Sektoren zwar deutlich, allerdings auf etwa dem gleichen Niveau. Erst zuletzt hat sich die Lohnquote spürbar und eindeutig erhöht.

### Deutsche Lohndynamik drückt noch etwas weiter auf Profite

Angesichts unserer Erwartungen zur Lohnentwicklung<sup>7</sup> dürfte die Profitquote der deutschen nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften 2015 und vermutlich auch 2016 noch weiter zurückgehen. Laut unserer Prognose dürften die Tariflöhne in beiden Jahren um 2 ½ - 3% und die geleisteten Stunden um 0,4% steigen. Die Löhne profitieren von der niedrigen Arbeitslosigkeit und dem robusten Wachstum in Deutschland. Zudem erhalten die Arbeitseinkommen 2015 einen zusätzlichen Schub durch die Einführung des Mindestlohns zu Beginn des Jahres. Insgesamt könnten die Arbeitnehmerentgelte 2015 daher um über 4% zulegen. Dies wird die unternehmerische Kostenbasis belasten.

Zugleich dürfte die Wertschöpfung des Unternehmenssektors angesichts des zwar robusten aber nicht deutlich über Potenzial liegenden BIP-Wachstums, des geringen Produktivitätswachstums und der sehr verhaltenen Preisentwicklung nicht ausreichen, um das Kostenplus auszugleichen. Wir gehen davon aus, dass die Lohnstückkosten wohl um rd. 3% zulegen dürften. Die Profitquote könnte 2015 so erneut leicht auf 41% von 41,4% (2014) sinken.

<sup>6</sup> Insgesamt zeigen die Lohnquoten der einzelnen Sektoren einen recht guten inversen Zusammenhang zu den sektoralen Profitquoten, die von der Bundesbank errechnet werden. Insbesondere für die beschäftigungsstarken Sektoren ist der Zusammenhang robust.

<sup>7</sup> Rakau, Oliver (2015). Höheres Wachstum und Löhne, Sparer weiter vorsichtig. Ausblick Deutschland. 2. März 2015.





## Schwächere Gewinndynamik bremst Investitionstätigkeit

Grundsätzlich sind die Lohn- und Profitquote ein Zeichen dafür, wie die unternehmerische Wertschöpfung zwischen Arbeit und Kapital verteilt wird. Mehrjährige Anpassungsprozesse, wie sie die deutschen Daten zeigen, sind an sich nichts Außergewöhnliches. Sie sind hauptsächlich dem Konjunkturzyklus geschuldet. Zudem spiegeln sie Verschiebungen in der Arbeits-/Kapitalintensität des Produktionsprozesses. Die Verhandlungsmacht in Lohnverhandlungen spielt ebenfalls eine Rolle.

Im deutschen Fall dürfte der im Vergleich zum Rest der EWU ausgeprägte Anstieg der Profitquote bis 2007 durch zwei Hauptfaktoren zusätzlich getrieben worden sein: Im Zuge der Rosskur Anfang/Mitte der 2000er Jahre reduzierte sich angesichts der Arbeitsmarktreformen und der hohen Arbeitslosigkeit die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer. Die Lohnmoderation war nötig, um die Voraussetzungen für Unternehmensinvestitionen und den kräftigen Beschäftigungsaufbau der letzten Jahre zu schaffen. Ein weiterer Treiber dürfte die Internationalisierung der deutschen Industrie gewesen sein. Im Verarbeitenden Gewerbe war der Rückgang der Lohnquote und damit vermutlich der Anstieg der Profitquote besonders ausgeprägt. Hier könnten die Effizienzgewinne durch internationale Wertschöpfungsketten und den boomenden Welthandel vor allem den Kapitalgebern zugute gekommen sein.

Dies schuf die Basis für den kräftigen Beschäftigungsaufbau der letzten Jahre. Die niedrige Arbeitslosigkeit und komfortable Lage vieler Unternehmen hat dazu beigetragen, dass die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer wieder zugenommen hat, was zu einer Aufholbewegung bei den Löhnen geführt hat. Nachdem die Lohnquote 2004/05 ihren Tiefpunkt erreicht hat, fand trotz der zwischenzeitlichen Krise eine 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.

Insofern stellt der Profitrückgang der letzten Jahre zunächst eine Normalisierung dar. Die deutsche Profitabilität liegt aber immer noch über jener im Rest der EWU.

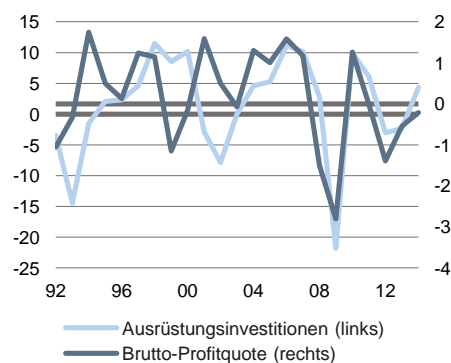
Wie wir an anderer Stelle ausführlich dargestellt haben, glauben wir, dass die Arbeitskräfteknappheit kombiniert mit der derzeit guten Lage am deutschen Arbeitsmarkt in den kommenden Jahren zunehmend Lohndruck erzeugen könnte. Dies dürfte verhindern, dass die Profitquote in den nächsten Jahren nahe an die letzten Höchststände kommt. Sie dürfte eher weiter unter Druck geraten, auch angesichts des mittelfristig zunehmenden Drucks durch den demografischen Wandel.

Trotz des stark vereinfachten Zusammenhangs zwischen Profitquote und den Ausrüstungsinvestitionen zeigt die nebenstehende Grafik doch, dass eine fallende Profitquote und rückläufige Ausrüstungsinvestitionen eine eindeutige Korrelation aufweisen. Bei eher verhaltener globaler Nachfrage, sehr geringen Preissteigerungen und robuster Lohnzuwächse dürfte von der zu erwartenden Gewinnentwicklung kein großer Investitionsanreiz ausgehen.

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

Schwache Profite dämpfen Investitionen

% gg. Vj. (links); %-Punkte gg. Vj. (rechts)



Quelle: Statistisches Bundesamt

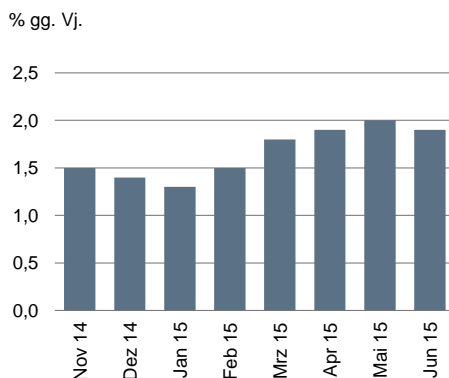


## Vorbild Deutschland – stößt die Konsenswirtschaft an ihre Grenzen?

- Deutschland wird im laufenden Jahr erneut über Potenzial wachsen. Trotz neuer Ausgabenprogramme dürften im Staatshaushalt zunächst weiter Überschüsse erwirtschaftet werden.
- Aufgrund seiner institutionellen Besonderheiten hat es Deutschland bis dato weitgehend vermeiden können, dass Verteilungskonflikte sich in höheren Staatsdefiziten und/oder steigender Inflation niederschlugen.
- Nicht zuletzt die demografische Entwicklung dürfte diese Resilienz auf die Probe stellen. Ein neuer Reformaufbruch ist aber angesichts abnehmender Standortvorteile notwendig. Es bleibt abzuwarten, ob die Gesellschaft eine Neuauflage der Agenda 2010 auf den Weg bringt.

### Alles super oder etwa nicht?

Deutsches BIP 2015 :  
Consensus-Schätzungen

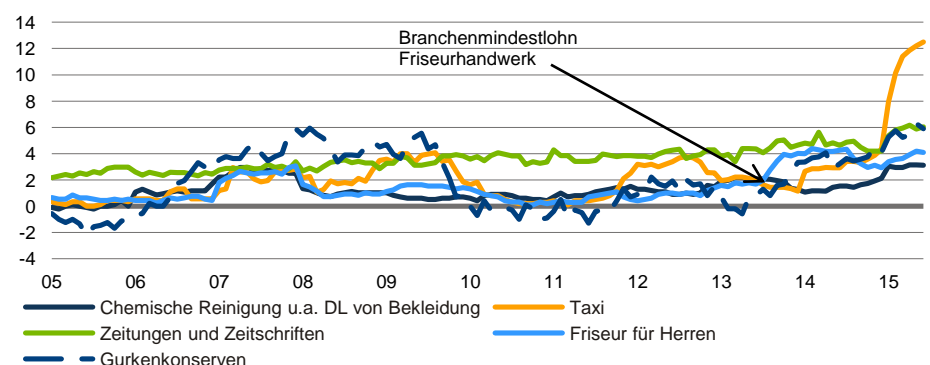


Quelle: Consensus

Die deutsche Wirtschaft sonnt sich im eigenen Glanz. Das Wirtschaftswachstum im letzten Quartal des Vorjahres hat die Erwartungen deutlich übertroffen. Zwar sind die Daten für 2015 bislang schwächer ausgefallen, die Konsenserwartungen zum Wachstum in diesem und im nächsten Jahr sind jedoch auf etwa 2% gestiegen. Auch auf Unternehmensseite hat sich die Stimmung in den vergangenen Monaten weiter aufgehellt. Wichtiger noch, das stetig steigende Verbrauchervertrauen schlägt sich endlich in höheren Konsumausgaben nieder. In Summe bedeutet dies, dass der Bundesfinanzminister, wenn er denn wollte, die Staatsausgaben bis 2019 ohne Neuverschuldung kräftig erhöhen könnte. Doch was ist mit all den eindringlichen Warnungen vor der freigiebigen Sozialpolitik, die von der neuen großen Koalition verabschiedet wurde? Viele hatten vorhergesagt, dass sich der Mindestlohn als gravierender politischer Fehler entpuppen würde. Und das Absenken des Rentenalters auf 63 würde der Wirtschaft einen deutlichen Dämpfer verpassen. Die Ergebnisse deuten jedoch zumindest bis dato darauf hin, dass sich die wirtschaftlichen Auswirkungen beider politischen Entscheidungen in Grenzen halten. Laut Bundesagentur für Arbeit scheint der Mindestlohn keine signifikanten Auswirkungen auf die Arbeitslosenzahlen zu haben. Zwar ist die Zahl der gering bezahlten Minijobs auffallend gesunken, einige von ihnen dürften aber wohl in reguläre, sozialversicherungspflichtige Arbeitsverhältnisse umgewandelt worden sein. Die Zahl solcher Stellen stieg erheblich, beispielsweise im Einzelhandel.

Mindestlohn sorgt für Preiserhöhungen

VPI Komponenten, % gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

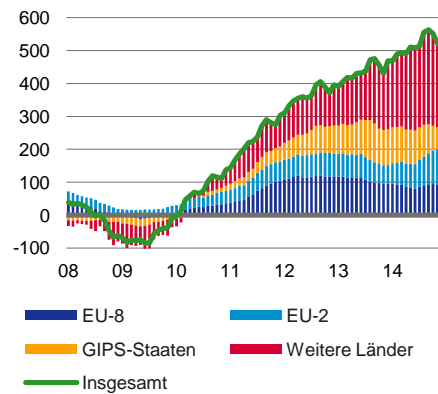


## Ausblick Deutschland

Nettozuwanderung 2014 auf  
über 500,000 gestiegen

3

Tausend Personen



Quelle: Statistisches Bundesamt,  
Deutsche Bank Research

Da der Mindestlohn nur vereinzelt Auswirkungen auf die Preise gezeigt hat, könnte man zu dem Schluss kommen, dass die neue Sozialpolitik vielleicht sogar gut für die Wirtschaft sein könnte. Wenn aufgrund des Mindestlohns nur einige wenige Arbeitnehmer ihren Arbeitsplatz verlieren, dafür aber mehr als 250.000 Arbeitsplätze durch das frühere Renteneintrittsalter frei werden, dann könnte sich Deutschland über Einkommenssteigerungen freuen, die den Konsum und somit die Wirtschaft weiter ankurbeln würden.

Doch bevor man in allzu lauten Jubel verfällt, sollte man auch die Kostenseite der Unternehmen in Betracht ziehen. Wenn nämlich der Mindestlohn beispielsweise nicht zu einem Preisanstieg bei Waren und Dienstleistungen geführt hat, bedeutet dies logischerweise schrumpfende Gewinnmargen auf Seiten der Unternehmen. Dies könnte sich negativ auf Investitionen und die Schaffung neuer Arbeitsplätze auswirken. Ebenso dürfte ein Absenken des Rentenalters auf 63 die Unternehmensgewinne belasten, vor allem, da es eher die erfahrenen und qualifizierten Arbeitnehmer sind, die dieses Angebot eines früheren Renteneintritts annehmen. Außerdem muss die zunehmende Belastung der Rentensysteme berücksichtigt werden. Und selbst wenn ein neuer Mitarbeiter erfolgreich eingestellt wird, so geht dem Unternehmen doch Wissen und Erfahrung verloren, worunter die Produktivität leidet.

### Negative Effekte sind schleichend

Warum aber spiegeln die Daten diese negativen Aspekte bislang nicht wider? Zum einen spielt hier vermutlich die Wirkungsverzögerung eine Rolle. Zum anderen werden die Daten derzeit durch eine ganze Reihe von Sondereffekten beeinflusst. Der reale Einkommenszuwachs durch sinkende Ölpreise, die Unterstützung des Exports durch den schwächeren Euro, der äußerst expansive Kurs der EZB und die derzeitige Einwanderungswelle am deutschen Arbeitsmarkt könnten möglicherweise über die negativen Auswirkungen der fehlgeleiteten Wirtschaftspolitik hinwegtäuschen.

Bedenklich ist, dass der vermeintliche Erfolg dieser Politik die Koalition offenbar dazu verleitet, noch großzügigere Sozialmaßnahmen in Angriff zu nehmen. Hieraus ergibt sich ein erhebliches Risiko, dass letztlich die Vorteile, die Deutschland durch schmerzhaft strukturelle Verbesserungen in den vergangenen zehn Jahren erlangt hat, zunichte gemacht werden. Das Problem ist nur, dass diese drastischen Folgen erst sichtbar werden, wenn der aktuelle konjunkturelle Aufschwung nachlässt oder sogar in einen Abschwung mündet.

### Schafft Deutschland eine Neuauflage der Agenda 2010?

Da dieses Trugbild einer positiven wirtschaftlichen Entwicklung wahrscheinlich noch weiterbesteht, könnten sich die letztlich nötigen zusätzlichen Reformen um Jahre verzögern. Die Folgen dieser Verzögerung könnten schwerwiegend sein. Die im Rahmen von Schröders Agenda 2010 durchgeführten Reformmaßnahmen verfolgten ein recht klares Ziel: höhere Flexibilität am Arbeitsmarkt einschließlich Schaffung eines Niedriglohnsektors, verbunden mit einer Haushaltskonsolidierung, die auch die Sozialversicherung einbezog. Diese Reformen wurden jedoch vor der Finanzkrise, in dem günstigen Klima eines globalen Wirtschaftswachstums auf den Weg gebracht. Das aktuelle wirtschaftliche Klima ist ein völlig anderes. Durch die strukturelle Verlangsamung des Welthandels, die stärkeren demografischen Belastungen und vor allem durch die zunehmend kritische Betrachtung liberaler Reformen in Teilen der deutschen Bevölkerung und Politik sind die wichtigsten Eckpunkte der nächsten Reformagenda weit weniger eindeutig.

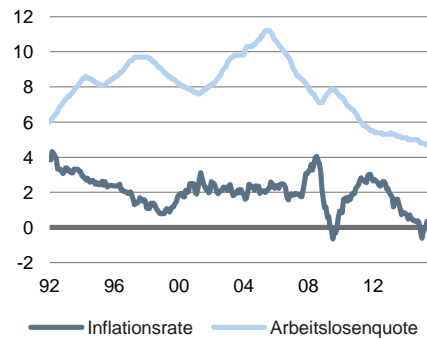


## Ausblick Deutschland

### Deutschland: "Elendparameter"

4

% gg. Vj., Anteil

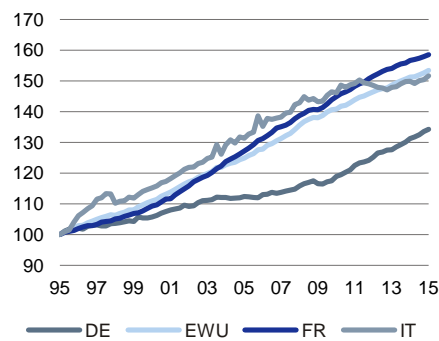


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Lohnstückkosten

5

1995:1=100



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Das Gute ist allerdings, dass alle Entscheidungen in einem institutionellen Rahmen getroffen werden, der sich bereits ein ums andere Mal bewährt hat. Immerhin hat Deutschland seine Wiedervereinigung erfolgreich gemeistert – deren Folgen das System an seine Grenzen brachte, da die Schulden der öffentlichen Hand und die Arbeitslosigkeit rasant anstiegen. Die Stabilität und der Zusammenhalt einer Gesellschaft lassen sich nämlich in der Tat an den Arbeitslosenzahlen und der Inflationsrate sowie der Entwicklung der öffentlichen und privaten Verschuldung ablesen. Diese geben einen Hinweis darauf, ob ein Land in der Lage ist, Verteilungskonflikte zu lösen, oder ob wichtige Akteure durch egoistisches und zeit-inkonsistentes Verhalten das System destabilisieren. Die stabilen institutionellen Rahmenbedingungen in Deutschland sind nicht nur in Europa, sondern auch im Vergleich zu vielen Industrieländern herausragend.

## Mittelstand – Kernelement der deutschen Wirtschaft

Ein wichtiger Stützpfeiler in diesem Umfeld ist der Mittelstand, also Unternehmen mit weniger als 500 Mitarbeitern, unter dessen Definition rund 99% aller Unternehmen fallen. Der Mittelstand umfasst viele marktführende Unternehmen mit starken regionalen Wurzeln, die jedoch in Deutschland, geschweige denn im Ausland, kaum bekannt sind. Es handelt sich dabei häufig um Familienunternehmen, bei denen sowohl die Eigentümer als auch die Mitarbeiter ein großes Interesse am Firmenerfolg haben. Für dieses Ziel sind sie bereit, auf schnelle Gewinne oder – zumindest zeitweise – auf steigende Löhne und Gehälter zu verzichten. Die Mitarbeiter stehen oft in lebenslangen Anstellungsverhältnissen, und die Unternehmen bilden in aller Regel den Nachwuchs selbst aus. Häufig kommt es vor, dass Söhne oder Töchter der Mitarbeiter nach ihrem Studium eine Beschäftigung im Management oder der Forschungsabteilung des Unternehmens antreten.

Hinzu kommt, dass mehr als die Hälfte des Umsatzes mittelständischer Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes im Ausland generiert wird, was eine starke Ausrichtung auf die globalen Märkte und den internationalen Wettbewerb fördert. Diese internationale Orientierung spornt sowohl das Management als auch die Belegschaft an und hält überhöhte Lohnsteigerungen in natürlichen Grenzen. All dies verdeutlicht recht gut, warum der deutsche Privatsektor weltweit so erfolgreich ist.

## Tief verwurzelte Risikoaversion

Neben dieser kooperativen Einstellung ist eine weitere Gemeinsamkeit die Abneigung gegen „Experimente“ mit ungewissem Ausgang. Diese Risikoaversion wird besonders deutlich in einem tiefwurzelnden Vorbehalt gegenüber hoher öffentlicher und privater Verschuldung und bildet somit den zweiten Stützpfeiler des stabilen institutionellen Rahmens Deutschlands.

So erklärt sich auch die Einführung der sogenannten Schuldenbremse, nach der die Haushalte von Bund und Ländern abgesehen von zyklischen Anpassungen strukturell auszugleichen sind. Während für den Bundeshaushalt eine gewisse Flexibilität beibehalten wird (ein strukturelles Defizit von 0,35% der Wirtschaftsleistung), müssen die deutschen Bundesländer ab 2020 einen ausgeglichenen Haushalt vorweisen. Diese im Grundgesetz verankerte Schuldenbremse ist nicht nur strenger als in den meisten anderen Ländern der Eurozone. Die deutsche Gesetzestreue stellt auch sicher, dass ihre konsequente Durchsetzung dazu beiträgt, kurzfristig motivierte und ungedeckte Ausgaben zu vermeiden.



## Inklusives Gesellschaftssystem reduzierte Verteilungskonflikte

Den dritten Stützpfeiler des deutschen institutionellen Rahmens bildet das inklusive Gesellschaftssystem. Umfragen zufolge sind die Deutschen sich weitestgehend einig, dass der Staat die Inklusion fördern muss. Das sollte nicht als unrealistische Wunschvorstellung von einer egalitären Gesellschaft missverstanden werden, sondern ist vielmehr Ausdruck der Überzeugung, dass wirtschaftliche und politische Herausforderungen nur dann gemeistert werden können, wenn der gesellschaftliche Zusammenhalt nicht zu stark unter Druck gerät. Die Schere zwischen Arm und Reich beispielsweise scheint beiden Seiten der Gesellschaft gleichermaßen Sorge zu bereiten. Mehr als 70% der zum oberen Fünftel der Einkommensskala gehörigen Bevölkerung betrachten soziale Ungleichheit als Problem. Diese Bessergestellten tendieren dazu, eine Umverteilung zu akzeptieren, da individueller Wohlstand nach ihrem Empfinden besser gerechtfertigt und genossen werden kann, wenn es der Gesellschaft als Ganzes gut geht.

Dieses institutionelle Rahmenwerk hat Deutschland zwar in den vergangenen 60 Jahren gute Dienste geleistet, doch wird es auch den zukünftigen Herausforderungen gewachsen sein? Das System hat von Natur aus eine lange Reaktionszeit. Bedeutende politische Richtungswechsel, wie sie sich in angelsächsischen politischen Systemen beobachten lassen, sind in Deutschland eher unwahrscheinlich, da sich die beiden größten deutschen Volksparteien CDU/CSU und SPD in wichtigen politischen Fragen zunehmend überschneiden und ähnliche Positionen vertreten. Außerdem herrscht, abgesehen von wenigen Ausnahmen, die Meinung, dass das System dem Land gute Dienste erwiesen hat und für eine wirtschaftlich effiziente und politisch vertretbare Verteilung des realen Einkommens sorgt. Aufgrund der Wirkungsfunktion, die dem sozio-ökonomischen System Deutschlands innewohnt, sind meist starke übergreifende Entwicklungen notwendig, um Anpassungen auszulösen.

## Erhebliche Herausforderungen kommen auf Deutschland zu

Welche großen Herausforderungen stehen uns bevor, die eine solche Anpassung erzwingen könnten? Da sind zunächst die negativen demografischen Entwicklungen, die mit großer Wahrscheinlichkeit das Wirtschaftswachstum bremsen werden. Der Kuchen für die gesamte Gesellschaft wächst langsamer, und bei der Verteilung werden einige Stücke wohl kleiner als in der Vergangenheit ausfallen. Bei einem Richtung 50 Jahre kletterenden Durchschnittsalter der deutschen Bevölkerung steigt der Anteil derer, die versuchen ihren Besitzstand zu wahren. Gleichzeitig besitzt die schrumpfende Zahl derer, die neu in den Arbeitsmarkt eintreten, eine stärkere Verhandlungsposition. 2050 wird die Zahl der Erwerbstätigen wohl um fast 20% unter ihrem heutigen Niveau liegen. So könnten in Deutschland Verteilungskonflikte in bisher ungekanntem Ausmaß zunehmen.

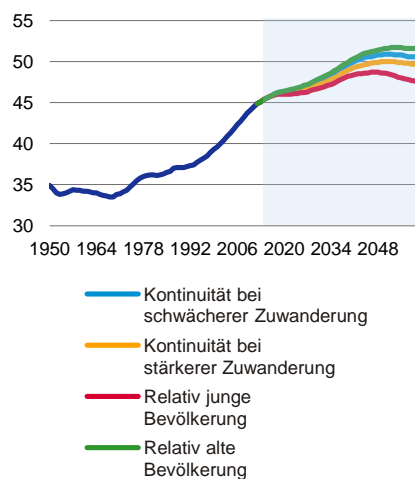
Die negative demografische Entwicklung stellt zudem die Beziehung zwischen der Regierung und den deutschen Unternehmen auf die Probe. Seinen Aufstieg vom europäischen Sorgenkind im Jahr 1999 zum wirtschaftlichen Musterknaben nur ein Jahrzehnt später verdankt Deutschland eher den Anpassungen im Unternehmenssektor, insbesondere der Dynamik bei der Internationalisierung des Geschäfts und der tragfähigen Beziehung der Tarifpartner, als der Reformagenda 2010.

Inzwischen besteht das Risiko, dass mittelständische Unternehmen ihren deutschen Heimatmarkt als weniger wertvoll erachten, da schrumpfende Arbeitnehmerzahlen ein geringeres Gegengewicht zu den politischen, ökologischen und

### Medianalter

6

Kontinuität: Geburtenrate von 1,4, Anstieg der Lebenserwartung um 7 Jahre (Frauen) bzw. 6 Jahre (Männer)

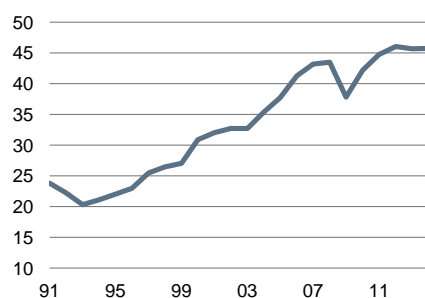


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Exportanteil

7

Exporte (Waren & Dienstleistungen) in % des BIP



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research





regulatorischen Auflagen bieten. In diesem Umfeld könnten die traditionell tiefen, regionalen Wurzeln der Unternehmen ihre Ankerfunktion verlieren.

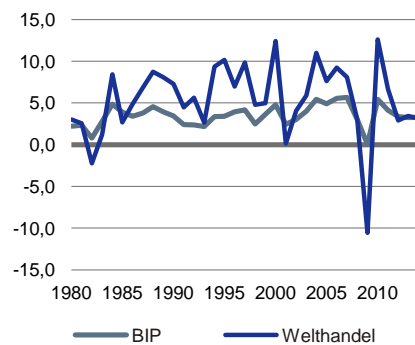
### Wie wird es Deutschland mit Europa halten?

Neben demografischen Entwicklungen sollte man auch die veränderte Haltung der Deutschen zu Europa im Auge behalten. Einige institutionelle Stärken Deutschlands werden in den kommenden Jahren auf dem Prüfstand stehen, und durch die sich abzeichnenden Veränderungen wird das Land sich seinen europäischen Partnern nicht unbedingt annähern. Zwar entfällt ein Drittel der deutschen Exporte weiterhin auf EU-Mitgliedsstaaten, der Anteil ist jedoch seit der Krise um ein Zehntel gesunken. Deutsche Exporte nach China, Asien und in die USA haben hingegen in den letzten Jahren stark zugenommen. Selbst wenn sich die europäische Wirtschaft erholt, wird das Hauptaugenmerk der deutschen Unternehmen wohl für die absehbare Zukunft weiter auf Länder außerhalb des Euroraumes gerichtet sein.

Welthandel: Ende der Outperformance?

8

real, % gg. Vorjahr

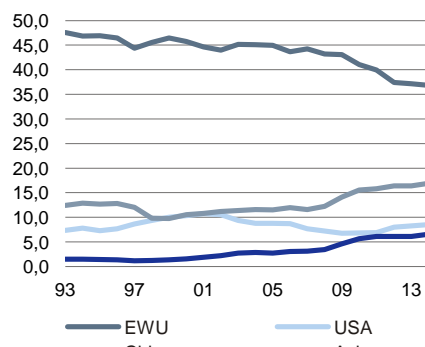


Quellen: IWF, World Economic Outlook

Regionale Exportstruktur

9

% am Gesamtexport (Güter)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Während für Unternehmen vor allem die wirtschaftlichen Aussichten zählen, ist die Haltung der deutschen Bevölkerung zu Europa noch stark von der kollektiven Wahrnehmung der Eurokrise beeinflusst. Der zunehmende Kontrast zwischen den Entwicklungen in Europa und der traditionell, regel- und gesetzestreu deutschen Mentalität könnte die Beziehungen Deutschlands zum Rest Europas zunehmend belasten. In den vergangenen Monaten waren Themen wie die Nachsichtigkeit der Kommission im Hinblick auf Haushaltskonsolidierungen, Griechenlands Widerstand gegen Reformen und seine Forderungen nach einer neuerlichen Umschuldung sowie die unorthodoxe Geldpolitik der EZB (die in starkem Kontrast zur Haltung der Bundesbank steht) nicht mehr mit dem deutschen Sinn für Ordoliberalismus – der Idee, dass ein marktbasierendes System Regeln benötigt, um bestmöglich zu funktionieren – in Einklang zu bringen.

### Kommt es zu einer „post-Merkel Zäsur“?

Die größte Herausforderung, die dem deutschen Konsens derzeit ins Haus steht, ist jedoch die Zeit nach Kanzlerin Merkel. Bisher dürfte ihre Position einige Konflikte unterdrücken, die ohne sie vermutlich an Bedeutung gewinnen würden. Der wirtschaftliche Erfolg Deutschlands unter der Führung der Kanzlerin und der feste Glaube daran, dass sie die deutschen Interessen in Europa verteidigen wird, hat unter den politischen Parteien sowie in Presse und Bevölkerung zu einem Klima des Einvernehmens geführt. Zu viel Einvernehmen könnte sogar zu einer gewissen Selbstgefälligkeit geführt haben. Doch Kanzlerin Merkel kann nicht ewig im Amt bleiben. Erst mit der Zeit wird sich zeigen, ob das institutionelle deutsche Rahmenwerk, in dem sie regiert, ihr Ausscheiden ohne eine umfassende Renovierung tragen können.

Barbara Böttcher (+49 69 910-31787, barbara.boettcher@db.com)

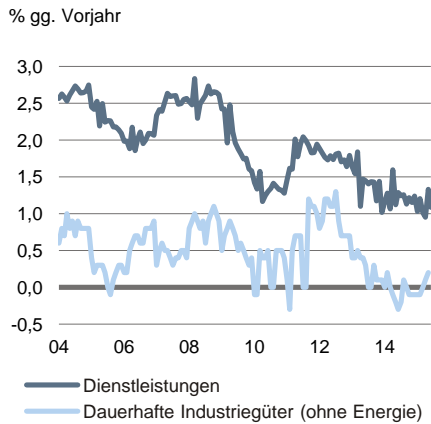
Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)



Ausblick Deutschland

Inflation: Kein eindeutiger Trend

1



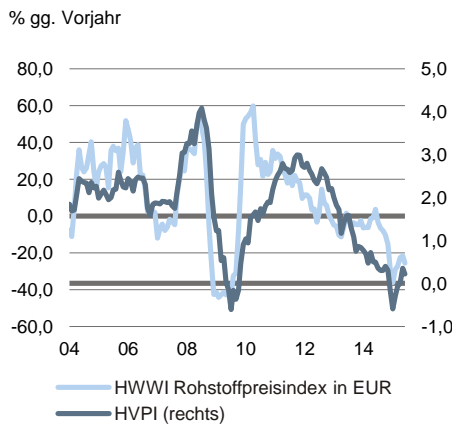
Quelle: Eurostat

EZB noch zufrieden, aber Vorsicht ist angebracht

- Bei der Implementierung von QE liegt die Europäische Zentralbank (EZB) im Plan. Zwar haben die Wechselkurseffekte nachgelassen, aber beim Kreditkanal zeigen sich positive Impulse.
- Bei der Inflationsentwicklung sind die positiven Entwicklungen in den letzten Monaten für die EZB noch nicht nachhaltig genug, um endgültig die Trendwende zu attestieren.
- Diese Vorsicht ist angesichts des schwachen Welthandels und der Entwicklungen in China, aber insbesondere mit Blick auf den jüngsten Einbruch der Rohstoffpreise nachvollziehbar.
- Die EZB dürfte wohl demnächst wieder ihre Einschätzung betonen, dass bei ihrem QE-Programm eine Vergrößerung/Verlängerung wahrscheinlicher als eine Reduktion vor September 2016 ist.

Rohstoff- und Verbraucherpreise

2



Quellen: HWWI, Eurostat

QE liegt im Plan

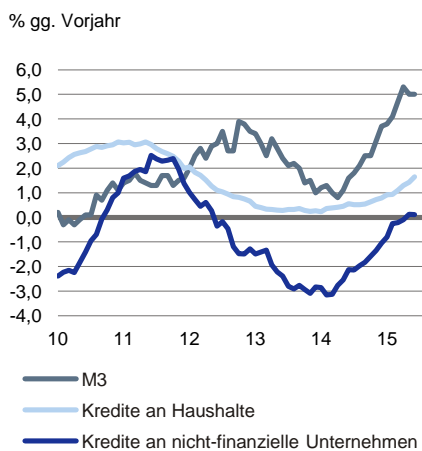
Zur Jahresmitte haben die Käufe der EZB im Rahmen ihres Wertpapierankaufprogramms (APP) die Marke von EUR 300 Mrd. überschritten. Der mit Abstand größte Betrag (EUR 197,5 Mrd.) wurde dabei durch den Ankauf von Staatsanleihen, mit dem im März begonnen wurde, erzielt. Der Ankauf von Schuldverschreibungen (CBPP3), der bereits im Oktober letzten Jahres startete, trug EUR 95 Mrd. bei. Der Kauf von ABS brachte seit November 2014 bescheidene EUR 8,8 Mrd.

Inflation: Anzeichen für Trendwende, aber noch keine Gewissheit

Im Juli lag die Inflationsrate in der Eurozone bei 0,2% gegenüber Vorjahr. Trotz kalenderbedingter Volatilität ist die Inflationsrate im Durchschnitt der letzten drei Monate auf knapp 0,3% gestiegen, nachdem sie in den Monaten Dezember 2014 bis März 2015 noch leicht unter Vorjahresniveau lag. Die Kerninflation (ohne Energie und Nahrungsmittel) stieg in den Monaten Mai bis Juli auf 0,9% gegenüber Vorjahr und lag damit knapp über den Jahresraten der ersten 4 Monate (0,7%). In ihrer jüngsten Einschätzung der Inflationsentwicklung zeigt sich die EZB verhalten optimistisch<sup>8</sup>. Allerdings verweist sie auf eigene Untersuchungen, die zeigen, dass die indirekten Effekte von Energiepreisausschlägen auf die Kerninflation erst nach zwei Jahren ihr Maximum erreichen. Sie sieht aber bei den Preisen für dauerhafte Industriegüter (Autos, Möbel) einen leichten Aufwärtstrend, der zu der Belebung der Nachfrage in diesem Segment und der zurückliegenden Abwertung des EUR passt. Im Bereich der Dienstleistungen zeichnet sich dagegen noch kein Aufwärtstrend ab. Weitere Inflationsmaße (die auf das Jahr hochgerechnete Veränderung der letzten sechs Monate oder die Anzahl der Preise im Warenkorb mit Aufwärtstendenz) sowie die Informationen aus von der EZB verwendeten Faktormodellen, die aus einer Vielzahl von Variablen gemeinsame Trends extrahieren, zeigen eine leichte Aufwärtstendenz bei der Kerninflation. Allerdings schränkt die EZB ein, dass die Dauer dieser Entwicklung noch zu kurz ist, um einen statistisch abgesicherten Wendepunkt in der Inflationsentwicklung zu attestieren. Diese Vorsicht dürfte angesichts der jüngsten Rohstoffpreisentwicklung noch berechtigter sein.

Geldmengen- und Kreditwachstum

3



Quelle: EZB

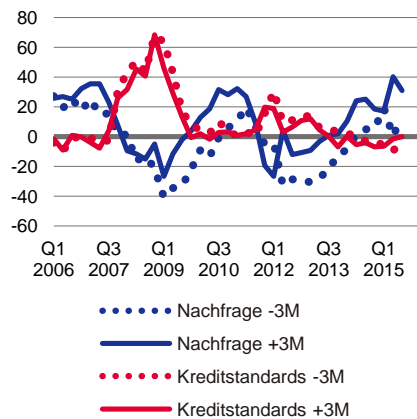
<sup>8</sup> EZB Wirtschaftsbericht 5/2015.



Bank lending survey: Unternehmen

4

Nettosalden

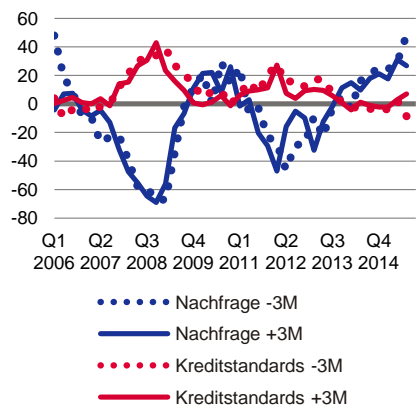


Quelle: EZB

Bank lending survey: Wohnungsbau

5

Nettosalden



Quelle: EZB

Kreditkanal: Positive Impulse

Die EZB zeigt sich aber – nicht nur wegen des verhaltenen Aufwärtstrends bei der aktuellen Inflationsrate – nach wie vor zufrieden mit den Wirkungen ihres QE-Programms. Zwar hat sich die Erwartung einer deutlichen Abwertung des Euros bis dato nicht bestätigt. Nach einem Rückgang auf 1,05 USD/EUR Anfang März tendiert der Euro in einem Band von 1,08 bis 1,14. Dagegen scheinen die positiven Impulse über den Kreditkanal weiter anzuhalten. So ist die Geldmenge M3 im Juni mit einer Jahresrate von 5% gewachsen. Die Kreditvergabe an private Haushalte stieg leicht auf 1,7% nach 1,4% im Mai. Dagegen stagnierte die Kreditentwicklung im Bereich der nicht-finanziellen Unternehmen auch im Juni (0,1%). Der Rückgang der Kreditzinsen in der Eurozone für Unternehmen und private Haushalte setzte sich auch im Mai fort. Im jüngsten Bank Lending Survey berichteten die Banken über einen deutlichen Anstieg der Kreditnachfrage seitens der Unternehmen und für den privaten Wohnungsbau und erwarten auch für das laufende Quartal eine dynamische Nachfrageentwicklung.

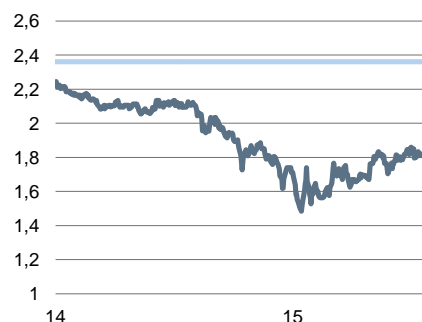
Inflationserwartungen: Normalisierung, zuletzt aber wieder Rückgang der marktbasierten Maße

Auch bei den Inflationserwartungen setzte sich eine gewisse Normalisierung fort. Bei dem von der EZB in der ersten Juli-Woche erhobenen Survey of Professional Forecasters zeigte sich bei den Inflationsprognosen für 2015 (0,2%) und 2016 (1,3%) jeweils ein Anstieg um 0,1 Prozentpunkte. Die Inflationsprognose für die längere Frist stieg von 1,8% auf 1,9%. Allerdings zeigte sich bei den aus Marktpreisen abgeleiteten impliziten Inflationserwartungen zuletzt der Einbruch der Rohstoffpreise deutlich. Die aus Swap-Kontrakten abgeleiteten Inflationserwartungen über fünf Jahre beginnend in fünf Jahren sind im Verlauf des Juli wieder leicht auf zuletzt 1,76% gesunken. Im gleichen Zeitraum ist die aus der Differenz zehnjähriger nominaler und realer Staatsanleihen errechnete break even-Rendite von 1,35% auf 1,18% gefallen.

Inflationserwartungen (5J/5J Swap)

6

% gg. Vorjahr (in 5 Jahren für 5 Jahre)



Quelle: Reuters

Inflationserwartungen aus Staatsanleihen 10J

7

%, Renditedifferenz zwischen nominalen und inflationsgeschützten Anleihen



Quelle: Bloomberg

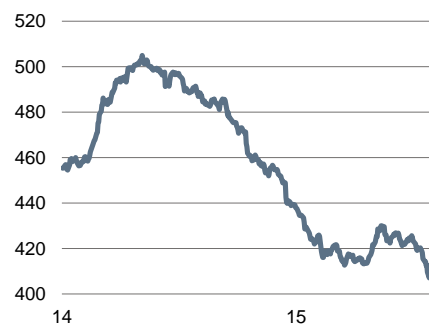


## EZB: Eher niedriger für länger

CRB-Rohstoffpreisindex

8

1967=100, täglich



Quelle: Global Insight

Trotz der zuletzt uneinheitlichen Entwicklung der Vertrauensindikatoren – Rückgang des Index der Einkaufsmanager aber Verbesserung der wirtschaftlichen Stimmung (EU-Umfrage) – dürfte das Basisszenario der EZB, eine stetige, moderate Erholung der Konjunktur in der Eurozone, weiter intakt sein. Allerdings dürften angesichts des globalen Umfeldes, des stagnierenden Welthandels und der jüngsten Entwicklungen China die Abwärtsrisiken – trotz der relativ robusten US Konjunktur – wieder etwas zugenommen haben. Auch dürften der jüngste Einbruch der Rohstoffpreise und insbesondere der Rückgang der Ölpreise um rund 10 USD/Fass innerhalb der letzten Wochen die Abwärtsrisiken bei der Inflationsprognose der EZB (0,3% für 2015 und 1,5% für 2016) leicht verstärkt haben. Wir erwarten daher, dass die EZB demnächst wieder stärker ihre Einschätzungen, dass mit Blick auf das QE-Programm eine Vergrößerung/Verlängerung wahrscheinlicher ist als eine Reduktion vor dem September 2016, betonen wird. Dass der Markt die EZB-Politik ähnlich taubenhaft einschätzt, zeigt sich in der OIS-Kurve (overnight indexed swap). Hier ist die für in 4 Jahren eingepreiste Rendite zuletzt wieder auf 0,04% gesunken.

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

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



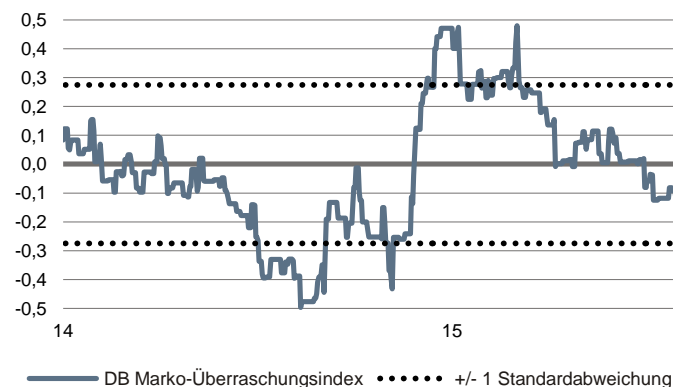
## Ausblick Deutschland

### 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.<sup>9</sup>

#### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen

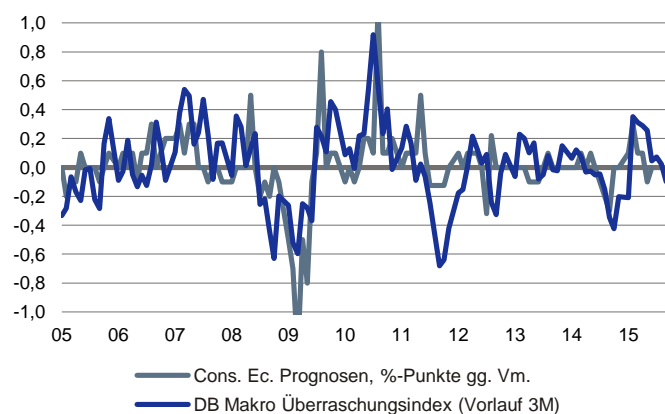


Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

#### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland und Konsensusprognoserevisionen der BIP-Prognose

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
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	5 2015	16.06.15	0,7	0,7	0,0	0,3	0,3
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	6 2015	24.06.15	107,5	108,1	-0,6	-0,6	0,3
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	5 2015	26.06.15	-0,8	-0,4	-0,4	0,0	0,5
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	5 2015	30.06.15	0,4	0,0	0,4	0,6	0,7
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	6 2015	30.06.15	1,0	-5,0	-6,0	-0,4	0,3
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	6 2015	01.07.15	51,9	51,9	0,0	0,0	0,5
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	6 2015	03.07.15	53,8	54,2	-0,4	-0,4	0,3
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	5 2015	06.07.15	-0,2	-0,4	0,2	0,0	0,5
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	5 2015	07.07.15	0,0	0,1	-0,1	0,0	0,5
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	5 2015	09.07.15	11,1	16,0	-4,9	-1,9	0,0
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	6 2015	14.07.15	0,3	0,3	0,0	0,3	0,3
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	7 2015	14.07.15	63,9	60,0	3,9	0,4	0,7
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	7 2015	14.07.15	29,7	29,0	0,7	0,1	0,6
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	7 2015	24.07.15	53,7	53,7	0,0	0,0	0,5
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	7 2015	24.07.15	51,5	51,5	0,0	0,0	0,5
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	6 2015	27.07.15	-1,4	-1,4	0,0	0,4	0,7
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	7 2015	27.07.15	108,0	107,2	0,8	0,5	0,7
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	7 2015	30.07.15	9,0	-5,0	-14,0	-0,7	0,2
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	7 2015	30.07.15	0,2	0,3	-0,1	-0,3	0,2
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	6 2015	31.07.15	-2,3	0,3	-2,6	-1,7	0,1

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

<sup>9</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.





## Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
Bis 8. Sep.	Deutscher Bundestag	Parlamentarische Sommerpause.
Ab Ende August	Deutscher Bundestag	Abstimmung über drittes Hilfspaket für Griechenland. Bei weiterer gesetzlicher Verankerung von Reformen in GR ist angesichts großer Mehrheit der Regierungsfractionen im Bundestag klare Zustimmung zu erwarten.
3. Sep.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Keine Änderungen des laufenden Programms der Anleihekäufe zu erwarten.
4. Sep.	G20-Finanzminister und Notenbankgouverneure, Ankara	Voraussichtlich internationale Steuerfragen, Finanzmarktregulierung, grenzüberschreitende Zusammenarbeit der Regulatoren u.a.
11./12. Sep.	Eurogruppe und informeller ECOFIN, Luxemburg	Debatten u.a. über Griechenland, Finanzmarktstabilität und makroökonomische Entwicklung im Eurogebiet, Bankenunion.
5./6. Okt.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Wachstum u. Beschäftigung u. diesbezüglich Qualität öffentlicher Finanzen, (möglicherweise) Prüfung Entwürfe der Haushaltspläne gem. Two-Pack-Verfahren, Stand Anpassungsprogramm für Zypern.
9.-11. Okt.	Jahresversammlung von IWF und Weltbank, Lima	Lage der Weltwirtschaft und internationaler Finanzmärkte, (möglicherweise) Entwicklung der Wechselkurse.

Quelle: Deutsche Bank Research

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



## Ausblick Deutschland

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
6. Aug 2015	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Juni	-0,3	-0,2
7. Aug 2015	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Juni	0,0	0,0
7. Aug 2015	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Juni	20,2	22,8
7. Aug 2015	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juni	0,3 (9,3)	1,7 (10,2)
7. Aug 2015	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juni	3,8 (6,5)	0,4 (6,4)
14. Aug 2015	8:00	Reales BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q2 2015	0,4	0,3
21. Aug 2015	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	August	51,0	51,5
21. Aug 2015	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	August	54,0	53,7
25. Aug 2015	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	August	108,0	108,0
28. Aug 2015	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juli	-0,5 (-1,9)	-0,5 (-1,4)
28. Aug 2015	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	August	0,1 (0,3)	0,2 (0,2)
1. Sep 2015	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	August	6,4	6,4
2. Sep 2015	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Juli	1,5	-2,3

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

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

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



## Ausblick Deutschland

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,125	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,35	0,05	1,00	1,50	1,95	0,05
Sep 15	0,375	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	1,35	0,05
Mrz 16	0,875	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	1,35	0,05
Jun 16	1,125	0,10	0,05	0,75	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	1,35	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,26	0,15	-0,02	0,58
Sep 15	0,51	0,15	0,00	0,58
Mrz 16	1,18	0,15	-0,10	0,59
Jun 16	1,63	0,15	-0,10	0,60

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,26	0,34	0,62	1,97
Sep 15	2,25	0,50	0,90	2,05
Mrz 16	2,50	0,60	1,10	2,30
Jun 16	2,75	0,65	1,20	2,50

### 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	124,16	0,70	0,64	1,06	9,47	7,46	8,94	4,14	308,93	27,05
Sep 15	1,06	125,00	0,70	1,51	1,08	9,06	7,46	8,87	4,17	310,00	27,20
Mrz 16	0,98	127,00	0,69	1,42	1,10	8,86	7,46	8,95	4,14	315,00	27,20
Jun 16	0,95	127,50	0,69	1,38	1,11	8,83	7,46	8,90	4,09	315,00	27,20

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

	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Feb 2015	Mrz 2015	Apr 2015	Mai 2015	Jun 2015	Jul 2015
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	106,6	104,7	107,1	108,2		106,8	107,9	108,7	108,5	107,5	108,0
ifo Geschäftserwartungen	101,9	100,3	102,7	102,9		102,4	103,9	103,5	103,0	102,1	102,4
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	102,7	99,9	102,8	103,9		102,3	103,8	104,6	104,3	102,9	103,2
Produktion (% gg. Vp.)	0,0	0,8	0,5			0,0	-0,4	0,6	0,0		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,3	1,4	-1,5			-1,0	1,1	2,2	-0,2		
Grad der Kapazitätsauslastung	83,8	84,1	84,5	84,3	84,7						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	0,4	1,3	1,1			-2,5	2,3	-0,9	0,5		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-2,4	-0,1	8,6			-1,6	-2,2	-5,2	5,0		
ifo Bauhauptgewerbe	120,3	120,4	118,8	119,9		119,2	118,0	119,6	119,8	120,4	119,9
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	1,0	-1,2	1,0	3,0		-0,1	3,2	3,3	3,0	2,8	1,4
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,1	1,2	1,8	-0,3		-0,3	-0,8	0,9	0,4	-2,3	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	4,1	2,7	6,4	4,2		6,6	9,0	6,3	-6,7	12,9	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	3,4	0,8	-3,3			-1,8	-1,4	5,7	0,2		
Exporte (% gg. Vp.)	2,6	1,4	0,6			1,3	1,0	1,6	1,7		
Importe (% gg. Vp.)	0,6	0,5	1,3			1,4	2,4	-0,8	0,4		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	57,6	60,5	59,3			20,1	19,2	21,5	22,8		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,7	6,6	6,5	6,4		6,5	6,5	6,4	6,4	6,4	6,4
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-4,3	-38,0	-45,3	-25,7		-18,0	-14,0	-8,0	-4,0	1,0	9,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,9	0,8	0,6	0,4		0,6	0,5	0,4	0,4	0,4	
ifo Beschäftigungsbarometer	106,5	106,4	107,7	108,0		106,8	108,1	108,0	108,2	107,8	107,2
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	0,8	0,4	-0,2	0,3		-0,1	0,1	0,3	0,7	0,1	0,1
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,2	1,1	1,0	1,1		1,1	1,0	1,1	1,4	0,9	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-0,8	-1,2	-2,0	-1,4		-2,1	-1,7	-1,5	-1,3	-1,4	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-1,8	0,9	2,3	-0,5		1,4	3,4	0,5	-0,3	-1,6	
Ölpreis (USD)	102,0	76,4	55,1			58,9	56,8	61,6			
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	13,4	8,6	0,5	6,1		-0,7	1,7	2,1	8,3	7,8	7,0
EC Unternehmensumfrage	4,2	2,1	-0,4	1,5		-0,1	0,1	0,4	0,9	3,2	2,0
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	2,0	1,8	1,8								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,5	2,6	2,4								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,1	1,7	2,5								
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	4,7	4,8	7,2	7,6		6,3	7,2	7,2	7,2	7,6	
Trend von M3*						6,5	6,9	7,2	7,3		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	1,4	1,7	2,6	2,1		2,5	2,6	1,8	2,2		
Kredite an öffentliche Haushalte	5,9	12,6	32,3			15,5	32,3	27,1	24,9		

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

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



## Fokusthema Deutschland

- ▶ Regionalflyh fen politisch und wirtschaftlich unter Druck (Aktuelle Themen – Branchen) ..... 2. Juli 2015
- ▶ Ausblick Deutschland: Höhere Inflationsraten trotz gedämpfter Kerninflation (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 29. Juni 2015
- ▶ Zielgruppe Zuwanderer: Welche Rolle spielen Migrationshintergrund und Risikoverhalten in der Geldanlage? (Aktuelle Themen – Demografie) ..... 24. Juni 2015
- ▶ Unternehmensfinanzierung & Konjunktur in Deutschland 1. Quartal 2015 (Monitor Unternehmensfinanzierung) ..... 5. Juni 2015
- ▶ Ausblick Deutschland: Reduzierte BIP-Prognose – Binnenkonjunktur aber intakt (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 1. Juni 2015
- ▶ Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr (Standpunkt Deutschland)..... 28. Mai 2015
- ▶ Deutscher Stahl mit Zukunftschancen in einer global wachsenden Welt (Aktuelle Themen – Branchen) ..... 6. Mai 2015
- ▶ Euroschw che und Branchen: Wer profitiert, wer verliert? (Aktuelle Themen – Branchen) ..... 5. Mai 2015

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://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](mailto:marketing.dbr@db.com)

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto: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 Meinungsaussagen 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