



# Ausblick Deutschland

## Solides BIP, Haushaltsüberschüsse, aber neue Herausforderungen

1. September 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](mailto:marketing.dbr@db.com)  
Fax: +49 69 910-31877

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

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

**Deutschland: Keine Wachstumsbeschleunigung in H2.** Das BIP-Wachstum beschleunigte sich in Q2 etwas auf +0,4% gg. Vq, wobei die Details enttäuschten. Die Binnenwirtschaft dämpfte das Wachstum durch den Rückgang der Investitionen und eines Lagerabbaus. Das Konsumwachstum verlangsamte sich. Hauptwachstumstreiber waren die Nettoexporte. Die deutschen Exporte profitierten von der Euroschwäche sowie der starken Nachfrage insbesondere aus den USA. Während der Ausblick für die deutsche Binnenwirtschaft solide bleibt, entwickelt sich das außenwirtschaftliche Umfeld weniger günstig. Dies dürfte die Investitionen belasten. Der jüngste Rückgang beim Ölpreis dürfte dem privaten Konsum einen zusätzlichen Schub geben. Per Saldo dürfte sich der H2-Ausblick etwas eingetrübt haben. Daher senken wir unsere Q3-Prognose minimal auf 0,4% gg. Vq. Trotz dieser Abwärtsrevision erhöhen wir unsere Prognose für das BIP-Wachstum 2015 moderat auf 1,7%, da es eine marginale Aufwärtsrevision für das 1. Hj. 2015 gab und sich die Wachstumskomponenten veränderten.

**Deutschlands entspannte Finanzlage lässt weitere Ausgabenprogramme erwarten.** Im ersten Halbjahr 2015 hat sich die Finanzlage des deutschen Staates weiter verbessert. Unseren Berechnungen zufolge dürfte der Budgetüberschuss im Gesamtjahr 2015 bei EUR 22,2 Mrd. liegen. Dank des hohen Überschusses im Jahr 2015 und da der deutsche Staat wohl weiterhin Überschüsse erwirtschaftet, dürfte der Druck auf Deutschland, die Staatsausgaben zu erhöhen, steigen. Wenn die Regierung diesen Forderungen nachkommt – insbesondere vor der nächsten Bundestagswahl 2017, könnten höhere Bildungsausgaben eine adäquate Ergänzung zu Infrastrukturinvestitionen und höheren Sozialleistungen sein.

**EZB: Auf die Plätze, fertig ...** Wir glauben, dass der EZB trotz ihrer Präferenz für weitere Lockerungen derzeit der unmittelbare Auslöser für geldpolitische Schritte fehlt. Daher erwarten wir, dass die EZB deutlicher verbal intervenieren wird. Unser neuer marktbasierter Financial Conditions Index (FCI) zeigt eine deutliche Verschlechterung der Bedingungen an den Finanzmärkten während der letzten Wochen. Zudem hat das Vertrauen in die chinesische Wirtschaft abgenommen. Die Wachstumserwartungen für die EWU sind aber dank niedrigerer Ölpreise und der lockeren Kreditbedingungen – trotz des stärkeren Euro und des langsameren Wachstums der Weltwirtschaft – stabil. Dies unterstützt eine Politik der ruhigen Hand. Allerdings dürfte die Eurozone vor einer erneuten – wenn auch kurzen – Periode negativer Inflationsraten stehen und marktbasiertere Inflationserwartungen sind wieder in Richtung ihrer früheren Tiefstände gefallen. Außerdem könnten, obwohl Deutsche Bank Ökonomen ihre Wachstumserwartungen für China nicht nach unten revidiert haben, Kapitalabflüsse aus China zu einer Aufwärtsbewegung des Euros und/oder durch ein Abschmelzen der chinesischen Devisenreserven zu Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen der Industrieländer führen. Wir erwarten daher, dass der Rat und EZB-Präsident Draghi nicht nur die Abwärtsrisiken betonen, sondern auch darauf hinweisen, dass die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB „nachlegen“ muss, um einen nachhaltigen Inflationspfad Richtung 2% zu erreichen, zugenommen hat.

### Inhaltsverzeichnis

	Seite
Prognosetabellen .....	2
Deutschland: Keine Wachstumsbeschleunigung in H2 .....	3
Deutschlands entspannte Finanzlage lässt weitere Ausgabenprogramme erwarten .....	8
EZB: Auf die Plätze, fertig... ..	16
DB Makro-Überraschungsindex	
Deutschland.....	19
Eventkalender.....	20
Datenkalender .....	21
Finanzmarktprognosen .....	22
Datenmonitor .....	23



## 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	1,7	1,7	0,9	0,5	2,0	7,4	8,3	8,2	0,3	0,7	0,5
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	1,0	1,9	1,4	0,3	0,2	1,3	10,8	11,1	11,1	-2,3	-2,0	-1,9
Belgien	1,1	1,3	1,6	0,5	0,6	1,6	1,6	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	-0,4	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	-3,0	-1,4	-1,4	-1,4	1,0	0,9	1,5	1,2	-3,5	-3,4	-2,7
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	5,2	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	1,9	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	2,6	2,9	1,6	0,4	2,6	-2,6	-3,0	-3,5	-2,8	-2,7	-2,4
Japan	-0,1	0,6	1,2	2,7	0,8	0,8	0,5	3,4	3,0	-5,9	-5,3	-4,5
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	2012	2013	2014	2015P	2016P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3P	Q4P
BIP	0,4	0,3	1,6	1,7	1,7	0,7	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,4	0,4	0,3					
Privater Konsum	1,0	0,6	0,9	2,0	1,1	0,3	-0,1	0,6	1,0	0,4	0,2	0,7	0,3					
Staatsausgaben	1,3	0,8	1,7	1,8	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2					
Anlageinvestitionen	-0,4	-1,3	3,5	2,6	2,1	2,4	-1,5	-0,7	1,3	1,7	-0,4	0,6	0,6					
Ausrüstungen	-2,6	-2,3	4,5	4,4	2,5	-0,2	0,9	-1,9	2,6	1,9	0,1	0,3	0,6					
Bau	0,5	-1,1	2,9	1,5	2,4	4,4	-3,8	-0,4	0,6	1,8	-1,2	1,0	0,9					
Lager, %-Punkte	-1,6	0,6	-0,3	-0,6	-0,1	0,0	0,4	-0,7	0,0	-0,1	-0,4	0,1	0,0					
Exporte	2,7	1,6	4,0	5,7	4,4	0,4	0,4	1,5	1,4	1,2	2,2	0,5	0,5					
Importe	-0,3	3,1	3,7	5,9	3,6	0,6	0,9	0,4	2,3	1,9	0,8	1,2	0,7					
Nettoexport, %-Punkte	1,4	-0,5	0,4	0,4	0,5	0,0	-0,2	0,5	-0,3	-0,2	0,8	-0,3	0,0					
Konsumentenpreise*	2,0	1,5	0,9	0,5	2,0	1,2	1,1	0,8	0,5	0,0	0,5	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					
Industrieproduktion	-0,4	0,1	1,5	1,1	1,2													
Budgetsaldo, % BIP	-0,1	-0,1	0,3	0,7	0,5													
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	79,1	76,8	74,4	71,6	69,4													
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,8	6,4	7,4	8,3	8,2													
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	187	180	216	252	255													

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

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

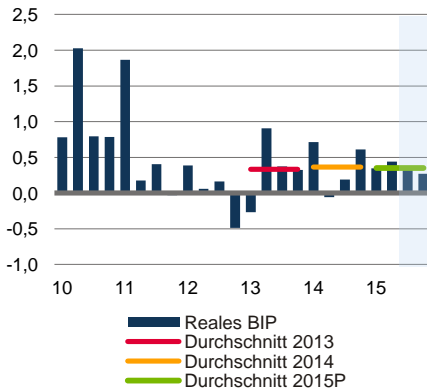


## Deutschland: Keine Wachstumsbeschleunigung in H2

### Schwankungen um den Trend

1

Reales BIP, % gg. Vq.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Geringe Aussichten auf Investitionsplus in Q3

2

Reale Werte, % gg. Vq.



Quelle: Statistisches Bundesamt

- Q2-BIP Wachstum: Das BIP-Wachstum beschleunigte sich in Q2 etwas auf +0,4% gg. Vq. Dies war im Einklang mit unserer Erwartung und etwas schwächer als die Markterwartung (Reuters: +0,5% gg. Vq.). Für das Vorquartal ergab sich eine marginale Aufwärtskorrektur; im Jahresvergleich betrug das Wirtschaftswachstum +1,6% (Q1: +1,2%).
- Enttäuschende Details: Nach zwei kräftigen Quartalen enttäuschte die Binnenwirtschaft in Q2 aufgrund des Rückgangs der Bruttoanlageinvestitionen und eines Lagerabbaus. Das Konsumwachstum (privat und öffentlich) stieg das sechste Mal in Folge, verlangsamte sich aber von durchschnittlich +0,7% gg. Vq. in den vergangenen drei Quartalen auf 0,2% gg. Vq. Insgesamt dämpfte die Binnenwirtschaft das Wachstum (-0,3%-Punkte).
- Stärke der Nettoexporte in Q2: Hauptwachstumstreiber waren die Nettoexporte, die die Schwäche der Binnenwirtschaft mehr als ausglich. Die deutschen Exporte profitierten von der Euroschwäche sowie der starken Nachfrage insbesondere aus den USA. Somit trug der Außenhandel 0,7%-Punkte zum BIP-Wachstum bei.
- H2 – geringere externe Nachfrage, aber schwächere Ölpreise: Während der Ausblick für die deutsche Binnenwirtschaft solide bleibt, entwickelt sich das außenwirtschaftliche Umfeld weniger günstig. Der jüngste Rückgang beim Ölpreis dürfte dem privaten Konsum über Einkommensgewinne, die bereits von der soliden Arbeitsmarktlage profitieren, einen zusätzlichen Schub geben. Angesichts der schwachen Entwicklung des Welthandels, nicht zuletzt aufgrund der schwierigen Lage einiger großer Schwellenländer, einer geringeren US-Nachfragedynamik sowie der jüngsten, wenn auch volatilen, Aufwertung des Euro, rechnen wir für das zweite Halbjahr mit einem negativen Wachstumsbeitrag der Nettoexporte. Dies dürfte die Investitionsausgaben belasten, insbesondere die Ausrüstungsinvestitionen.
- Q3 Prognose gesenkt: Der Ausblick dürfte sich per Saldo für das zweite Halbjahr etwas eingetrübt haben. Daher senken wir unsere Q3-Prognose auf 0,4% gg. Vq. (zuvor: +0,5% gg. Vq.) und bringen sie damit in Einklang mit den Stimmungsindikatoren. Trotz unserer minimalen Q3-Abwärtsrevision erhöhen wir unsere Prognose für das BIP-Wachstum 2015 moderat auf 1,7% (zuvor: 1,6%), da es eine marginale Aufwärtsrevision für das erste Halbjahr 2015 gab und sich die Wachstumskomponenten veränderten.
- Fundamental unveränderter Ausblick: Die Binnenwirtschaft bleibt der Hauptwachstumstreiber in den Jahren 2015 und 2016. Der private Konsum dürfte sich durch die von der soliden Arbeitsmarktlage und den schwachen Rohstoffpreisen getriebenen Realeinkommensgewinnen günstig entwickeln. Das Wachstum der Bauinvestitionen dürfte weiter moderat und volatil ausfallen. Im Gegensatz dazu dürfte das externe Umfeld durch nur moderates Wachstum und zahlreiche Risiken gekennzeichnet sein, was die Kapazitätsauslastungen der Unternehmen und damit ihre Investitionsbereitschaft beschränkt.

### BIP-Wachstum in Q2: Leichte Beschleunigung, aber enttäuschend in den Details

Das BIP-Wachstum beschleunigte sich etwas auf +0,4% gg. Vq. Dies kam nach dem enttäuschenden Wachstum im ersten Quartal (+0,3% gg. Vq.) und war im

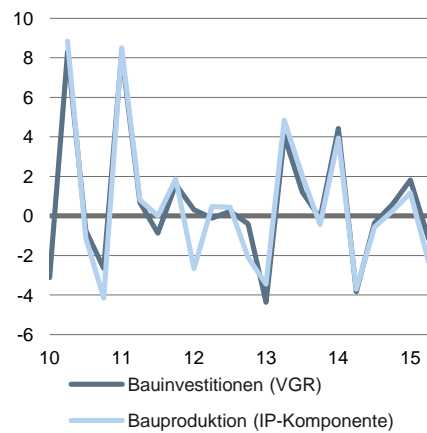


## Ausblick Deutschland

### Schwache Bauinvestitionen in Q2

3

Reale Werte, % gg. Vq.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Einklang mit unseren Erwartungen, aber leicht unter den Markterwartungen (Reuters Konsensus: +0,5%). Das Vorquartal wurde leicht nach oben revidiert und im Jahresvergleich betrug das Wirtschaftswachstum +1,6% (Q1: +1,2%).

Die Zusammensetzung des Wachstums enttäuschte aber im zweiten Quartal und trübte den Ausblick für das zweite Halbjahr etwas ein. Ein belastender Faktor waren die Investitionen – insbesondere die Bauinvestitionen. Zudem waren die Nettoexporte der stärkste Wachstumstreiber, was jedoch angesichts des rauen internationalen Gegenwinds kaum aufrecht zu erhalten sein wird. Allerdings setzte sich das Konsumwachstum fort und dürfte sich im zweiten Halbjahr sogar noch beschleunigen.

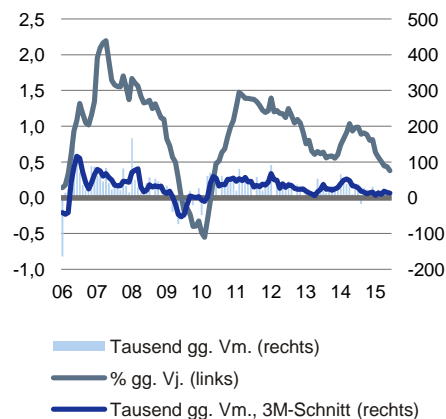
### Investitionsschwäche dämpfte Binnenkonjunktur in Q2

Nach zwei Quartalen soliden Wachstums enttäuschte die Binnenkonjunktur in Q2 aufgrund des Rückgangs der Bruttoanlageinvestitionen und eines Lagerabbaus. Der Konsum stieg das sechste Quartal in Folge, verlangsamte sich aber etwas. Der negative Wachstumsbeitrag der Binnenwirtschaft lag bei -0,3%-Punkten (Q4: +0,9%-Punkte; Q1: +0,5%-Punkte).

Durch den Rückgang der Bauinvestitionen (-1,2% gg. Vq.) fielen die Bruttoanlageinvestitionen im 2. Quartal in den negativen Bereich (-0,4% gg. Vq.). Mit einem Rückgang hatten wir bereits gerechnet, da wir eine Gegenbewegung nach den beiden vorherigen, vom milden Winterwetter begünstigten starken Quartalen erwartet hatten. Der Rückgang fiel jedoch etwas stärker aus als vorhergesehen. Investitionen in Wohnbauten verlangsamten sich auf 0,5% gg. Vq. (Q1: 2,5% gg. Vq.) und insbesondere Investitionen in Nicht-Wohnbauten fielen schwach aus (-3,6% gg. Vq.; Q1: +0,9% gg. Vq.). Trotz der relativ hohen Volatilität der Quartalsdaten sind die zugrundeliegenden Faktoren für Wohnungsbauinvestitionen (wie das niedrige Zinsniveau, die erhöhten Migrationszahlen und der nach wie vor starke Arbeitsmarkt) weiter positiv, so dass die in Q2 verzeichnete Schwäche vorübergehender Natur sein dürfte. Der Rückgang der öffentlichen Bauinvestitionen dürfte temporär sein angesichts der bereits angekündigten zusätzlichen öffentlichen Infrastrukturinvestitionen. Die Bauinvestitionen der Unternehmen, die etwa 70% der Gesamtinvestitionen in Nicht-Wohnbauten ausmachen, dürften schwach bleiben.

### Beschäftigungswachstum deutlich verlangsamt

4



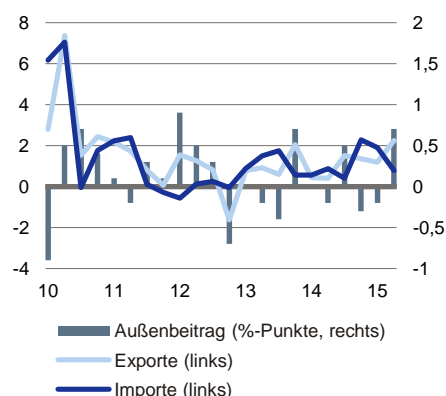
Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit

Die Ausrüstungsinvestitionen stiegen in Q2 nur geringfügig an (+0,1%). Das Umfeld bleibt angesichts einer Kapazitätsauslastung, die zwei Quartale in Folge moderat fiel und nur marginal über ihrem langfristigen Durchschnitt liegt, internationalem Gegenwind (siehe weiter unten) und der hohen Volatilität an den Aktien- und Währungsmärkten angespannt. Die Auftragseingänge für inländische Investitionsgüter entwickelten sich schwach und deuten auf keine rasche Belebung hin.

### Starke Nettoexporte in Q2

5

Real, sb., % gg. Vq.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Der private Konsum verlangsamte sich in Q2 auf +0,2% gg. Vq. nach kräftigen Zuwächsen in den drei vorangegangenen Quartalen von durchschnittlich +0,7%. Die Verlangsamung ist zum Teil auf die höhere Sparquote zurückzuführen, die sich von 9,5% in Q1 auf 9,7% in Q2 erhöhte (etwa 30% des Anstiegs der verfügbaren Einkommen wurde damit gespart). Der private Verbrauch wird gestützt durch die nach wie vor gute Arbeitsmarktlage mit einem neuen Beschäftigungrekord von 42,8 Millionen (+0,1% gg. Vq.) sowie die soliden Zuwächse der Arbeitnehmerentgelte (+0,8% gg. Vq.). Allerdings verlangsamte sich das Beschäftigungswachstum zwischen dem Jahresende 2014 und Juni diesen Jahres spürbar von 0,8% gg. Vj. auf nur noch 0,4% gg. Vj. Dies ist zum Teil den negativen Auswirkungen der Einführung des Mindestlohns auf die Beschäftigung im Niedriglohnsegment geschuldet.

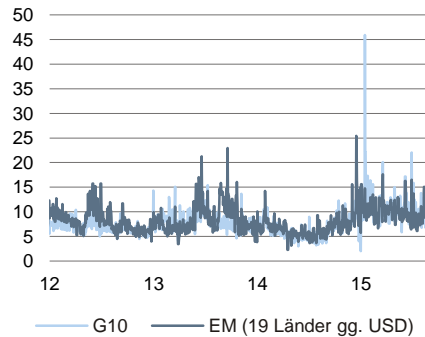


## Ausblick Deutschland

Volatilität bei Währungen seit Mitte 2014 deutlich gestiegen

6

Historische Volatilität (24 Stunden-Intervall)



Die historische Volatilität ist definiert als die annualisierte Standardabweichung der logarithmischen Rendite über den Zeitraum hinweg.

Quelle: Bloomberg Finance LP

Rohstoffmärkte zeigen Schwäche

7

Bloomberg Rohstoffindex (BCOM)



Quelle: Bloomberg Finance LP

## Stärke der Nettoexporte in Q2

Die Nettoexporte waren in Q2 der Hauptwachstumstreiber und glichen die Schwäche der Binnenkonjunktur mehr als aus. Das reale Exportwachstum beschleunigte sich auf kräftige 2,2% gg. Vq. – der höchste Wert seit Q1 2011 – und das Importwachstum verlangsamte sich auf 0,8% gg. Vq. Die deutschen Exporte profitierten von der Euroschwäche sowie der kräftigen Nachfrage, insbesondere aus den USA. Der Beitrag der Nettoexporte zum BIP-Wachstum belief sich auf 0,7%-Punkte, nachdem die Nettoexporte in den Quartalen zuvor dämpften (Q4: -0,3%-Punkte; Q1: -0,2%-Punkte) als die solide Binnenkonjunktur für ein kräftiges Importwachstum sorgte.

## Volatiler Nachrichtenfluss verstärkt (gefühlte) Unsicherheit

Die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten war in den vergangenen Wochen durch hohe Volatilitäten gekennzeichnet. Der DAX erlebte einen Kursrückgang von nahezu 20% in den vergangenen zwei Wochen und der EUR wertete relativ stark auf das zuletzt Anfang des Jahres gesehene Niveau auf. Darüber hinaus kam es zu einem Einbruch bei den Rohstoffpreisen, die oftmals als ein Vorbote für die globale Konjunktur gesehen werden. Einigen Maßen zufolge fielen die Preise auf die Niveaus des Jahres 1999 zurück.

Diese Entwicklungen gehen auf eine Kombination verschiedener Ereignisse zurück, die Zweifel an den globalen Wachstumsaussichten auslösten und damit über den Ausblick für die deutschen Exporte:

- Volatilitäten und damit die Stimmung der deutschen Exporteure wurden von der Unsicherheit über den künftigen geldpolitischen Kurs der PBoC und der Fed beeinflusst. Die Entscheidung der chinesischen Zentralbank, ihr tägliches Währungsfixing des RMB gg. dem USD transparenter zu gestalten, führte zu einer Abwertung des RMB um 3%. Dies löste Devisenmarktinterventionen der PBoC aus, um ein Währungsabrutschen zu verhindern. Die derzeitigen Erwartungen an den Märkten sind aber, dass es in den nächsten Quartalen zu einer weiteren RMB-Abwertung kommt. Die Deutsche Bank hat die RMB/USD Prognose für Ende 2015 auf 6,5 (von 6,3) und für Ende 2016 auf 6,9 (von 6,5) gesenkt.<sup>1</sup> Hinzu kommt, dass die Währungsbewegungen und die Senkung des Leitzinses und des RRR durch die PBoC die Nervosität an den Märkten bezüglich des chinesischen Wachstumsausblicks für das 2. Halbjahr noch erhöhte, mit entsprechenden Folgen für die deutschen Exportaussichten.
- Die Veröffentlichung der letzten Fed-Protokolle wurde als taubenhaft aufgenommen und lassen eine erste Leitzinsanhebung im September weniger wahrscheinlich erscheinen. Eine Interpretation lautet, dass der Wachstumsausblick schwächer als erwartet ausfiel. Die kürzlich abgegebenen Kommentare des Präsidenten der New York Fed William Dudley waren ebenfalls äußerst vorsichtig bezogen auf eine erste Zinsanhebung im September.<sup>2</sup>

Die Aktienmärkte haben bereits einige der Verluste wieder wettgemacht und unser Makro-Überraschungsindex für Deutschland steht momentan nur leicht im positiven Bereich, was bedeutet, dass die letzten Makrodaten in etwa wie erwartet ausfielen. All dies verdeutlicht aber immer noch die sehr hohe Unsicherheit über den globalen Ausblick, was wiederum ein Risiko für die deutsche Wirtschaft bedeutet, die trotz des ausbalancierten Wachstumsmix der letzten Quartale äußerst anfällig für externe Schocks bleibt.

<sup>1</sup> Siehe Data Flash. The RMB depreciation series 2: CNY forecast revision. 14. August 2015. Deutsche Bank Research

<sup>2</sup> Siehe Fed's Dudley: Case for September Rate Increase Now 'Less Compelling'. The Wall Street Journal. 26. August 2015.

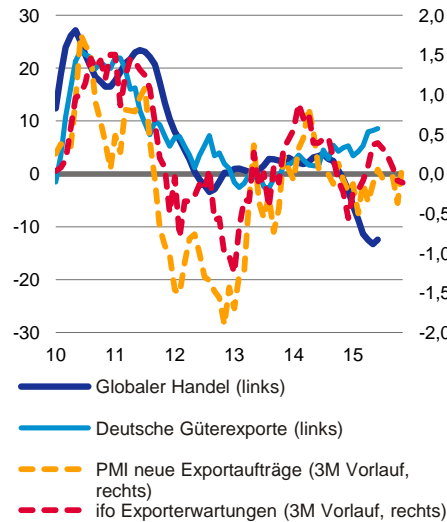


Ausblick Deutschland

Gedämpfter Ausblick für deutsche Exporte

8

% gg. Vj. (3-Monatsdurchschnitt, links), standardisierte Werte (rechts)



Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo, Markit, Deutsche Bank Research

H2-Ausblick: Auslandsnachfrage weniger dynamisch, aber Ölpreis erneut tiefer

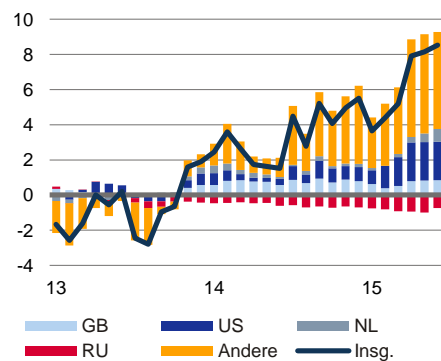
Zusammengenommen haben sich die deutschen Konjunkturaussichten zuletzt leicht eingetrübt, was wir vor allem an unseren geänderten Erwartungen an die Auslandsnachfrage fest machen.

Im Vergleich zum Welthandel war das deutsche Exportwachstum überraschend hoch, wozu der schwache Euro und insbesondere die dynamische US-Nachfrage (US-Exporte: +25% gg. Vj. in H1; 9,6%-Anteil an nominalen Gesamtexporten) beigetragen haben. Dadurch wurde der US-Markt in Q1 noch vor Frankreich zum wichtigsten Absatzmarkt. Der schwächere Euro hat die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Exporteure gestärkt. Fast zwei Drittel des Exportwachstums gingen auf den Euro-getriebenen Bewertungseffekt zurück. Während der Wert der US-Exporte in H1 um 24% gg. Vj. zulegte, lag das Gewicht der Exporte nur um 6,5% höher. Dies deutet darauf hin, dass deutsche Exporteure mit dem Währungsvorteil bislang ihre Margen stärkten statt ihre Preise zu senken. Die hohe US-Nachfrage ging vor allem auf Automobile, sonstige Fahrzeuge (z.B. Flugzeuge und Schiffe), Pharmazeutika und Maschinen zurück, die zusammen 70% der Beschleunigung trugen. Die nachlassende Dynamik des US-Autoabsatzes (Jan.: +9,5% gg. Vj.; Juli: +3,5%, gl. 3M-Schnitt) und die volatile Aufwertung des Euro gg. dem US-Dollar seit Mitte März deuten darauf hin, dass die deutschen US-Exporte an Tempo verlieren dürften.

Nachfrage aus US, GB und NL unterstützt deutsche Exporte

9

% gg. Vj. (laufender 3-Monatsdurchschnitt)

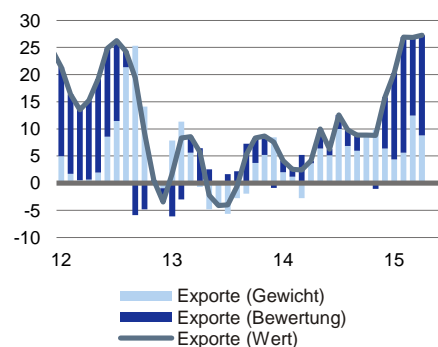


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Starkes Exportwachstum in die USA

10

% gg. Vj.

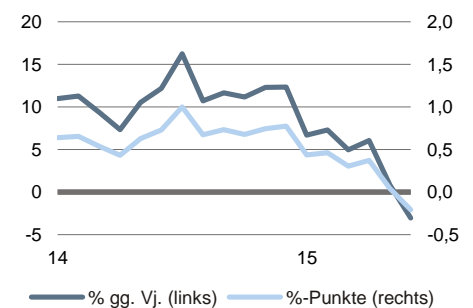


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Exporte nach China deutlich gefallen

11

% gg. Vj. (links), Beitrag zu gesamten Exportwachstum, %-Punkte (rechts)

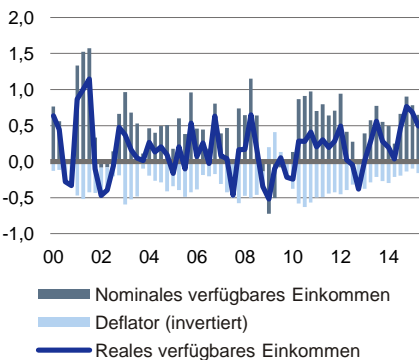


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Reale Kaufkraft profitiert von sinkender Inflation

12

% gg. Vq., gl. 3Q Schnitt, sb.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Auch der äußerst schwache Welthandel (zuletzt real +1,1% gg. Vj. und nominal -12,4%, gl. 3M-Schnitt) und die Aufwertung des Euro gg. den Schwellenländerwährungen stützen unsere Erwartung, dass der hohe Außenbeitrag des Q2 temporär bleiben dürfte. Der Welthandel wird durch die schwierige Situation einiger großer Schwellen- und Entwicklungsländer gedämpft. Deutsche Exporte nach China haben sich schon merklich abgeschwächt und der niedrige Ölpreis dürfte die Nachfrage der ölproduzierenden Staaten deutlich einschränken. Zumindest die Nachfrage aus dem Euro-Währungsgebiet sollte dank des anhaltenden moderaten Aufschwungs stützen.

Dieser Ausblick wird durch die Stimmungsindikatoren (PMI Exportaufträge und ifo-Exporterwartungen) bestätigt, die auf eine spürbare Exportabschwächung hindeuten. So fielen die ifo-Geschäftserwartungen der exportstarken Industrie (Juli: 98,9; Aug: 97,6) auf den niedrigsten Stand seit Ende 2014, was auch die gesamtwirtschaftlichen Geschäftserwartungen leicht dämpfte.

Auf der Habenseite steht für das zweite Halbjahr der erneute Rückgang des Ölpreises (in Euro gerechnet). Dieser stärkt die reale Kaufkraft der Konsumenten.



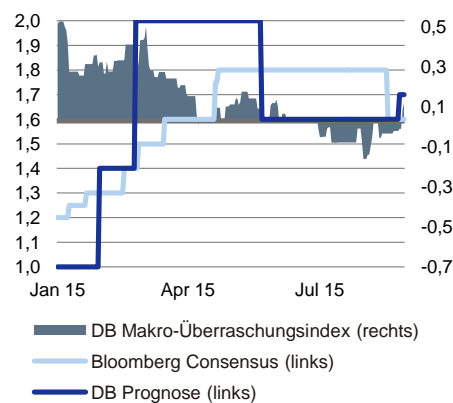
ten. Fallende Ölpreise haben die Inflation seit Mitte 2014 spürbar gedämpft. Wir hatten erwartet, dass dieser positive Effekt im Laufe von H2 schwindet und sich dann sogar umkehrt. Bislang deuten die Daten für Q3 jedoch auf einen erneuten kräftigen Rückgang von über 15% gg. Vq. hin – dies entspricht etwa der durchschnittlichen Einbuße von Q2'14 bis Q1'15 als der reale private Konsum um im Schnitt 0,7% pro Quartal nach oben schoss. Zudem macht es nahezu den gesamten Ölpreisanstieg des Q2 (+17%) wieder wett. Die niedrigen Rohstoffpreise dürften damit vorerst ein Triebfaktor für den Konsum bleiben. Prognosen über Q3 hinaus sind derzeit angesichts der Volatilität sehr schwer, allerdings deuten die Future-Märkte, die schwache globale Nachfrage und das vermutlich steigende globale Ölangebot daraufhin, dass ein kräftiger Aufwärtstrend Richtung der Niveaus aus H1 2014 unwahrscheinlich ist.

### Deutsche Bank Prognose: BIP +1,7% in 2015 und 2016

DB BIP Prognose Deutschland 2015 vs Bloomberg Consensus

13

% gg. Vj. (links); Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Überraschungen (rechts)



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Während die Aussichten für die deutsche Volkswirtschaft dank der Binnenkonjunktur nach wie vor stabil sind, dürfte sich das außenwirtschaftliche Umfeld einrüben. Daher haben wir unsere Wachstumsprognose für Q3 leicht nach unten angepasst (von +0,5% auf jetzt 0,4% gg. Vq.), was auch die Entwicklung der Stimmungsindikatoren (Gesamt PMI und ifo-Geschäftserwartungen) widerspiegelt.

Trotz der leichten Korrektur unserer Wachstumsprognose für Q3 haben wir unsere BIP-Prognose für das Gesamtjahr 2015 wegen minimaler Aufwärtskorrekturen der Vorquartale und Entwicklungen auf der BIP-Komponentenebene auf 1,7% angehoben (von 1,6%). Unsere grundsätzliche Einschätzung bleibt jedoch unverändert: Wir sehen die Binnennachfrage und insbesondere den privaten Konsum weiterhin als primäre Wachstumsstütze. Unsere Prognose für 2016 bleibt bei 1,7% BIP-Wachstum.

Damit bleibt unsere Prognose für 2015 leicht über dem Bloomberg-Consensus, der zuletzt von 1,8% auf 1,6% zurückging (17. Aug.). Unser Makro-Überraschungsindex, der monatliche Konjunkturdaten ins Verhältnis zu den Erwartungen setzt, deutet auf ein ausgeglichenes Risikoprofil für unsere Prognose 2015 hin. Für 2016 liegt unsere Prognose weiterhin unter dem Bloomberg-Consensus von 1,9%.

Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)  
Oliver Rakau (+49 69 910-31875, oliver.rakau@db.com)

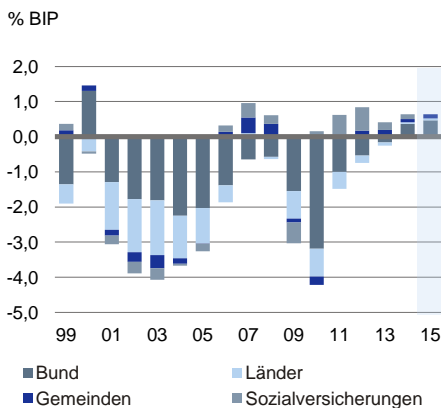


## Deutschlands entspannte Finanzlage lässt weitere Ausgabenprogramme erwarten

- Der gesamte öffentliche Sektor schloss das Jahr 2014 mit einem Überschuss von EUR 8,9 Mrd. oder 0,3% des BIPs ab. Im ersten Halbjahr 2015 hat sich die Finanzlage des deutschen Staates weiter verbessert. Unseren Berechnungen zufolge dürfte der Budgetüberschuss im Gesamtjahr 2015 bei EUR 22,2 Mrd. liegen (0,7% des BIPs). Der Schuldenstand sollte angesichts des Überschusses und eines robusten Wirtschaftswachstums auf 71,6% sinken. Zum Ende des Jahrzehntes dürfte er die 60%-Marke nahezu erreicht haben.
- Bund, Länder und Gemeinden sollten im Gesamtjahr 2015 einen hohen Budgetüberschuss aufweisen. Die Sozialversicherung wird vermutlich nur einen kleinen Überschuss erzielen, nach deutlichen Überschüssen in den Vorjahren. Dies ist vor allem Folge der Leistungsausweitung der Rentenversicherung und der anhaltend defizitären Lage der Krankenversicherung. Im Gegensatz dazu sollten Pflegeversicherung und Bundesagentur für Arbeit das Jahr mit einem Überschuss abschließen.
- Aufgrund der guten Konjunkturlage beschloss Deutschland in diesem Jahr den teilweisen Abbau des Steuerbauchs, milliardenschwere Infrastrukturinvestitionen und eine Ausweitung von Sozialleistungen. Auch die hohe Zahl an Asylbewerbern erhöht die Staatsausgaben. Aufgrund der sprudelnden Steuereinnahmen ist dies zunächst möglich, ohne das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts zu gefährden. Damit kommt Deutschland den Forderungen, die deutsche Binnennachfrage zu unterstützen und damit die Leistungsbilanzüberschüsse zu reduzieren, entgegen.
- Dank des hohen Überschusses im ersten Halbjahr 2015 und da der deutsche Staat wohl weiterhin Überschüsse erwirtschaftet, dürfte der Druck auf Deutschland, die Staatsausgaben zu erhöhen, steigen. Wenn die Regierung diesen Forderungen nachkommt - insbesondere vor der nächsten Bundestagswahl 2017, könnten höhere Bildungsausgaben gerade im primären Bereich, in dem Deutschland eine im internationalen Vergleich besonders niedrige Ausgabenquote hat, eine adäquate Ergänzung zu Infrastrukturinvestitionen und höheren Sozialleistungen sein.

Gesamtstaat: Finanzierungssaldo

1



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

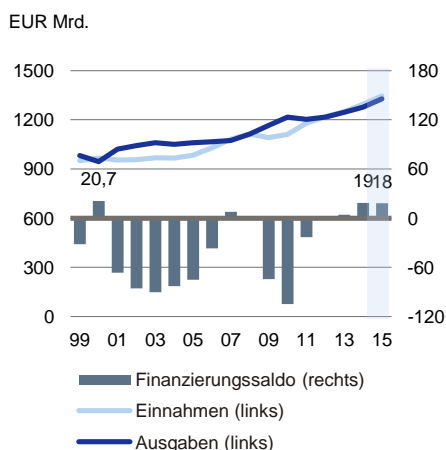
## Hoher Budgetüberschuss im Jahr 2014

Nach einem fast ausgeglichenen Haushalt in den Jahren 2012 und 2013 verzeichnete Deutschland im letzten Jahr einen Budgetüberschuss von EUR 8,9 Mrd. oder 0,3% des BIPs. Damit hat sich der staatliche Finanzierungssaldo in den letzten fünf Jahren deutlich verbessert. Zudem ist der 2014er Überschuss der zweithöchste seit der Wiedervereinigung. Er wird nur von dem Rekordergebnis von mehr als EUR 18 Mrd. aus dem Jahr 2000 übertroffen, das allerdings dank Sondererlösen von rund EUR 50 Mrd. durch die Versteigerung der UMTS-Lizenzen zustande kam. Basis für den 2014er Überschuss waren deutlich niedrigere Zinsausgaben und sprudelnde Steuereinnahmen, die mit 3,5% gegenüber Vorjahr schneller stiegen als die Ausgaben (+2,8%).

Das Jahr 2014 war auch insofern außergewöhnlich, als der Bund mit EUR 8,6 Mrd. zum ersten Mal seit 2000 wieder einen Überschuss erzielte. Die Länder wiesen dagegen abermals ein Defizit aus, mit EUR -0,6 Mrd. waren die Länderhaushalte aber fast ausgeglichen. Die Gemeinden erzielten nach den Überschussjahren 2012 und 2013 ein Defizit von EUR -2,4 Mrd., während die Sozialversicherung im Jahr 2014 wie seit 2010 ebenfalls einen Überschuss aus-

Staatseinnahmen und -ausgaben

2



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

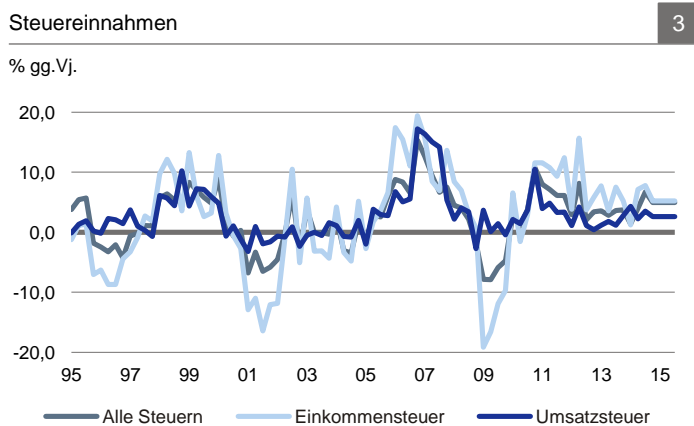




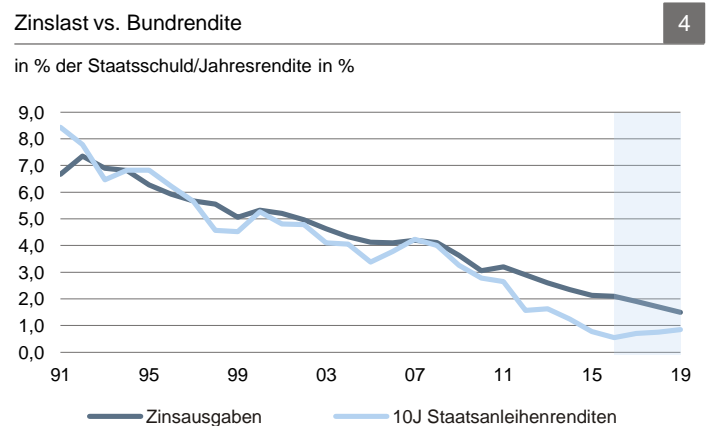
wies. Innerhalb der Sozialversicherung war lediglich die Krankenversicherung defizitär.

### 2015 Staatseinnahmen steigen, Zinsbelastung sinkt stark

Gemäß unseren Prognosen steigen 2015 die Staatseinnahmen um 3,9% gg. Vj. (2014: 3,8%). Der wesentliche Treiber hierfür ist das robuste Wirtschaftswachstum von 1,7%. Insbesondere der sich weiter verbessernde Arbeitsmarkt mit steigender Beschäftigung, niedriger Arbeitslosenrate und deutlichen Lohnzuwächsen stellt eine solide Basis für höhere Steuereinnahmen und Sozialbeiträge dar. So sind die gemeinschaftlichen Steuereinnahmen bis Juni mit rund 4% gegenüber dem gleichen Vorjahreszeitraum bereits kräftig gestiegen. Setzt sich diese Entwicklung fort, steigen die Steuereinnahmen 2015 um rund EUR 35 Mrd. gegenüber dem Vorjahr. Diese Einnahmen ermöglichen die jüngst von der Regierung beschlossene Reduktion der kalten Progression und damit den teilweisen Abbau des Steuerbauchs. Die dadurch entstehenden Mindereinnahmen liegen im niedrigen einstelligen Milliardenbereich und gefährden das Ziel eines ausgeglichenen Haushalts – die sogenannte „schwarze Null“ – nicht.



Quelle: Bundesbank, Deutsche Bank Research



Quelle: Bundesbank, Deutsche Bank Research

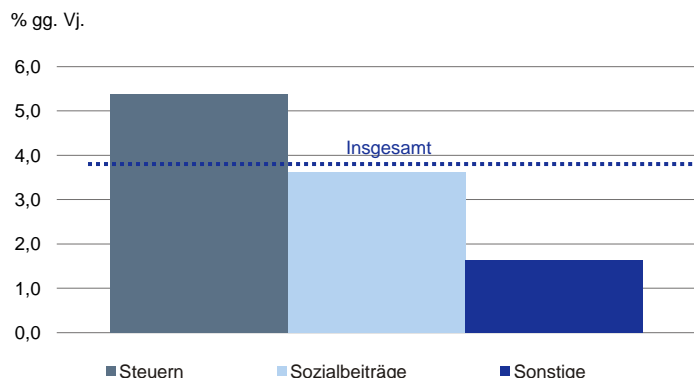
Zusätzlich zu den Steuereinnahmen gibt es 2015 dank der Auktion neuer Mobilfunkfrequenzen einen positiven Einmaleffekt in Höhe von EUR 5,1 Mrd. Auf der Ausgabenseite haben die niedrigen Kapitalmarktzinsen die Zinsausgaben im ersten Halbjahr weiter reduziert. Angesichts der durchschnittlichen Laufzeit der deutschen Staatsschulden von sechs Jahren und des hohen Zinsniveaus in den Vorkrisenjahren sollte die Zinsbelastung des deutschen Staates in den nächsten Jahren weiter fallen. Niedrige Kapitalmarktzinsen sind insbesondere bis zum September 2016, dem bis dato geplanten Ende des Aufkaufprogramms der EZB, wahrscheinlich. Aber auch im Anschluss erwarten wir nur eine graduelle Normalisierung, so dass das Kapitalmarktzinsniveau über Jahre unter dem derzeitigen durchschnittlichen Zins der Staatsschulden liegen sollte.



## Ausblick Deutschland

2015 Prognose: Staatseinnahmen

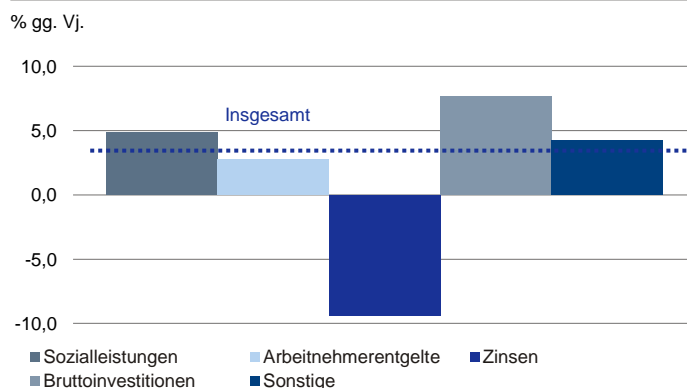
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

2015 Prognose: Staatsausgaben

6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### 2015: Staatsausgaben wachsen ähnlich stark wie Staatseinnahmen

Unserer Prognose nach steigen 2015 die Staatsausgaben (+2,9% gegenüber Vorjahr), wobei die Arbeitnehmerentgelte im öffentlichen Dienst ein Plus von fast 3% aufweisen. Im März einigten sich die Tarifpartner auf höhere Tariflöhne im öffentlichen Dienst der Länder. Der Abschluss sieht eine Lohnsteigerung um 2,1% in 2015 und um 2,3% in 2016 vor – plus steigende Rentenleistungen. Deutlich höhere Löhne werden die Kommunen den Erziehern bezahlen müssen. Trotz Schlichterspruch und dem Vorschlag, die Löhne um bis zu 4,5% anzuheben, lehnte die Gewerkschaft diesen Vorschlag ab. Jüngst haben auch die Krankenpfleger gestreikt und mehr Personal gefordert. Die anhaltend gute Kasenslage des Staates weckt weitere Begehrlichkeiten, erhöht die Lohnforderungen und steigert die Streikbereitschaft. Laut IW Köln wird die Zahl der Streiktage 2015 auf 600.000 und damit den höchsten Wert in den letzten 20 Jahren steigen.

Die Ausgabenfreudigkeit der Großen Koalition schlug sich in den letzten Jahren insbesondere in höheren Sozialleistungen (2013: 3,3%, 2014: +3,8%) nieder. 2015 dürfte das Plus auf 4,8% gegenüber Vorjahr und damit kräftiger als die Sozialbeiträge auf der Einnahmeseite (+3,6%) steigen. Ausgabenerhöhend wirken die letztes Jahr beschlossenen Rentenpakete und die Reform der Pflegeversicherung. Die planmäßige Rentenerhöhung zum 1. Juli lässt die Renten um mehr als 2% steigen. Auch die Ausgaben in der Krankenversicherung dürften ihren Aufwärtstrend der letzten Jahre fortsetzen. Im Sommer erhöhte der Bundestag weitere Sozialleistungen. So steigt rückwirkend zum 1. Januar 2015 das Kindergeld um vier Euro pro Kind. Gleichzeitig steigen der Kinderfreibetrag und der Kinderzuschlag für Geringverdiener. Insgesamt sollten diese neuen Maßnahmen den Bundeshaushalt um einen einstelligen Milliardenbetrag belasten. Die Sozialleistungen steigen auch durch die deutlich höher als erwartete Zahl von Asylanten und Bürgerkriegsflüchtlingen. Mittlerweile plant die Bundesregierung mit bis zu 800.000 Asylbewerbern, während sie zu Beginn des Jahres noch von 300.000 ausging.

Nicht zuletzt wegen der Diskussion über die Investitionsschwäche Deutschlands und der zu verbessernden Infrastruktur erwarten wir den prozentual stärksten Zuwachs bei den staatlichen Investitionen (+8%). Von den von der Bundesregierung beschlossenen Maßnahmen sind insbesondere die Entlastung von Kommunen und Ländern mit mehr als EUR 10 Mrd. plus weitere EUR 3,5 Mrd. zur Förderung finanzschwacher Kommunen wesentlich. Hinzu kommen weitere Milliarden für die Förderung von Energie, Klimaschutz, Verkehrswege, Städte-



bau, Forschung und Entwicklung. Diese zusätzlichen Investitionen verteilen sich auf die kommenden Jahre.

### Fiskalische Auswirkungen der steigenden Zahl von Asylbewerbern

Mit der hohen Zahl an Asylbewerbern – alleine bis Juli gab es mehr als 200.000 Antragsteller – hat die Bundesregierung in den letzten Wochen ihre Annahme auf bis zu 800.000 Antragstellern für 2015 nach oben korrigiert, nach rund 200.000 Anträgen in 2014. Damit wurden auch die Kosten für die Aufnahme und Unterbringung nach oben korrigiert. So hat Bayern in seinem Nachtragshaushalt für 2015 neben der bereits vorher eingeplanten EUR 500 Mio. weitere EUR 900 Mio. zusätzlich für den Haushalt 2016 eingeplant. Auch in anderen Bundesländern wurden in den Nachtragshaushalten zusätzliche Planstellen geschaffen und die Kosten der Aufnahme und Unterbringung nach oben korrigiert.

Eine umfassende fiskalische Betrachtung der Thematik ist bei der aktuellen Datenlage nicht möglich. Den größten Kostenblock kann man jedoch aus den Jahrespauschalen pro Asylbewerber der Länder an ihre Kommunen ablesen. Laut Deutschem Landkreistag lässt sich hieraus eine durchschnittliche jährliche Jahrespauschale von EUR 6.700 pro Asylbewerber ableiten, wobei es hier große Unterschiede zwischen den Bundesländern gibt. Hinzu kommen Kosten für die Unterbringung und Gesundheitskosten. Laut Deutschem Landkreistag decken beispielsweise die von Thüringen bereitgestellten Beträge für die Kommunen mehr als 90% der notwendigen Ausgaben ab. Basierend auf den Thüringer Zahlen kann man Gesamtkosten pro Jahr pro Asylbewerber von rund EUR 9.000 ansetzen. Diese Zahlen berücksichtigen weitere Ausgaben wie beispielsweise für innere Sicherheit und Sprachkurse, die zum Großteil vom Bund bezahlt werden, nicht. Ebenso bleiben auf der Habenseite Einnahmen durch eine höhere Beschäftigung, nach einigen Monaten Wartezeit, und mittelfristige Vorteile aus verbesserten Wirtschaftsbeziehungen zu den Herkunftsländern der Asylbewerber unberücksichtigt.

Basierend auf den EUR 9.000 pro Asylbewerber und 300.000 eingeplanten Bewerbern zu Beginn des Jahres waren EUR 2,7 Mrd. im Haushalt von Bund und Ländern angesetzt. Mit den nun bis zu 800.000 erwarteten Asylbewerbern steigen die Ausgaben auf bis zu EUR 7,2 Mrd., die in Nachtragshaushalte erfasst werden bzw. aus den über den Planzahlen liegenden Steuereinnahmen bezahlt werden. Diese Mehrausgaben sollten vor allem im zweiten Halbjahr anfallen, da die Erstanträge auf Asyl insbesondere in den Sommermonaten stark zunahmen. Auch diese dürfte im zweiten Halbjahr zu einem deutlich niedrigeren Budgetüberschuss führen als im ersten. Dies gilt insbesondere für den Bundeshaushalt, da die Bundesregierung wohl bereit ist, einen Großteil der Zusatzkosten zu übernehmen.



2015 Investitionspaket des Bundes

7

EUR Mrd.	2016	2017	2018	Summe
Maßnahmen				
Öffentliche Verkehrsinfrastruktur und digitale Infrastruktur	1,3	1,5	1,5	4,3
Nationaler Aktionsplan Energieeffizienz	0,3	0,4	0,5	1,2
Nationale Klimaschutzinitiative	0,2	0,2	0,2	0,5
Hochwasserschutz	0,1	0,1	0,1	0,3
Sonstige	0,2	0,2	0,3	0,7
Finanzierung zusätzlicher Investitionen in den Ressorts (in Höhe der Betreuungsgeld-GMA)	1,0	1,0	1,0	2,9
<b>Summe</b>	<b>3,1</b>	<b>3,4</b>	<b>3,5</b>	<b>9,9</b>
Plus zusätzliche Investitionen in finanzschwache Kommunen: Städtebau, Infrastruktur, Bildungsinfrastruktur, Klimaschutz				3,5

Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

### Großer gesamtstaatlicher Budgetüberschuss in 2015

Die Sozialversicherung sollte als Folge der deutlichen Ausgabensteigerung nur noch einen kleinen Überschuss aufweisen. Nur die Bundesagentur für Arbeit und die Pflegeversicherung sollten einen deutlichen Überschuss aufweisen. Aufgrund der guten Konjunktur- und Arbeitsmarktlage sind die monatlichen 2015er Defizite der Arbeitsagentur momentan deutlich kleiner als im Vorjahr (saisonal bedingt sind die Ausgaben im ersten Halbjahr höher) und das Jahresergebnis sollte deutlich im Plus liegen. Die Pflegeversicherung weist, wie in den vergangenen Jahren, vermutlich abermals einen Überschuss aus. Aufgrund des Anstiegs des Beitragssatzes um 0,3%-Punkte zum 1. Januar 2015 steigen die Einnahmen gegenüber dem Vorjahr. Die gleichfalls bei der Pflegereform beschlossenen, höheren Pflegeausgaben, insbesondere für den letzten Jahr eingerichteten Vorsorgefonds, erfolgen erst zeitversetzt. Wie die Pflegeversicherung erzielte auch die Rentenversicherung von 2006 bis 2014 durchweg Überschüsse. Angesichts der jüngsten Leistungsausweitung der Rentenversicherung könnte dieser Trend 2015 gebrochen werden. Die Krankenversicherung wies zu Beginn 2015 ein Defizit aus. Hier reduziert der zu Jahresbeginn von 15,5% auf 14,6% abgesenkte Beitragssatz die Einnahmen. Trotz der um eine Milliarde höheren Bundesmittel für die Krankenversicherungen erwarten wir deshalb abermals ein Defizit für das Gesamtjahr 2015.

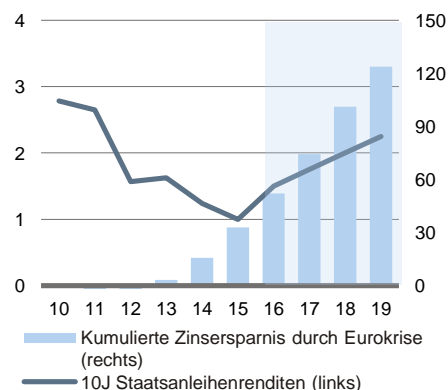
Dank der guten Konjunktur sollten sich die Finanzierungssalden von Bund und Länder gegenüber dem Vorjahr weiter verbessern, so dass unseren Berechnungen zufolge der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo mit EUR 22,2 Mrd. ein neues Rekordergebnis aufweisen sollte. Relativ zum Bruttoinlandsprodukt sollte der Überschuss auf 0,7% des BIPs ansteigen (Vorjahr 0,3%). Die Schuldenquote verbessert sich auch aufgrund des robusten Wirtschaftswachstums auf 71,6% (74,5%) und die Zinsbelastung sinkt auf 2,1% (2,3%).

Damit erwarten wir für 2015 eine Zinsbelastung von EUR 46 Mrd. – also einen weiteren Rückgang um rund EUR 5 Mrd. nach EUR 50,9 Mrd. im Jahr 2014. Dank des Niedrigzinsumfeldes, ausgehend vom ersten Jahr der Eurokrise 2010 mit einem durchschnittlichen Zinsniveau von 2,8%, hätte Deutschland dann kumuliert EUR 32,9 Mrd. geringere Zinsausgaben. Gemäß unserer Prognose für Bundrenditen (1,5% für Ende 2016 und einem weiteren jährlichen Zinsanstieg von 25 Basispunkten) sinkt die Zinsbelastung weiter. Basierend auf dieser einfachen Abschätzung steigt die kumulierte Zinsersparnis bis zum Ende des Jahrzehnts dann auf deutlich über EUR 100 Mrd. an und läge damit über dem derzeit für Griechenland bestehenden Haftungsrisiko. Natürlich lässt diese isolierte Betrachtung viele Risiken unberücksichtigt, denn finanzielle und politische An-

Zinsersparnis vs. Bundrendite

8

links: Jahresrendite in %  
rechts: EUR Mrd.



Quelle: Bundesbank, Deutsche Bank Research



steckungsrisiken innerhalb der Eurozone könnten den deutschen Steuerzahler letztlich sehr viel stärker belasten als ein Kreditausfall Griechenlands.

### Weitere Verbesserung der öffentlichen Finanzen bis 2020

Die Bundesregierung unterstellt in ihrer Mittelfristprojektion durchweg nominale BIP-Wachstumsraten von über 3%. Dies deckt sich in den kommenden Jahren auch mit unserer Erwartung. Das weiterhin sehr niedrige Zinsniveau und der unter Kaufkraftparität notierende Euro-Dollarkurs sollten sich in einem robusten Wirtschaftswachstum und einem soliden Arbeitsmarkt niederschlagen, der weiterhin von Zuwanderungsströmen profitiert. Allerdings erwarten wir gegen Ende des Jahrzehnts eine geringere Wachstumsdynamik als die Bundesregierung. Sowohl aus konjunktureller Perspektive als auch aufgrund des zunehmenden Fachkräftemangels sollte das nominale Wachstum bei nur noch 2,5% liegen. Aber auch unser etwas schwächeres Wachstumsprofil dürfte weiterhin robuste öffentliche Finanzen ermöglichen. So erwarten wir bis 2020 durchgehend Budgetüberschüsse des Gesamtstaats. Dabei sollten sowohl das strukturelle Defizit, aufgrund der Einführung der Schuldenbremse, sowie die zyklische Komponente, aufgrund der guten Konjunktur, positiv zu den Überschüssen beitragen. Die Staatsverschuldung liegt am Ende des Jahrzehnts, unseren Berechnungen zufolge, bei 61,4% und damit nur noch knapp über der 60%-Maastrichtgrenze, die Deutschland seit dem Jahr 2003 nicht einhält. Die Zinsbelastung erwarten wir im Tief deutlich unter 2%. Mit dem gegen Ende des Jahrzehnts höher erwarteten Kapitalmarktzins steigt sie dann wieder auf über 2% an.

### Hat Deutschland Spielraum, seine Staatsausgaben weiter zu erhöhen?

Regelmäßig wird Deutschland von den unterschiedlichsten Seiten, wie beispielsweise durch den IWF, zu höheren Staatsausgaben aufgefordert. Dies soll einerseits die hohen Leistungsbilanzüberschüsse und damit die globalen Ungleichgewichte reduzieren, andererseits sollen Impulse für die wachstumsschwachen Euroländer gesetzt werden. Die Wirkung zusätzlicher Staatsausgaben auf Deutschlands Nachbarländer ist aber relativ begrenzt und den Kritikern der hohen Leistungsbilanzüberschüsse muss man stets die ungünstige, deutsche Bevölkerungsprognose entgegenhalten. Denn die Überschüsse sind zum Großteil Ersparnisse der alternden Bevölkerung, die in den nächsten Jahrzehnten konsumiert werden.

Dieses Jahr aber kommt die Bundesregierung mit ihrer Investitionsinitiative den Kritikern einen kleinen Schritt entgegen. Sollte die Bundesregierung, wie von uns unterstellt, bis 2019 Überschüsse erzielen, wird der Druck auf Deutschland mehr zu investieren, noch erheblich größer werden. Wären doch zusätzliche Staatsausgaben möglich, ohne die „schwarze Null“ – also das gesetzlich verankerte Schuldenbremsenziel eines zumindest ausgeglichenen Haushalts – zu gefährden.



## Makroökonomische Wirkung zusätzlicher Staatsausgaben

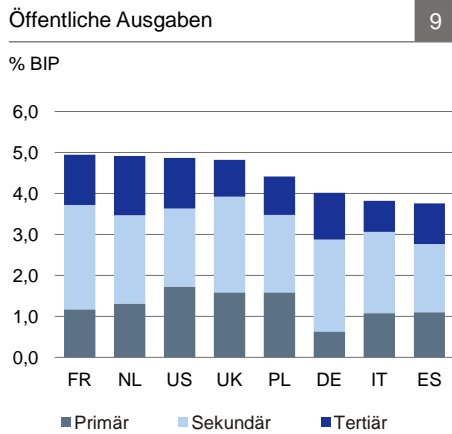
Höhere Staatsausgaben lösen reflexartig eine Debatte über die dadurch ausgelösten Wachstumsimpulse aus. Denn staatliche Ausgabenprogramme können über den sogenannten Multiplikatoreffekt wiederum private Ausgaben und Investitionen ankurbeln. Ein Multiplikator über eins lässt die Wirtschaft um mehr wachsen als die Höhe der zusätzlichen Staatsausgaben. In empirischen Studien liegen die höchsten Schätzungen bei bis zu zwei, d.h. eine zusätzliche Staatsausgabe in Höhe eines Euros führt zu einem doppelt so hohen zusätzlichen Wachstumsimpuls. Es gibt aber auch Analysen, die keinerlei oder sogar eine negative Multiplikatorwirkung finden. Ein negativer Multiplikator impliziert einen Wachstumsrückgang durch zusätzliche Staatsausgaben. Damit dürften auch die Staatseinnahmen fallen und somit stellen die zusätzlichen Ausgaben eine Doppelbelastung für die öffentlichen Finanzen dar. Bei hohen Multiplikatoren steigen auch typischerweise die Staatseinnahmen an und die Staatsausgaben können sich zum Teil selbst finanzieren. So groß wie die Spannweite der Multiplikatorschätzungen ist, so groß ist dementsprechend auch der mögliche Selbstfinanzierungsgrad der öffentlichen Haushalte. Entsprechend dieser großen Spannweite von Multiplikatoren und des Selbstfinanzierungsgrads sind staatliche Ausgabenprogramme stets umstritten. Wie wenig belastbares Wissen Ökonomen haben, zeigte sich in der Eurokrise. Die Austeritätspolitik beruhte zum Teil auf der Annahme recht kleiner Multiplikatoren, so dass geringere staatliche Ausgaben weder das Wachstum stark verringern noch über geringere Staatseinnahmen die öffentlichen Defizite stark reduzieren. Mittlerweile betrachten viele Ökonomen, allen voran der IWF-Chefvolkswirt Oliver Blanchard, dies als Fehleinschätzung.<sup>3</sup>

Neben der grundlegenden Schwierigkeit die Multiplikatoren zu bestimmen, erschwert die spezielle deutsche Situation die Einschätzung weiter. Die Wirkung von Multiplikatoren wird typischerweise für konjunkturelle Abschwünge analysiert, in dem aktuellen deutschen Konjunkturhoch könnten aber andere Kausalitäten vorliegen als in einer Rezession. Immerhin kann man angesichts des Niedrigzinsumfeldes eventuelle Verdrängungseffekte durch die Finanzierung zusätzlicher Staatsausgaben ausschließen, denn die umfassenden Anleihekäufe der EZB werden weiterhin für sehr günstige deutsche Refinanzierungsbedingungen sorgen, unabhängig von der Höhe der Investitionen. Angesichts der Immigrationswelle aus Süd- und Osteuropa könnte der Multiplikator durchaus groß sein, weil zusätzliche Ausgabenprogramme die hohen Löhne und die sehr guten Jobchancen am deutschen Arbeitsmarkt weiter verbessern und zusätzliche Migranten nach Deutschland locken.

## Höhere Bildungsausgaben sollten bei neuen staatlichen Ausgaben Priorität haben

Vor 2015 weitete die Bundesregierung vor allem die Sozialleistungen aus. Aufgrund der hohen marginalen Konsumquote einkommensschwacher Haushalte haben diese zumindest temporär einen großen Konjunkturimpuls. Die im März beschlossenen Investitionspakete dürften sich dagegen dauerhaft auf Deutschlands Wachstum auswirken. Die Stärkung der Infrastruktur erhöht beispielsweise die Effizienz der Unternehmen über niedrigere Transportkosten. Auch dämpft eine verbesserte Infrastruktur den Nachfrageüberhang am Wohnungsmarkt, da eine größere Distanz von Wohn- und Arbeitsort ermöglicht wird. Die Stärkung der digitalen Infrastruktur könnte zudem private Investitionen nach sich ziehen, wenn durch schnellere Datenverbindungen die Entwicklung neuer Produkte und die Entstehung von Unternehmen forciert werden. Sowohl die beschlossenen

<sup>3</sup> Olivier Blanchard and Daniel Leigh (2013): Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. IMF Working Paper.



Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

konsumtiven als auch investiven Maßnahmen stärken Deutschlands Binnenwirtschaft und reduzieren somit die relative Bedeutung der Exportindustrie. Allerdings sollte man wohl die Wirkung dieser Maßnahmen nicht überschätzen.

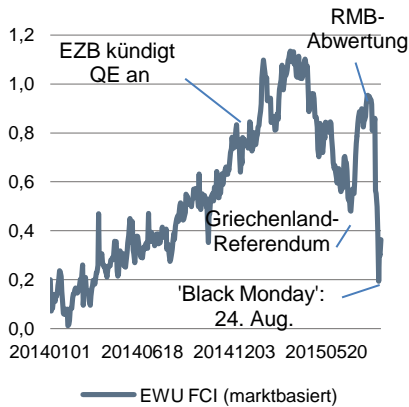
Es gibt dagegen auch gute Argumente bei der Ausweitung der Staatsausgaben vorsichtig zu Werke zu gehen. Eine schnelle Konsolidierung öffentlicher Haushalte könnte zu einer erhöhten Absorptionsfähigkeit von Finanz- und makroökonomischen Schocks führen und somit stabilitätsorientierte Investoren anlocken und Deutschlands Wachstumspfad dauerhaft erhöhen. Da der Druck auf Deutschland, aus unserer Sicht, aber hoch bleibt, könnten weitere Ausgabenpakete erneut auf die politische Agenda rücken. Gerade angesichts der näher rückenden Bundestagswahl im September 2017 nimmt womöglich auch der innenpolitische Druck zu. Unter Ökonomen herrscht ein breiter Konsens, dass Bildungsausgaben einen hohen dauerhaften Wachstumseffekt haben. Dies gilt insbesondere für höhere Ausgaben im Vor- und Grundschulbereich, also den Bildungsbereichen, in denen Deutschland im internationalen Vergleich sowieso sehr geringe Ausgaben tätigt (DE: 0,6% des BIPs, OECD-Länder: 0,6% bis 2,5%). Unsere Empfehlung ist, den hier bestehenden Investitionsstau bei weiteren Investitionsprogrammen abzubauen.

Aus vielerlei Gründen wären Bildungsinvestitionen eine sinnvolle Ergänzung zu dem bisherigen Maßnahmenmix aus höheren Sozialleistungen und Infrastrukturinvestitionen. Sie stärken kurzfristig die Inlandsnachfrage und helfen so die Leistungsbilanzüberschüsse relativ zum BIP zu reduzieren, während sie die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands langfristig verbessern. Dies resultiert in leistungsfähigeren und gesünderen künftigen Erwachsenen. Zudem könnte die Zahl der künftigen Erwerbspersonen höher ausfallen, wenn durch eine bessere Kinderbetreuung heute die Geburtenzahl steigt oder wenigstens nicht weiter zurückgeht. Damit könnte die sehr negative demographische Entwicklung, wenigstens ein wenig gemildert werden.

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



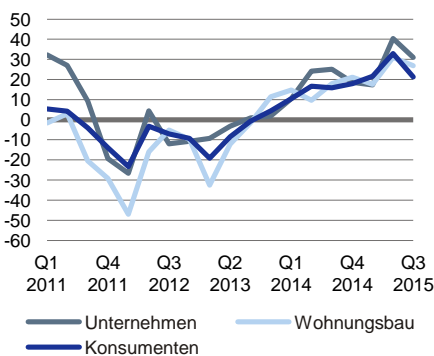
EWU: Schlechtere Bedingungen an den Finanzmärkten 1



Quelle: Deutsche Bank, EZB, Eurostat, Bloomberg Finance Haver Analytics LP

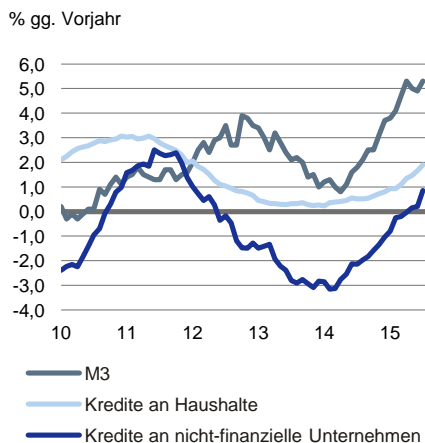
EZB: Bank Lending Survey 2

Erwartete Kreditnachfrage, nächsten 3 Monate (Prozent (Netto))



Quelle: EZB

Geldmengen- und Kreditwachstum 3



Quelle: EZB

## EZB: Auf die Plätze, fertig ...

- Die Europäische Zentralbank (EZB) hat mittlerweile eine Präferenz für weitere Lockerungen, und die Risiken haben sich weiter in diese Richtung bewegt. Trotzdem glauben wir, dass der unmittelbare Auslöser für geldpolitische Schritte derzeit fehlt. Daher erwarten wir, dass die Antwort der EZB eine deutlichere verbale Intervention sein wird.
- Unser neuer marktbasierter Financial Conditions Index (FCI)<sup>4</sup> zeigt eine deutliche Verschlechterung der Bedingungen an den Finanzmärkten während den letzten Wochen. Allerdings dürfte die EZB in der zunehmenden Wirkung ihrer geldpolitischen Maßnahmen auf die Kreditvergabe der Banken ein Gegengewicht sehen.
- Das Vertrauen in die chinesische Wirtschaft hat abgenommen, allerdings halten wir Sorgen vor einem "hard landing" für übertrieben. Die Wachstumserwartungen für die EWU sind stabil, wobei niedrigere Ölpreise und lockere Kreditbedingungen dem stärkeren Euro und dem langsameren Wachstum der Weltwirtschaft entgegenstehen. Dies unterstützt eine Politik der ruhigen Hand oder, wie Benoit Coeure es zuletzt formulierte, die EZB sollte die kurzfristige Volatilität ignorieren und Ruhe bewahren.
- Allerdings dürfte die Eurozone vor einer erneuten – wenn auch kurzen – Periode negativer Inflationsraten stehen, und marktbasiertere Inflationserwartungen sind wieder in Richtung ihrer früheren Tiefstände gefallen. Wir erwarten, dass die Inflationsprognose des Stabes für 2017 leicht nach unten revidiert wird. Überdies könnten, obwohl Deutsche Bank Ökonomen ihre Wachstumserwartungen für China nicht nach unten revidiert haben, Kapitalabflüsse aus China zu einer Aufwärtsbewegung des Euros und/oder durch ein Abschmelzen der chinesischen Devisenreserven zu Aufwärtssdruck auf die Anleiherenditen der Industrieländer führen. Diese negativen Einflüsse werden aber zumindest teilweise durch vermehrte Anzeichen, dass die Kerninflation ihren Tiefpunkt überschritten hat, kompensiert.
- Alles in allem erwarten wir, dass die EZB zumindest die höheren Abwärtsrisiken betont und ihre Bereitschaft zu weiteren geldpolitischen Maßnahmen wiederholt. Dies könnte aber zu wenig sein. Wir erwarten daher, dass der Rat und EZB-Präsident Draghi weitergehen und darauf hinweisen, dass die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB „nachlegen“ muss, um einen nachhaltigen Inflationspfad Richtung 2% zu erreichen, zugenommen hat. In den Optionsmärkten spiegelt sich zunehmend die Einschätzung wider, dass QE verlängert oder ausgeweitet wird.

## EZB zur weiteren Lockerung bereit, derzeit fehlt aber der Auslöser

Obwohl die konjunkturelle Erholung in der Eurozone mittlerweile neun Quartale andauert, betont die EZB immer noch die Abwärtsrisiken für den Aufschwung. Die drei Risiken, die von der EZB am häufigsten genannt werden, sind: dauerhaft hohe Schuldenstände, mangelnde Fortschritte bei den Strukturreformen und die schwache globale Erholung, die auch eine schwächere Entwicklung in China beinhaltet.

Das BIP-Wachstum in der Eurozone lag im zweiten Quartal mit 0,3% gg. Vq. um 0,1 Prozentpunkte unter den Erwartungen. Wir glauben aber nicht, dass die EZB sehr besorgt ist. Ein gewisses Maß an Rauschen ist in den Quartalszahlen normal. Ohnehin dürfte, falls das Q1 BIP um ein Zehntel nach oben revidiert wird – wie es derzeit aussieht – dies die leichte Enttäuschung des zweiten Quar-

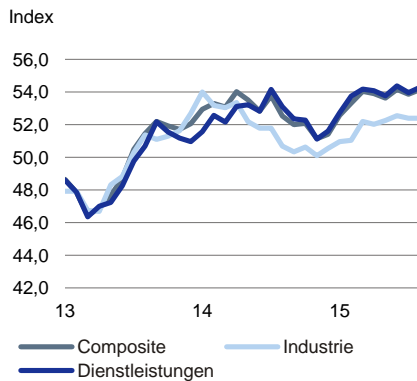
<sup>4</sup> Deutsche Bank Research. Focus Europe. 28. August 2015.





Ausblick Deutschland

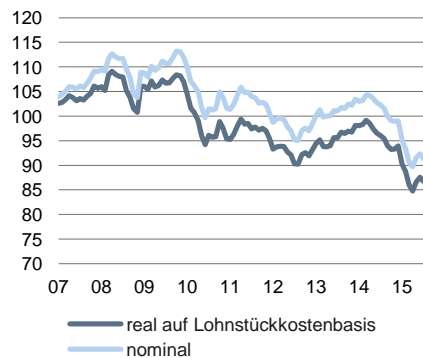
Einkaufsmanagerindex (EWU) 4



Quelle: Markit

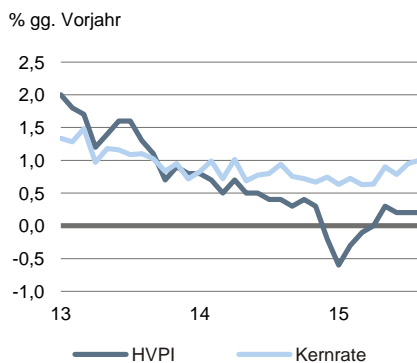
Effektiver Wechselkurs des Euro 5

gg. 38 (real) bzw. 19 (nominal) Handelspartner



Quelle: EZB

EWU: Inflation 6



Quelle: Eurostat

tals kompensieren und das Wachstum im ersten Halbjahr auf Höhe der ursprünglichen Erwartungen halten.

Der Composite PMI ist im August überraschend gestiegen, trotz der Sorgen um eine weitere Verschlechterung in China. Der Index ist damit wieder nahezu auf seinem zyklischen Höhepunkt von Juni. Die Stärke kam vor allem aus dem eher binnenwirtschaftlich orientierten Dienstleistungssektor. Dies deutet auf ein BIP-Wachstum zwischen 0,4% und 0,5% in Q3 hin. Dies würde dann in der Tat bedeuten, dass die Enttäuschung in Q2 ein Rauschen innerhalb einer leicht über der Trendwachstumsrate liegenden Erholung war.

China bereitete der EZB bereits bei ihrem letzten Treffen im Juli Sorgen. Der Einbruch des Aktienmarktes und die RMB-Abwertung werden China noch stärker in den Fokus der kommenden Sitzung rücken. Unsere China Ökonomen halten an ihrer 7%-Wachstumsprognose für 2015 fest. Sie sehen die Ursache der Marktschwankungen in sich verändernden Einschätzungen bezüglich offizieller Unterstützungsmaßnahmen für den chinesischen Aktienmarkt und nicht in einer Neueinschätzung der Fundamentaldaten. Trotzdem ist Vorsicht angebracht, nicht zuletzt aufgrund der vielen indirekten Kanäle, wie zum Beispiel der Rohstoffpreise, anderer globaler Finanzmärkte und des globalen Vertrauens.

Trotz der unveränderten Wachstumsprognosen für China könnten Sorgen über die wirtschaftlichen Aussichten weitere Kapitalabflüsse induzieren. Eine erhebliche Abwertung des RMB könnte die Schwäche anderer EM-Währungen verschärfen. Dies würde es für die EZB schwieriger machen, mit dem aktuellen QE-Programm ihr Inflationsziel zu erreichen.

Derzeit unterstützt die PBoC den Wechselkurs durch den Verkauf von Devisenreserven. Auch dies kann der EZB das Leben schwer machen. Ein deutlicher Rückgang der chinesischen Devisenreserven könnte zu Aufwärtsdruck bei den Renditen von Staatsanleihen in den Industrieländern führen. So zeigt ein aktuelles Working Paper der EZB, dass ausländische Käufe von Staatsanleihen der Eurozone zwischen 2000 und Mitte 2006 – der Periode, die der frühere Fed-Präsident Greenspan als „Anleiherätsel“ (bond conundrum) bezeichnet hat – zu einer Reduktion der langfristigen Zinsen um 155 Basispunkte geführt haben<sup>5</sup>. Dieses Ergebnis passt zu ähnlichen Studien, die den Effekt auf amerikanische Staatsanleihen untersuchten. China und die öllexportierenden Staaten spielten eine wichtige Rolle bei diesen Kapitalflüssen.

In einem risk-off-Umfeld könnte ein Abbau von Devisenreserven einen größeren Effekt auf die Renditen der Peripherieländer haben, während die Kernländer von „safe haven“-Zuflüssen profitieren könnten. Dies würde den Transmissionsmechanismus der Geldpolitik stören und der EZB ihre Aufgabe erschweren. In diesem Falle müsste sich die Antwort der EZB stärker an den Peripherieländern orientieren, beispielsweise durch eine Abkehr von der Orientierung an den Kapitalanteilen der einzelnen Länder bei den Wertpapierkäufen im Rahmen des PSPP.

Die Europäische Zentralbank ist auch mit Blick auf die Inflation vorsichtig. Nach vier Monaten mit negativen Raten ist die Inflationsrate nunmehr seit vier Monaten wieder im positiven Bereich. Aber die Accounts der Juli-Sitzung zeigten, dass die EZB noch nicht bereit ist, eine Trendwende in der Inflation zu attestieren. Zwar identifizierte der Rat einige Signale für einen Anstieg der Inflationsrate, wollte aber noch mehr Daten und Analysen abwarten, speziell in Bezug auf die Löhne, die sich weiterhin schwächer als erwartet entwickeln.

Trotz ihres jüngsten Anstiegs bleibt die Kerninflation niedrig und in der unteren Hälfte des Schwankungsbandes, in dem sie sich seit 2010 bewegt. Bereits im Juli zeigten die Accounts eine gewisse Skepsis bezüglich der Aufwärtskorrektur

<sup>5</sup> Carvalho, D. und Fidora. Capital inflows and euro area long-term interest rates. EZB Working Paper 1798 (Juni 2015).



## Ausblick Deutschland

Marktbasierte Inflationserwartung  
(5y/5y-swap)

7



Quelle: Thomson Reuters

der Inflationserwartungen. Daher dürfte der erneute Rückgang der marktbasier- ten Inflationserwartungen ein Punkt zur Sorge sein.

Trotzdem dürfte der EZB aktuell der unmittelbare Auslöser für eine weitere Lo- ckerung fehlen. Unser *SIREN-momentum* Indikator deutet seit etwa vier Mona- ten stabil auf Wachstumserwartungen von 1,5% für 2015 hin. Allerdings ist auch hier Vorsicht angebracht: Die derzeit verfügbaren Datenpunkte sind noch nicht von dem massiven Anstieg der Finanzmarktvolatilität der letzten Tage beein- flusst worden.

Auf der anderen Seite hat sich die Ölimportrechnung der Eurozone massiv ver- billigt. Im 3. Quartal dürfte wieder ein erheblicher Rückgang der Ölimportpreise zu Buche stehen, der sich ähnlich wie im 1. Quartal in einem höheren realen privaten Verbrauch niederschlagen sollte.

Die in diesem Monat anstehende Aktualisierung der wirtschaftlichen Projektion des EZB-Stabes sollte alleine schon aufgrund der auf Marktdaten basierenden technischen Annahmen bezüglich Energie und Rohstoffpreise zu leichten Ab- wärtsrevisionen der Inflationsprognose für 2015 und 2016 und wohl auch (wenn auch nur um ein Zehntel) für 2017 führen. Auch bei den BIP-Prognosen dürfte es zu Abwärtsrevisionen kommen, die aber marginal ausfallen sollten.

### 3. September: EZB ist bereit zu handeln

Der EZB-Rat dürfte darauf hinweisen, dass er bereit zum Handeln ist, insbeson- dere, wenn es zu einer ungewünschten Verschärfung der monetären Bedingun- gen kommt:

Nach unserer Ansicht könnten die folgenden Punkte Auslöser für eine erneute geldpolitische Aktivität sein:

- Inflationserwartungen fallen auf neue Tiefstände
- Realzinsen springen nach oben
- Deflation
- Verschlechterung der Wachstumserwartungen

Keine dieser Bedingungen ist – zumindest derzeit – erfüllt. Insbesondere die stabilen Wachstumserwartungen unterscheiden die aktuelle Lage von der Situa- tion Ende 2014, die den Weg für QE bereitete.

Unserer Erwartung nach dürfte sich die EZB am 3. September mit verbalen Interventionen weiter Richtung geldpolitischer Lockerung bewegen. Dies bein- haltet eine Wiederholung der Bereitschaft zur vollständigen Umsetzung des QE- Plans und die klare Bereitschaft des gesamten Rats, falls nötig mehr zu tun.

Aber eine lediglich Wiederholung früherer Aussagen könnte den Markt enttäü- schen. Wir erwarten, dass es Mario Draghi gelingen wird, die EZB noch stärker Richtung zusätzlicher Lockerungen zu positionieren. Beispielsweise könnte er über eine intensive Diskussion über eine Ausweitung von QE in der Sitzung berichten und dann darauf hinweisen, dass der Rat noch mehr Informationen braucht, um die aktuelle Phase verschärfter Bedingungen an den Finanzmärk- ten und den Einfluss der Entwicklung in China auf das Wachstum der Eurozone abzuschätzen.

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

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



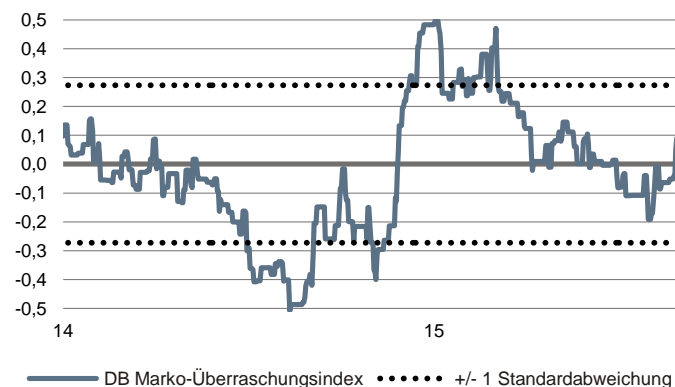
Ausblick Deutschland

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>6</sup>

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen

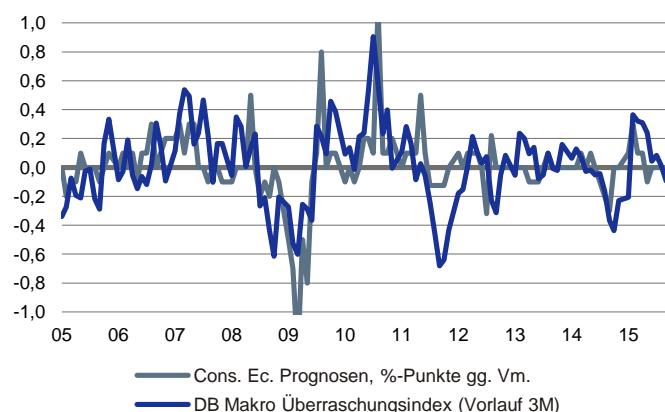


Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

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
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	7 2015	14.07.15	63,9	60,0	3,9	0,4	0,7
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	6 2015	14.07.15	0,3	0,3	0,0	0,3	0,3
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
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	6 2015	31.07.15	-2,3	0,3	-2,6	-1,7	0,1
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	7 2015	03.08.15	51,8	51,5	0,3	0,3	0,7
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	7 2015	05.08.15	53,8	53,7	0,1	0,2	0,6
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	6 2015	06.08.15	2,0	0,3	1,7	0,7	0,7
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	6 2015	07.08.15	24,4	16,0	8,4	2,2	1,0
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	6 2015	07.08.15	-1,4	0,3	-1,7	-1,4	0,1
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	8 2015	11.08.15	25,0	31,9	-6,9	-0,8	0,2
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	8 2015	11.08.15	65,7	64,2	1,5	0,1	0,5
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	7 2015	13.08.15	0,2	0,2	0,0	0,3	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	8 2015	21.08.15	53,6	53,6	0,0	0,0	0,5
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	8 2015	21.08.15	53,2	53,2	0,0	0,0	0,5
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	6 2015	25.08.15	0,4	0,4	0,0	-0,1	0,4
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	8 2015	25.08.15	108,3	107,6	0,7	0,4	0,7
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	7 2015	27.08.15	-1,7	-1,4	-0,3	0,1	0,5
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	8 2015	28.08.15	0,2	0,1	0,1	0,8	0,8

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

<sup>6</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



## Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
3. Sep.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	EZB-Präsident Draghi dürfte wiederholen, dass eine Ausweitung des laufenden Programms der Anleihekäufe wahrscheinlicher ist als vorzeitige Begrenzungen.
4. Sep.	G20-Finanzminister und Notenbankgouverneure, Ankara	Voraussichtl. 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. diesbezügl. 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 u. internationaler Finanzmärkte, (möglicherweise) Entwicklung der Wechselkurse.
22. Okt.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz, Malta	Keine Änderungen des laufenden Programms der Anleihekäufe zu erwarten.
9./10. Nov.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Debatten über Herbst-Prognosen der Kommission, Griechenland u.a.

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
4. Sep. 2015	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Juli	-0,5	2,0
7. Sep. 2015	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Juli	1,5	-1,4
8. Sep. 2015	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Juli	23,2	22,1
8. Sep. 2015	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juli	1,6 (5,4)	-1,1 (7,7)
8. Sep. 2015	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juli	1,3 (5,1)	-0,8 (2,4)
23. Sep. 2015	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	September	52,0	53,2
23. Sep. 2015	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	September	53,4	53,6
24. Sep. 2015	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	September	108,0	108,3
29. Sep. 2015	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	August	-1,1 (-2,7)	-0,7 (-1,7)
29. Sep. 2015	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	September	-0,1 (0,1)	0,0 (0,2)
13. Nov. 2015	8:00	Reales BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q3 2015	0,4	0,4

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	1,35	0,05
Sep 15	0,375	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,35	0,05	1,00	1,50	1,35	0,05
Mrz 16	0,875	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,35	0,05	1,00	1,50	1,35	0,05
Jun 16	1,125	0,10	0,05	0,75	-0,75	-0,35	0,05	1,00	1,50	1,35	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,26	0,15	-0,03	0,59
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	2,19	0,34	0,73	1,82
Sep 15	2,25	0,50	0,70	2,05
Mrz 16	2,50	0,60	1,00	2,35
Jun 16	2,75	0,65	1,10	2,55

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,12	121,12	0,73	0,65	1,08	9,51	7,46	9,34	4,22	314,80	27,04
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	Mrz 2015	Apr 2015	Mai 2015	Jun 2015	Jul 2015	Aug 2015
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	106,6	104,7	107,2	108,2		107,9	108,7	108,5	107,5	108,0	108,3
ifo Geschäftserwartungen	101,9	100,4	102,7	102,9		103,9	103,5	103,0	102,1	102,3	102,2
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	102,7	100,0	102,8	104,0		103,8	104,6	104,3	103,0	103,2	103,0
Produktion (% gg. Vp.)	0,0	0,8	0,5	0,1		-0,4	0,6	0,2	-1,4		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,3	1,4	-1,5	3,1		1,1	2,2	-0,3	2,0		
Grad der Kapazitätsauslastung	83,8	84,1	84,5	84,3	84,2						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	0,4	1,3	1,1	-0,7		2,3	-0,9	0,6	-2,5		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-2,6	-0,1	8,3	-5,1		-2,3	-4,7	4,9	-4,3		
ifo Bauhauptgewerbe	120,3	120,4	118,7	119,9		117,9	119,5	119,8	120,4	120,0	120,9
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	1,0	-1,2	1,0	3,0		3,2	3,3	3,0	2,8	1,4	0,7
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,3	1,2	1,7	-0,2		-0,8	0,9	0,2	-1,8		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	4,1	2,7	6,4	4,2		9,0	6,3	-6,7	12,9	7,4	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	3,4	0,9	-3,3	5,9		-1,4	5,7	0,3	4,8		
Exporte (% gg. Vp.)	2,6	1,4	0,6	3,6		0,9	1,8	1,6	-1,1		
Importe (% gg. Vp.)	0,7	0,6	1,2	1,5		1,7	-0,3	0,7	-0,8		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	57,6	60,3	59,2	66,2		19,5	21,5	22,6	22,1		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,7	6,6	6,5	6,4		6,5	6,4	6,4	6,4	6,4	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-4,3	-38,0	-45,3	-25,7		-14,0	-8,0	-4,0	1,0	9,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,9	0,8	0,6	0,4		0,5	0,4	0,4	0,4		
ifo Beschäftigungsbarometer	106,5	106,4	107,7	108,0		108,1	108,0	108,2	107,8	107,2	108,3
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	0,8	0,4	-0,2	0,3		0,1	0,3	0,7	0,1	0,1	0,1
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,2	1,1	1,0	1,1		1,0	1,1	1,4	0,9	0,9	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-0,8	-1,2	-2,0	-1,4		-1,7	-1,5	-1,3	-1,4	-1,3	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-1,8	0,9	2,3	-0,5		3,4	0,5	-0,3	-1,6	-2,4	
Ölpreis (USD)	102,0	76,4	55,1	63,7		56,8	61,6	65,7	63,7	56,9	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	13,4	8,6	0,5	6,1		1,7	2,1	8,3	7,8	7,0	1,0
EC Unternehmensumfrage	4,2	2,1	-0,4	1,5		0,1	0,4	0,9	3,2	2,0	-0,1
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	2,1	1,7	1,8	1,7							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,6	2,5	3,1							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,5	1,8	2,4	2,7							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	4,7	4,8	7,2	7,6		7,2	7,2	7,2	7,6	8,0	
Trend von M3*						6,9	7,2	7,3	7,6		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	1,4	1,7	2,6	2,1		2,6	1,8	2,2	2,1		
Kredite an öffentliche Haushalte	5,9	12,6	32,3	12,2		32,3	27,1	24,9	12,2		

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

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



## Ausblick Deutschland

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

- ▶ Risse im Fundament? .....3. August 2015
- ▶ Höhere Inflationsraten trotz gedämpfter Kerninflation ..... 29. Juni 2015
- ▶ Reduzierte BIP-Prognose – Binnenkonjunktur aber intakt..... 1. Juni 2015
- ▶ Deutsches Sparverhalten vor QE-Herausforderungen .....30. April 2015
- ▶ Kräftiger Gegenwind für deutsche Exportwirtschaft trotz Euroabwertung .....30. März 2015
- ▶ Höheres Wachstum und Löhne, Sparer weiter vorsichtig.....2. März 2015
- ▶ Deutsches BIP nach Öl, EUR und EZB ..... 2. Februar 2015
- ▶ 2015: Konjunkturerholung mit Risiken .....6. Januar 2015
- ▶ Strukturelle Verlangsamung des Welthandels belastet deutsches BIP-Wachstum ..... 2. Dezember 2014
- ▶ Weitere Enttäuschungen ..... 5. November 2014

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 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