



# Ausblick Deutschland

## Verstärkte Binnendynamik im Jahr 2016

16. Dezember 2015

### Autoren

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

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

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

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

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

### Editor

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Fax: +49 69 910-31877

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

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

Die deutsche Konjunktur war im Jahresverlauf 2015 äußerst stabil, obwohl der volatile Nachrichtenfluss von Ölpreisschock, Euro-Wechselkursabwertung, „Dieselgate“ bis hin zur Flüchtlingskrise anderes vermuten lassen könnte. Gestützt auf ein 15-Jahreshoch beim privaten Konsumwachstum legte die Wirtschaftsleistung auf Jahressicht wie bereits im Jahr 2014 um gut 1 ½% zu.

Die Konjunktur dürfte sich im Jahr 2016 bei recht stabilem Jahresverlauf auf knapp 2% beschleunigen. Aufgrund des anhaltend blutleeren Welthandels, der geringen Dynamik in wichtigen Schwellenländern und der weniger kräftigen Euro-Abwertung dürfte der Außenhandel nicht mehr zum Wachstum beitragen. Insbesondere in H1 2015 konnte sich der deutsche Export noch – dank hoher Nachfrage aus den USA – vom nahezu stagnierenden Welthandel absetzen. Darunter werden wahrscheinlich auch die Ausrustungsinvestitionen leiden. Der private Konsum sollte hingegen bei etwa gleichbleibendem Wachstumstempo und gestützt auf eine solide Arbeitsmarktentwicklung der wichtigste Wachstumspfeiler bleiben.

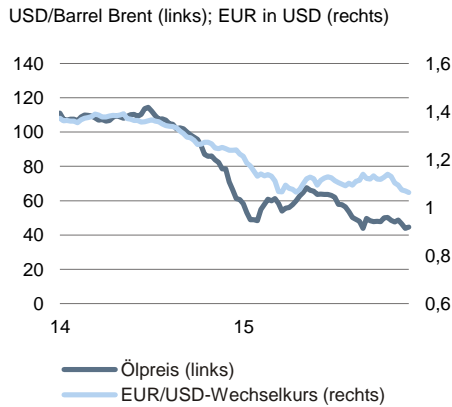
Der Staatsverbrauch wird angesichts des fortgesetzten Flüchtlingszustroms und der daraus resultierenden Ausgaben expansiv bleiben. Letzterer könnte neben höheren Infrastrukturinvestitionen ebenfalls die Bauinvestitionen anregen. Die Staatsfinanzen dürften dadurch zwar unter Druck kommen. Dank der hervorragenden Ausgangssituation bleibt ein ausgeglichener Haushalt aber möglich. Wenn die Integration der Flüchtlinge in den Arbeitsmarkt gelingt, bietet die Flüchtlingskrise auf mittlere Sicht für das alternde Deutschland eine Chance. Dazu bedarf es aber neben massiven Investitionen in das Humankapital der Flüchtlinge eines Aufbrechens der immer stärker verkrustenden und die Wirtschaftsdynamik bremsenden Strukturen in Deutschland. Hier könnten die Herausforderungen der Flüchtlingskrise einen willkommenen Katalysator liefern.

| Inhaltsverzeichnis                              | Seite |
|---|-------|
| Konjunktur 2015: Konsumboom.....                | 2     |
| Prognosetabellen.....                           | 13    |
| DB Makro-Überraschungsindex<br>Deutschland..... | 14    |
| Eventkalender.....                              | 15    |
| Datenkalender .....                             | 16    |
| Finanzmarktprognosen .....                      | 17    |
| Datenmonitor .....                              | 18    |



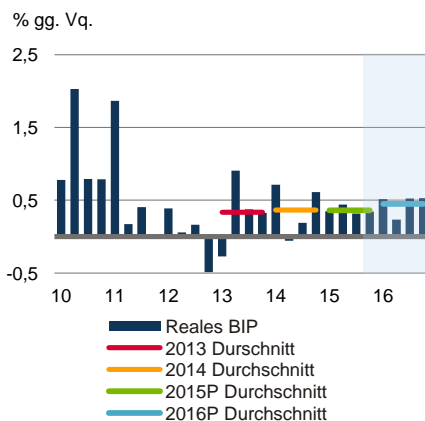
## Konjunktur 2015: Konsumboom

### EUR/USD-Wechselkurs und Ölpreis 1



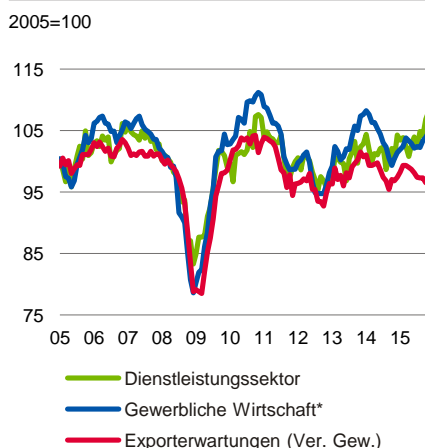
Quellen: Deutsche Bank Research, Bloomberg Finance LP

### Reales BIP-Wachstum 2



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### ifo-Geschäftserwartungen 3



\* Ver. Gew., Bau, Einzel- und Großhandel

Quelle: ifo

Das Wirtschaftsjahr 2015 war dominiert von einer Vielzahl an Themen. Der Beginn des Jahres war geprägt von den positiven Auswirkungen des massiven Ölpreisverfalls und der markanten Abwertung des Euro gegenüber dem USD auf den privaten Konsum bzw. die deutschen Exporte. Darauf folgte eine neue Episode in der Griechenlandkrise mit langwierigen Verhandlungen mit der neuen griechischen Regierung über ein drittes Rettungspaket. Diese erreichten ihren Höhepunkt, als ein Strategiepapier des deutschen Finanzministers bekannt wurde, in dem ein temporärer Exit Griechenlands aus dem Euro-Währungsgebiet als eine Option diskutiert wurde. Im Herbst gerieten Risiken für das Wachstum in den Schwellen- und Entwicklungsländern und das „Dieselgate“ rund um die Volkswagen AG in das Zentrum der Aufmerksamkeit. Diese ließen große Sorgen um die Aussichten für die exportabhängige deutsche Industrie aufkommen. Zudem nahm die Flüchtlingskrise im Verlaufe des zweiten Halbjahres neue Dimensionen an und stellte Deutschland vor außergewöhnliche Herausforderungen.

Trotz des turbulenten Nachrichtenflusses wuchs das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) in jedem Quartal des Jahres 2015 mit 0,3-0,4% gegenüber Vorquartal, was aufs Jahr hochgerechnet einem leicht über dem Trend liegenden Wachstum von rund 1 ½% entspricht. Damit stellten die letzten zwei bis drei Jahre eine außergewöhnlich lange Periode mit stabilem Wachstum dar und ließen Deutschland seine Rolle als Stabilitätsanker in Europa fortsetzen.

Das robuste Wachstum der deutschen Wirtschaft ging im Jahr 2015 wie im Vorjahr vor allem auf die Binnenwirtschaft zurück. Dabei erreichte der private Konsum mit einem realen Plus von etwa 2% den mit Abstand höchsten Wert seit dem Jahr 2000. Getragen wurde diese Entwicklung vom anhaltend robusten Beschäftigungsaufbau und einem soliden realen Lohnplus, das durch die Einführung des Mindestlohns zu Beginn des Jahres und den Ölpreisverfall verstärkt wurde. Dagegen blieben die Bauinvestitionen trotz des sehr günstigen Umfelds hinter den Erwartungen zurück, weil schwache öffentliche und gewerbliche Investitionen das solide Wachstum bei den Wohnbauten teilweise kompensierten.

Die deutsche Exportwirtschaft erlebte ein gespaltenes Jahr. Auf Jahressicht steht zwar ein kräftiges Plus von real fast 6% zu Buche. Allerdings war dies vor allem dem kräftigen Jahresanfang 2015 zu verdanken. Die wirtschaftliche Erholung in Europa und die zum Teil wechselkursgetriebene Nachfragedynamik aus den USA waren die wichtigsten Treiber der anfänglichen Exportstärke. Im Verlaufe des dritten Quartals 2015 häuften sich jedoch die Rückschläge. So ließ die Wirkung der EUR-Abwertung nach, was die deutschen US-Exporte von einem hohen Niveau aus dämpfte. Auch die Nachfrage aus den asiatischen Schwellenländern war rückläufig. Dies hinterließ auch Spuren bei den deutschen Ausüstungsinvestitionen, die in der zweiten Jahreshälfte deutlich an Tempo verloren.

Unter dem Strich erreichte die deutsche Wirtschaft 2015 wie im Vorjahr ein Wachstum von gut 1 ½%.

## Ausblick 2016: Binnendynamik vs. Exportabschwächung

Die deutsche Wirtschaft könnte im Jahr 2016 mit knapp 2% noch etwas schneller wachsen als im Vorjahr. Getrieben von den Dienstleistungssektoren hat sich die Konjunkturstimung Ende 2015 aufgehellt. Der ifo-Dienstleistungsindex erreichte im vierten Quartal 2015 einen historischen Höchststand. Der private

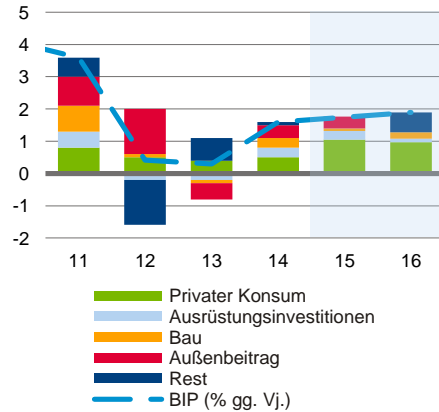


## Ausblick Deutschland

### Wachstumsbeiträge zum BIP

4

Wachstumsbeitrag zum realen BIP-Wachstum  
gg. Vorjahr, %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Konsum dürfte damit 2016 erneut den größten Wachstumsbeitrag liefern. Zwar dürfte die reale Kaufkraft durch leicht steigende Ölpreise etwas gedämpft werden – nach erheblichen Gewinnen im Vorjahr. Der Arbeitsmarkt sollte sich jedoch weiterhin robust entwickeln. Zudem dürften die staatlichen Ausgaben für die Versorgung der zahlreichen Flüchtlinge den Konsum stützen. Darüber hinaus sollte der Lagerabbau der Unternehmen zum Ende kommen. Unsere Prognose einer nur moderaten Eintrübung des Exports besitzt Abwärtsrisiken, falls der Welthandel erneut hinter den ohnehin moderaten globalen Wachstumsausichten zurückbleibt. Die deutsche Industrie ist diesem Risiko in besonderem Maße ausgesetzt. Die zuletzt weiter niedrigen Exporterwartungen des Sektors spiegeln dies wider.

### Politik vor großen Herausforderungen

Die deutsche Konjunktur steht auf einem soliden Fundament. An dieser Einschätzung hat sich bis zuletzt nichts geändert. Die positiven Weichenstellungen, auf denen diese Erfolge basieren, liegen inzwischen aber viele Jahre zurück. Reformen wurden teilweise wieder zurückgedreht. Vor allem die erreichte Flexibilität am Arbeitsmarkt wurde wieder eingeschränkt. Nicht zuletzt wegen der immer näher rückenden demografischen Belastungen wäre jedoch eine Reformagenda 2020 von Nöten, die auch helfen könnte, die schwache Investitionstätigkeit zu beleben.

Die von der Politik richtigerweise angestrebte schnelle Integration der extrem hohen Zahl an Flüchtlingen verstärkt diesen Bedarf deutlich. Mehr statt weniger Flexibilität am Arbeitsmarkt, in der öffentlichen Verwaltung und in den Unternehmen wird nötig sein, um diese Herausforderung zu bewältigen. Bislang stehen bei der Politik allerdings das Dämpfen des Flüchtlingszustroms und die kurzfristige Unterbringung der schon in Deutschland befindlichen Flüchtlinge im Vordergrund. Ein Kraftakt aller Beteiligten wird nötig sein, um die demografische Chance, die mit der derzeit hohen Zuwanderung nach Deutschland verbunden ist, zu nutzen. Sollten diese Anstrengungen unterbleiben, würden Verteilungskonflikte zunehmen und anhaltend hohe Staatsausgaben folgen.

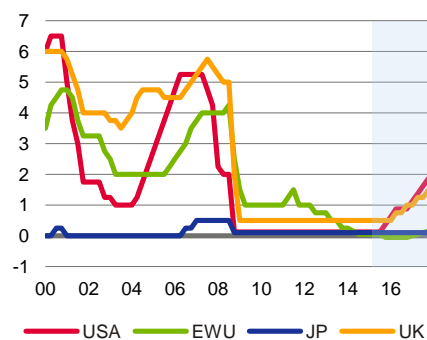
## Internationales Umfeld 2016

### Globales Wachstum: Ohne Lokomotive

### Leitzinsen wichtiger Zentralbanken

5

Leitzinssatz, %

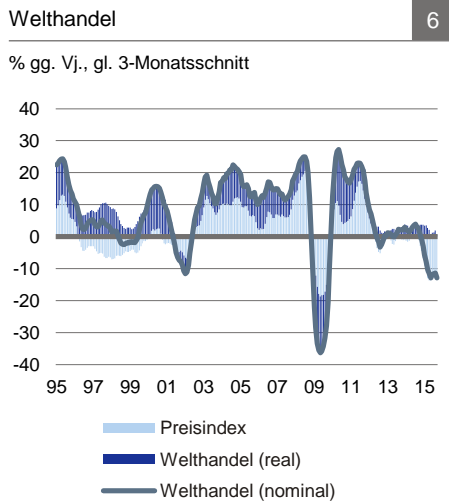


Quelle: Deutsche Bank Research

Das Wachstum der Weltwirtschaft könnte 2016 von gut 3% auf knapp 3 ½% zulegen. Damit würde gerade einmal das Tempo der Jahre 2013 und 2014 erreicht und die Weltwirtschaft bliebe weiterhin deutlich hinter den Raten der Vorkrisenjahre zurück. Zudem fehlt eine eindeutige Lokomotive. Die großen Wirtschaftsräume Eurozone und Asien dürften 2016 wohl mit etwa dem gleichen moderaten Tempo wie im Vorjahr wachsen. In den USA könnte sich das Wachstum auf gut 2% etwas verlangsamen. Die Binnenwirtschaft und insbesondere der Konsum sollten dort angesichts einer Arbeitslosenquote von rund 5% robust genug sein, um die angestrebte graduelle Zinsnormalisierung durch die US-Zentralbank nach über sieben Jahre mit Nullzinspolitik und QE zu verkraften. Angesichts der anhaltend extrem akkommodierenden Geldpolitik in anderen Regionen der Welt dürfte dies jedoch zu weiterem Aufwertungsdruck für den USD führen und die US-amerikanische Exportwirtschaft schwächen, was das Wachstum spürbar dämpfen sollte. Die Zentralbank wird daher voraussichtlich mit äußerster Vorsicht vorgehen.



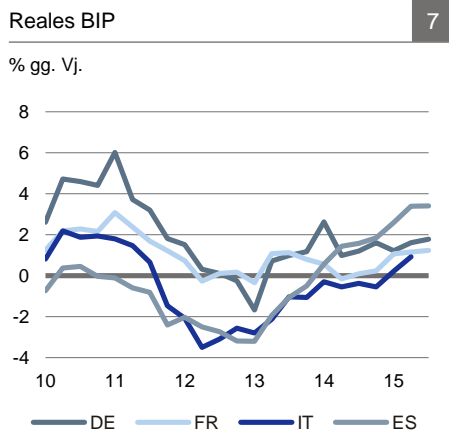
Ausblick Deutschland



Quellen: Deutsche Bank Research, CPB

Die asiatischen Schwellen- und Entwicklungsländer könnten 2016 wie im Vorjahr um gut 6% expandieren. Das wäre nur geringfügig über der Wachstumsrate im Krisenjahr 2009 und weit von jenen in den Vorkrisenjahren entfernt. Die Region dürfte angesichts ihres export-/industrietriebenen Wachstumsmodells vor allem durch den schwachen Welthandel gedämpft werden. Der Welthandel wuchs 2015 nur um real etwa 2% im Vergleich zu gut 3% im Schnitt der drei Vorjahre und zu gut 7% von 2000-2007. China dürfte für die Wachstumsverlangsamung in Asien der prägende Faktor sein. Chinas Wirtschaft befindet sich in einer Phase strukturell sinkender Wachstumsraten, da ein gewisser Entwicklungsstand erreicht ist und die Regierung vom ressourcenintensiven hin zu einem stärker konsum- und dienstleistungsorientierten Wachstum umschwenkt. Umstritten ist, wie schnell das Wachstum zurückgeht. Vielfach diskutiert wird die These des „hard landing“ – einer rapiden Wachstumsverlangsamung. Wir nehmen an, dass das Wachstum 2016 nach 7% im Vorjahr nur langsam auf gut 6,5% zurückgeht und auch in den Folgejahren kein „hard landing“ droht. Nicht zuletzt durch die schwächere chinesische Nachfrage werden die globalen Rohstoffpreise stark gedämpft und das Wachstum der globalen Rohstoffproduzenten in Mitleidenschaft gezogen. Brasilien und Russland sind Beispiele dafür, wobei politische Entwicklungen dort zusätzlich schwächen.

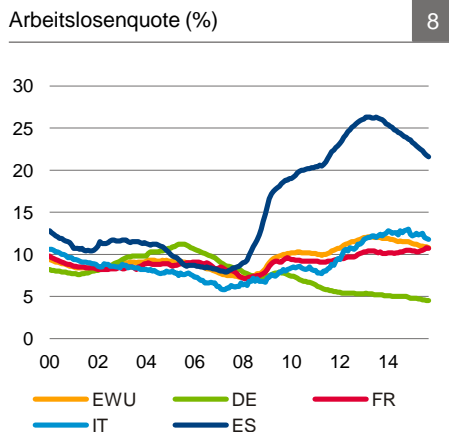
Das in unserer Prognose etwas höhere globale Wachstum im Jahr 2016 geht darauf zurück, dass sich in Japan eine weitere konjunkturelle Erholung einstellt, nachdem es 2015 in eine seichte und kurze Rezession gefallen war. Zudem sollte sich die konjunkturelle Lage in Russland, der Ukraine und Brasilien allmählich stabilisieren. Diese Länder waren 2015 in eine tiefe Rezession gefallen. Dies war einer der Hauptgründe dafür, dass sich das globale Wachstum 2015 etwas verringert haben dürfte.



Quelle: Eurostat

**Eurozone: Reformmangel belastet weiter**

Die Eurozone wuchs 2015 mit etwa 1 ½% in etwa genauso stark wie Deutschland und damit deutlich stärker als 2014 (knapp 1%) und als wir noch Anfang 2015 erwartet hatten. Vor allem im ersten Quartal 2015 war das Wachstum mit +0,5% qq. Vq. so stark wie seit Anfang 2011 nicht mehr. In den Folgequartalen schwächte sich das Wachstum wieder etwas ab. Am Anfang des Jahres machten sich wie bei Deutschland die positiven Effekte des Ölpreiseinbruchs auf den Konsum und der EUR-Abwertung auf die Exporte bemerkbar. Hinzu kam, dass die Fiskalpolitik 2015 keine weiteren Bremseffekte verursachte, sondern leicht stimulierend wirkte. Die Wirkung dieser Treiber dürfte 2016 jedoch deutlich nachlassen oder sich sogar leicht umkehren. Zudem gab es 2015 insgesamt nur moderate Fortschritte bei Strukturreformen, die wohl nicht ausreichen dürften, um eine weitere Beschleunigung der wirtschaftlichen Erholung in der Eurozone zu befeuern. Damit bleibt die Erholung insgesamt moderat und weiterhin stark von der Geldpolitik geprägt. Eine weitere Normalisierung der Arbeitslosenquoten insbesondere in den vormaligen Krisenländern wird daher noch viel Zeit in Anspruch nehmen. Wir erwarten für 2016 ein in etwa gleichbleibendes BIP-Wachstum von gut 1 ½%. Spanien mit knapp 3% und Irland mit 3 ½% BIP-Wachstum dürften am stärksten wachsen, auch wenn sie damit nicht ganz an die hoch dynamische zyklische Erholung des Vorjahres anknüpfen können. Frankreich und Italien dürften wie auch Österreich und Belgien mit jeweils rund 1 ½% wachsen. Dämpfend dürfte dagegen vor allem Griechenland wirken. Trotz der Kapitalverkehrskontrollen und der politischen Turbulenzen um das dritte Rettungspaket fiel Griechenlands Rezession im Jahr 2015 allerdings wohl viel weniger ausgeprägt aus, als zwischenzeitlich befürchtet. Im Verlaufe von 2016 sollte sich das Land wieder langsam aus der Rezession herausarbeiten.



Quelle: Eurostat



## Deutschland: Weiter Stabilitätsanker

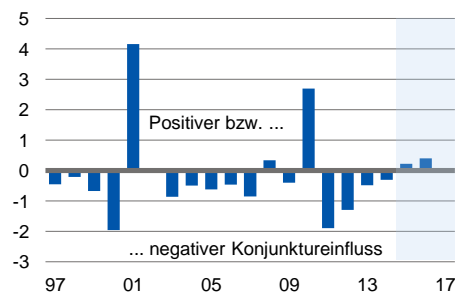
Mit dem von uns erwarteten Wachstum von knapp 2% wird Deutschland im Jahr 2016 erneut schneller als die Eurozone insgesamt wachsen. Unter den großen Ländern der Währungsunion dürfte nur Spanien schneller wachsen. Deutschland bliebe damit der wichtigste Stabilitätsanker für die europäische Erholung.

## Wirtschaftspolitische Annahmen

### Fiskalischer Impuls

9

Veränderung des strukt. Budgetsaldos, % BIP

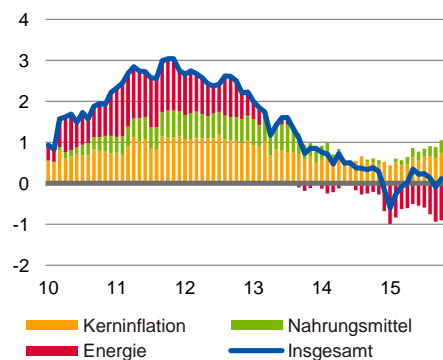


Quellen: Deutsche Bank Research, EU-Kommission

### Inflation Eurozone

10

Beitrag zur Gesamtinflation, %-Punkte

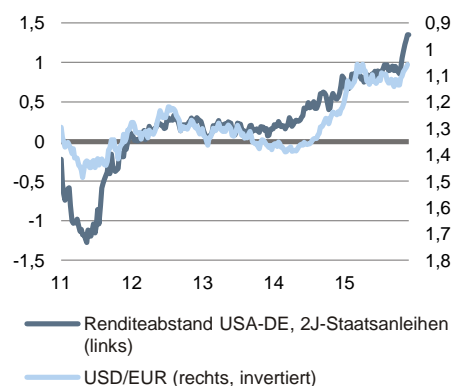


Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

### Renditeabstand & EUR/USD-Wechselkurs

11

%-Punkte (links); EUR in USD (rechts)



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

## Fiskal- und Geldpolitik mit weiterer Lockerung

Unsere Wachstumsprognose basiert auf der Annahme, dass sowohl von der Geldpolitik und vor allem der Fiskalpolitik im laufenden Jahr positive Effekte auf das deutsche Wirtschaftswachstum ausgehen. So dürfte der strukturelle Budgetsaldo des gesamten öffentlichen Sektors, d.h. der Budgetsaldo unter Ausschuss der durch die Konjunktur verursachten Effekte, ein leichtes Defizit verzeichnen, nachdem im Schnitt der zwei Vorjahre noch ein moderater Überschuss i.H.v. knapp ½% des BIP erreicht wurde. So wird das Rentenpaket der Bundesregierung 2016 seine volle Budgetwirkung entfalten, eine kräftige Rentenerhöhung zur Jahresmitte die Rentenkasse belasten und die Bewältigung des Flüchtlingszustroms viel Geld kosten. Die fiskalischen Bremseffekte der Vorjahre kehren sich derzeit also zu einem fiskalischen Stimulus um, der nur in Krisen Jahren wie 2009 und 2001 größer ausfiel.

## Geldpolitik: „As quickly as possible“

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) wird im Prognosezeitraum noch einmal expansiver ausfallen als in den Vorjahren. Zwar wuchs die Eurozone im Verlaufe von 2015 recht robust und die Inflation scheint ihren Tiefpunkt durchschritten zu haben, nachdem in den Vorjahren noch eine merkliche Disinflation vorgelegen hatte. Dazu trugen sowohl eine leicht beschleunigte Kerninflation, die in Q4 2015 bei rund 1% lag, als auch stärker steigende Nahrungsmittelpreise bei. Nur die Energiepreisentwicklung wirkte weiterhin dämpfend auf die Gesamtinflation. Zudem fielen die Kreditzinsen auf breiter Front. Außerdem belebte sich die Kreditvergabe an Unternehmen und vor allem an Haushalte. All dies dürfte die EZB als positive Auswirkungen ihrer Politik verbucht haben.

Dennoch wurde Ende 2015 aus „whatever it takes“ – den berühmt gewordenen Worten des EZB-Präsidenten Mario Draghi aus dem Jahr 2012, mit denen er versprach, alles für den Erhalt der Währungsunion zu tun – „as quickly as possible“. So versprach Draghi in einer Rede in Frankfurt im November 2014, alles Nötige zu tun, um die Inflation so schnell wie möglich in Richtung 2% zu bringen. Mit den Sorgen um die mittelfristigen Inflationsaussichten begründete die Mehrheit des EZB-Rats im Dezember 2015 eine weitere Senkung des Einlagezinses auf -20 Bp. und eine Verlängerung des quantitativen Lockerungsprogramms (QE) um sechs Monate bis mindestens März 2017.

## Niedrigzinsumfeld bleibt bestehen

Daher rechnen wir damit, dass die EZB ihren Leitzins wohl bis weit in das Jahr 2018 hinein auf dem jetzigen Niveau halten wird. Damit dürfte das Zinsniveau insbesondere am kurzen Ende sehr niedrig bleiben. Ende 2015 wurden bspw. deutsche Staatsanleihen mit bis zu 7 Jahren Laufzeit zweitweise negativ ver-

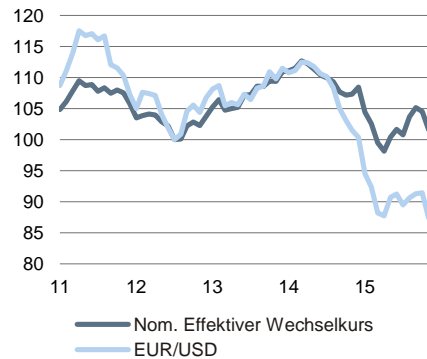


## Ausblick Deutschland

### EUR-Wechselkurse

12

Nominaler effektiver Wechselkurs ggü. 38 Währungen, und USD, Juli 2012=100



Quelle: EZB

zinst. Selbst Staatsanleihen mit 10 Jahren Laufzeit rentierten nur bei etwa ½%. Steigende Renditen in den USA dürften zwar über den internationalen Zinszusammenhang die europäischen Renditen etwas nach oben ziehen, der Anstieg sollte sich aber in engen Grenzen halten. Für Ende 2016 sehen wir ein Renditeniveau für 10jährige deutsche Bundesanleihen von etwa 1%.

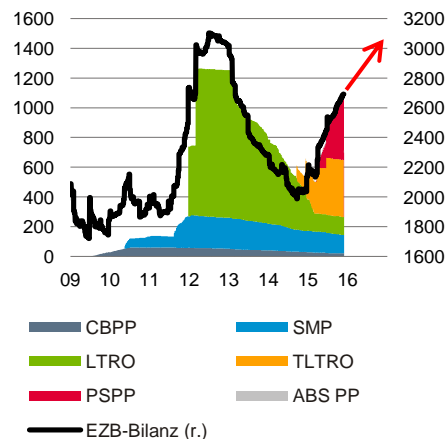
### Euro noch stärker unter Druck

Einer der Wirkungskanäle der EZB-Geldpolitik ist der Wechselkurs. Zwar ist der Wechselkurs für die EZB, im Gegensatz zu Zentralbanken mancher Schwellen- und Entwicklungsländer, kein geldpolitisches Ziel. Jedoch dürfte eine Abwertung der Gemeinschaftswährung willkommen sein, da so die Exporte gestützt und die Inflation über „importierte Inflation“ angetrieben werden sollten. Die kräftige Abwertung des EUR gegenüber dem USD von zwischenzeitlich über 20% im Jahr 2015 spiegelte sich in einer gestärkten Güterpreis-inflation wider insbesondere bei langlebigen Gebrauchsgütern, die vielfach aus dem nicht europäischen Ausland eingeführt werden.

### EZB: Geldpolitische Maßnahmen

13

EUR Mrd.



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Wir erwarten, dass der EUR gegenüber dem USD im Verlaufe von 2016 die Parität erreicht. Angesichts unserer Prognose, dass die amerikanische Notenbank die Zinsen langsam anhebt und die EZB das „geldpolitische Pedal“ durchgetreten lässt, könnte die Divergenz zwischen diesen Notenbanken sogar eine noch weitere Abwertung nach sich ziehen. Zuletzt wiesen der Abstand zwischen den deutschen und US-amerikanischen Zinsen für 2jährige Staatsanleihen und der EUR/USD-Wechselkurs einen recht guten Gleichlauf auf. Ende 2016 könnte der EUR/USD-Wechselkurs bei 0,9 liegen. Im zweiten Quartal 2014 lag der Kurs noch bei knapp 1,40 und fiel in der Folge rapide auf ein zwischenzeitliches Tief von etwa 1,05 im März 2015. Auch gegenüber anderen Währungen dürfte der EUR weiter abwerten. Die Abwertung sollte allerdings weniger ausgeprägt ausfallen als gegenüber dem USD. Dies war auch 2015 schon der Fall.

### Die Dilemmata der EZB

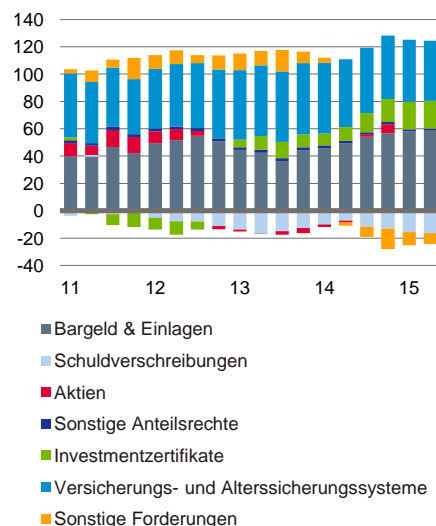
Die Geldpolitik der EZB ist allerdings nicht ohne Risiken und Nebenwirkungen. So hat die EZB Ende 2015 umfangreiche neue Schritte angekündigt, obwohl die Anfang 2015 ergriffenen Maßnahmen wie der Beginn des Anleihekaufprogramms vermutlich noch nicht ihre volle Wirkung entfaltet haben. Geldpolitik entfaltet ihre größte Wirkung üblicherweise mit einer Verzögerung von mehreren Quartalen. Zudem dürfte die Geldpolitik der EZB wie jene der US Fed einem abnehmenden Grenznutzen unterliegen. Das heißt, jede weitere Einheit an geldpolitischer Lockerung hat einen geringeren positiven Einfluss auf die Realwirtschaft bzw. die Inflation. Außerdem steigen potenziell die Risiken für die Finanzmarktstabilität vor allem in den Ländern der Eurozone, deren konjunkturelle Lage eine weniger akkommodierende Geldpolitik erfordern würde. Langfristig könnte es darüber hinaus bei einer exzessiven Ausrichtung der Geldpolitik zu einem Vertrauensverlust kommen.

Nicht nur deutsche Anleger könnten angesichts des Niedrigzinsumfelds in risikoreichere Anlagen gedrängt werden. Dies stellt ein nicht unerhebliches Risiko dar, vor dem nicht zuletzt die Bundesbank in ihrem Finanzstabilitätsbericht regelmäßig warnt. Die Skepsis des Bundesbankpräsidenten gegenüber einer erneuten Ausweitung der Geldpolitik dürfte auch darin gründen. Am Anlageverhalten der deutschen Haushalte hat sich bislang jedoch kaum etwas verändert. Die Ersparnisse fließen weiterhin zum allergrößten Teil in risikoarme Anlagen wie Rentenversicherungen und Spareinlagen. Allenfalls die kräftig gestiegene Kreditaufnahme der Haushalte für die Immobilienfinanzierung könnte ein Warnzeichen sein. Allerdings ist diese bislang nicht hoch genug, um die Verschuldung

### Anlageverhalten deutscher Haushalte

14

Anteil an Geldvermögensbildung, 4Q-Schnitt, %

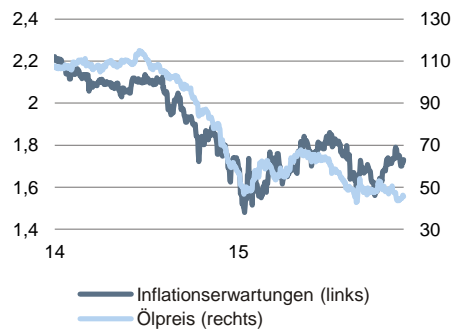


Quelle: Deutsche Bundesbank



Ölpreis und Inflationserwartungen 15

Markimplizite Erwartung für Inflation auf 5J-Sicht, % (links); USD/Barrel Brent (rechts)



Quellen: Bloomberg Finance LP

der Haushalte relativ zu ihren ebenfalls kräftig steigenden Einkommen in die Höhe zu treiben.

Ein weiteres Dilemma besteht durch die von der EZB selbst geweckten Erwartungen. Der Fokus des EZB-Rates auf die Gesamtinflation und die Inflationserwartungen macht die EZB-Politik anfällig für Enttäuschungen und Überreaktionen. So hat sich die Gesamtinflation in der Eurozone bis Ende 2015 entgegen der Erwartungen kaum von der Nulllinie entfernt, da wiederholte Rückgänge des Ölpreises dämpfend wirkten. Dagegen zeigte die Kerninflation, bei der volatile Energie- und Nahrungsmittelpreise außen vor bleiben, moderate Aufwärtstendenzen. Die EZB hat Ende 2015 dennoch gehandelt und dies mit den Sorgen um eine Entankerung der Inflationserwartungen begründet. So könnten Haushalte und Unternehmen aufgrund langanhaltend niedriger Inflationsraten ihre Lohnforderungen bzw. Preiserhöhungen anpassen. Angesichts der bisherigen Reaktionsfunktion der EZB bedeutet dies auch, dass Finanzmarktteilnehmer bei Abweichungen der Preisentwicklungen von den EZB-Prognosen neue Maßnahmen der Zentralbank einpreisen.

Darüber hinaus ist die EZB von anderen Akteuren abhängig. Langfristig kann ein höheres Wirtschaftswachstum der Eurozone nur durch Strukturreformen ermöglicht werden. Trotz einiger Fortschritte zuletzt vor allem auch in Italien ist der Bedarf an weiteren politischen Schritten angesichts der hohen Arbeitslosigkeit weiterhin enorm. Andere Entwicklungen dürften die politische Agenda im Jahr 2016 bestimmen. Dazu gehören Diskussionen über den Austritt Großbritanniens aus der EU, die Gefahr von Terroranschlägen und der große Flüchtlingszustrom. Vor allem letztere könnten bei erneuter Nichteinhaltung der vereinbarten Budgetkonsolidierung als Erklärung herangezogen werden.

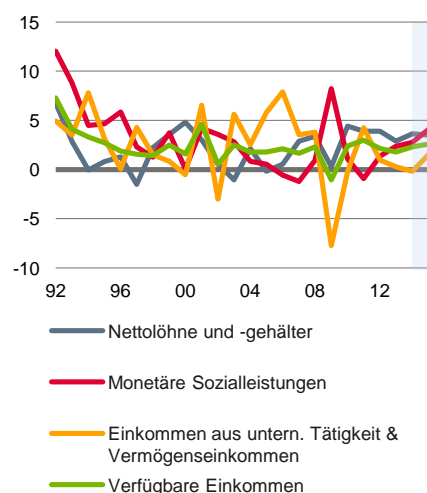
Letztendlich bleibt die EZB der handlungsfähigste Akteur in Europa und dürfte sich weiter gezwungen sehen, die extrem akkommodierende Geldpolitik fortzusetzen und damit Erwägung über die mittelfristigen Auswirkungen zum Beispiel für die Finanzstabilität hintenanzustellen.

## Unsere Erwartungen für Deutschland im Einzelnen

### Privater Konsum: Weiter wichtigste Konjunkturstütze

Verfügbare Einkommen 16

Nominal, % gg. Vj.

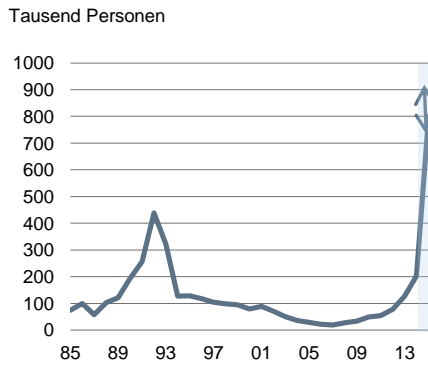


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Mit rund 2% Wachstum ist der private Konsum 2015 so kräftig gewachsen wie seit 15 Jahren nicht mehr. Damit trug der Konsum etwa 60% des gesamtwirtschaftlichen Wachstums. Für deutsche Verhältnisse kann man das durchaus als Boom bezeichnen, auch wenn es im Vergleich mit dem hohen kreditgetriebenen Konsumwachstum in den angelsächsischen und vielen Peripherieländern immer noch eher mau aussieht. Im Jahr 2000 waren es nur gut 40%, da das BIP-Wachstum insgesamt mit 3% merklich höher ausfiel. Das Konsumplus dürfte 2016 erneut der wichtigste Wachstumstreiber sein und um knapp 2% zulegen können. Die grundsätzlichen Stützen dieser Entwicklung dürften intakt bleiben. Das Beschäftigungswachstum sollte robust bleiben, auch wenn es wohl von +3% auf knapp +1/2% abflacht. Das Lohnwachstum, das 2015 durch die Einführung des Mindestlohns Richtung 3% getrieben wurde, dürfte sich auf etwa 2 1/2% moderieren. Einerseits dürfte der schwache Welthandel bei vielen Industriebranchen die Arbeitnehmerverhandlungsmacht dämpfen; andererseits sollte die Binnenkonjunktur robust bleiben und viele Arbeitgeber klagen weiter über einen Mangel an Fachkräften. Von den Unternehmens- und Vermögenseinkommen dürften moderat dämpfende Effekte auf die verfügbaren Einkommen der Konsumenten ausgehen. Die schwache globale Nachfrage, niedrige Preissetzungsmacht und Einmaleffekte dürften die grundsätzlich robuste Entwicklung

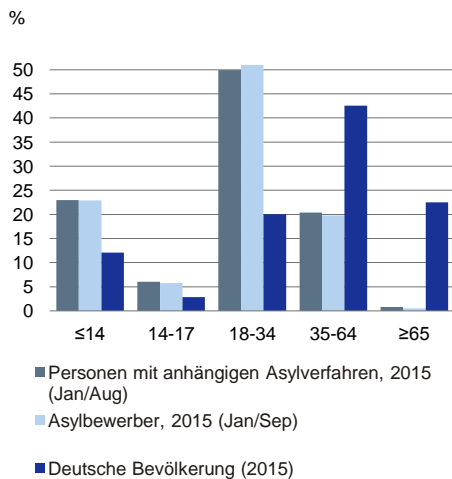


Zahl der Asylbewerber in Deutschland **17**



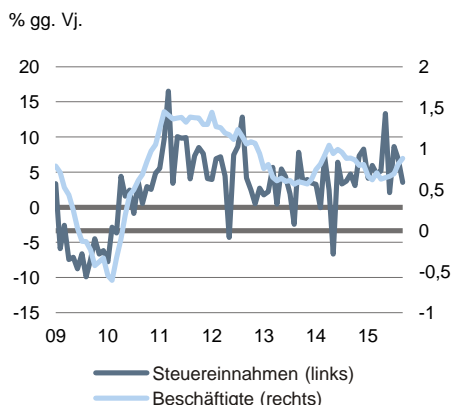
Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Altersstruktur der Flüchtlinge **18**



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Steuereinnahmen und Beschäftigte **19**



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

dämpfen. Die monetären Sozialleistungen werden trotz Rekordtiefe bei der Arbeitslosigkeit wahrscheinlich erneut kräftig treiben. Sie stiegen 2015 auch wegen des Rentenpakets der Bundesregierung, das die Mütterrente und die Rente mit 63 beinhaltet. Im Jahr 2016 dürften eine äußerst kräftige Rentenerhöhung und die sprunghaft steigenden Ausgaben für die Unterbringung und Versorgung von Flüchtlingen zu Treibern werden und einen erneuten Anstieg um etwa 4% mit sich bringen. Insgesamt dürften die verfügbaren Einkommen 2016 mit knapp 3% in der gleichen Größenordnung zulegen wie im Vorjahr, wobei wir die Sparquote in etwa unverändert bei 9 ½% sehen.

Flüchtlingszustrom treibt Zuwanderung auf über 1 Mio.

Die zahlreichen internationalen Krisenherde sorgen für einen massiven Anstieg der Flüchtlingsströme nach Europa, insbesondere nach Deutschland. Der Flüchtlingszustrom, zusammen mit der anhaltenden erhöhten Nettozuwanderung aus Osteuropa, dürfte die Nettozuwanderung nach Deutschland im Jahr 2015 auf den Höchstwert von weit über 1 Million heben. Damit könnte Deutschland unter den OECD-Ländern die USA als traditionell größtes Einwanderungsland ablösen. Vorerst dürfte Deutschland Magnet für Flüchtlinge bleiben und vor die schwierige und mit erheblichen Kosten verbundene Aufgabe stellen, die Flüchtlinge zu integrieren und den Angebotsschock am Arbeitsmarkt abzufedern. Im Jahr 2016 dürfte die hohe Nettozuwanderung für einen positiven Konsumeffekt in Höhe von etwa ½%-Punkt sorgen, was das gesamtwirtschaftliche Wachstum um etwa ¼%-Punkt erhöht.

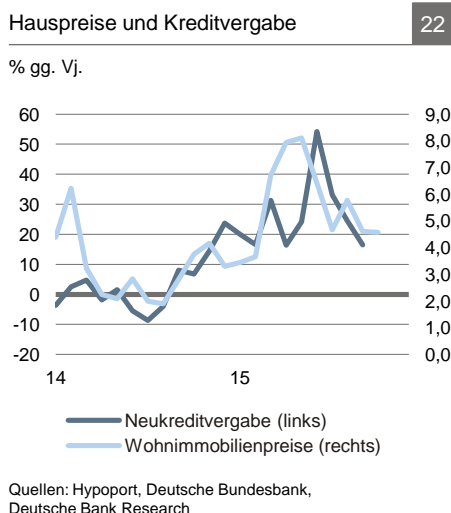
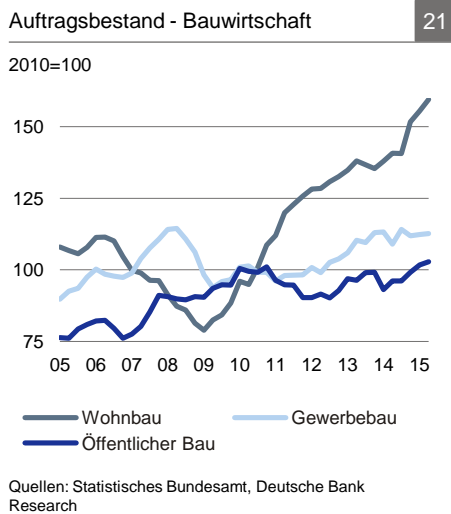
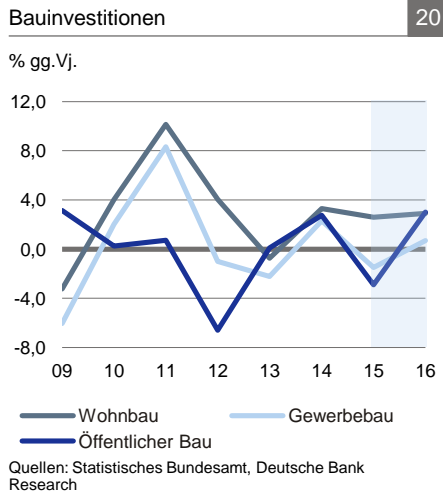
Langfristig sind die Flüchtlinge eine Chance für das alternde Deutschland, in dem Arbeitskräfte knapp werden und die wirtschaftliche Dynamik zu erodieren droht. Ohne Zuwanderung würde das Wirtschaftswachstum in den nächsten 10 Jahren von derzeit im Schnitt etwa 1 ½% auf nur noch ½% p.a. fallen. Die Stabilität der sozialen Sicherungssysteme, insb. das umlagefinanzierte Rentensystem, würde auf die Probe gestellt. Ein Gelingen der Integration bietet in einem hypothetischen Win-Win-Szenario Deutschland die Chance<sup>1</sup>, seine Position als wirtschaftliches Powerhouse Europas zu festigen. Deutschland könnte als Einwanderungsland deutlich an Attraktivität gewinnen – noch wichtiger: die dazu notwendigen Veränderungen können der Gesellschaft, in der die Bewahrung des Status quo immer mehr zum Leitmotiv wird, neue Dynamik für die nächsten Dekaden verschaffen. Eine anhaltend hohe Nettozuwanderung dämpft den demografisch bedingten Rückgang der Trendwachstumsrate deutlich. Anstatt sich der Stagnation zu nähern, könnte das Trendwachstum auch in 10 bis 15 Jahren noch 1% betragen. Davon profitierten auch die Sozialsysteme.

Öffentliche Finanzen: Überschüsse trotz Flüchtlingskrise

Im ersten Halbjahr 2015 erzielte der deutsche Staat einen besonders hohen Budgetüberschuss von EUR 21 Mrd. Dieser resultierte zu rund 60% aus Sondereffekten, wie Einnahmen aus Erstattung nach Urteilen des Bundesfinanzhofs zur Körperschafts- und Gewerbesteuer und dem Erlös durch die Versteigerung der Mobilfunklizenzen. Daher erwarten wir trotz der stark ansteigenden Ausgaben für Flüchtlingszahlen im zweiten Halbjahr noch einen Gesamtjahresüberschuss von knapp EUR 10 Mrd. (knapp 0,3% relativ zum BIP). Dieser Überschuss und das robuste Wirtschaftswachstum senken den Schuldenstand auf etwa 72% des BIP nach etwa 75% im Vorjahr. Im Jahr 2016 dürfte die Staatsschuldenquote dann vor allem aufgrund eines Anstiegs des nominalen BIPs (Nenner der Staatsschuldenquote) unter 70% fallen, obwohl der Budgetüber-

<sup>1</sup> Siehe für Details Flüchtlingszustrom: Eine Chance für Deutschland, Standpunkt Deutschland, Deutsche Bank Research, 3. November 2015.





schuss auf nahe Null schrumpften sollte. Das nur knappe Plus der öffentlichen Finanzen ist dabei eine Folge höherer Ausgaben insbesondere für Infrastruktur, Kindergeld und Rente sowie Mindereinnahmen durch die Anhebungen der Freibeträge in der Einkommensteuer. Die größten Risiken für den fiskalischen Ausblick im Jahr 2016 sind die Sozial- und Personalausgaben aufgrund der Flüchtlingskrise. Zur Abfederung eventueller künftiger Mehrausgaben hat die Bundesregierung im Nachtragshaushalt 2015 eine Rücklage von EUR 5 Mrd. eingestellt. Alles in allem dürfte aber der Staatshaushalt dank der konservativen Haushaltplanung und auch der robusten Konjunktur diese Mehrausgaben im Jahr 2016 gut verkraften. Zudem dürfte selbst bei deutlich höheren Mehrausgaben die Schuldenbremse eingehalten werden. Der aktuelle strukturelle Budgetsaldo liegt deutlich im Plus, wodurch auch bei dauerhaften Mehrausgaben durch den Flüchtlingsstrom ein recht großer Puffer relativ zum Schuldenbremsenziel (Begrenzung des strukturellen Defizits auf 0,35% des BIPs) besteht.

### Bau: Hauspreis- und Wohnbauzyklus setzt sich fort

Nach einem kräftigen Wachstum von fast 3% im Jahr 2014 verzeichneten die Bauinvestitionen im Jahr 2015 eine deutliche Wachstumsverlangsamung auf rund 1%. Grund hierfür war insbesondere die nachlassende Investitionstätigkeit im Gewerbe- und im öffentlichen Bau. Im Gewerbebau wirkten die immer noch hohen Leerstände im Büromarkt und die weiter ansteigende Bedeutung des Internethandels investitionshemmend. Zudem könnten aufgrund von Kapazitätsrestriktionen gewerbliche und öffentliche Bauprojekte zu Gunsten des Wohnbaus zurückgestellt worden sein. Allerdings wuchsen auch im Wohnbau nach einem Plus von über 3% im Jahr 2014 die Bauinvestitionen mit rund 2½ % im Jahr 2015 weniger kräftig. Neben den auch hier wirkenden Kapazitätsrestriktionen ist dies vor allem auf staatliche Markteingriffe, in erster Linie die Einführung der Mietpreisbremse, zurückzuführen. Getragen wird die Nachfrage im Wohnbau weiterhin von den günstigen Finanzierungsbedingungen, den robust wachsenden verfügbaren Einkommen und der steigenden Zahl von Erwerbstätigen. Auch ohne Berücksichtigung des Wohnbedarfs der Flüchtlinge steigt deshalb der Nachfrageüberhang, in erster Linie in den Ballungsgebieten, weiter an. Er könnte in den kommenden Jahren sowohl aufgrund von Binnenwanderung als auch regulärer Zuwanderung aus dem europäischen Ausland weiter zulegen.

Dieses Marktumfeld bildet die Basis für eine Fortsetzung des seit dem Jahr 2009 bestehenden Hauspreis- und Bauzyklus. Aufgrund des hohen Auftragsbestands und einer womöglich leichten Ausweitung der Kapazitäten erwarten wir für 2016 eine Zunahme des Wohnbaus um fast 3% gegenüber dem Vorjahr. Falls die Kapazitätsprobleme angegangen würden, deutet der hohe Auftragsbestand auf Aufwärtsrisiken für diese Prognose hin. Für den Gewerbebau erwarten wir dank verbesserter Vorlaufindikatoren ein marginales Investitionsplus. Im öffentlichen Bau sollte das Investitionstempo spürbar auf 3% anziehen. Aufgrund des Investitionsrückgangs im Jahr 2015 könnten Aufholeffekte und die im Bundeshaushalt veranschlagten Mittel für Infrastrukturinvestitionen Wachstumsimpulse im öffentlichen Bau setzen. Summa summarum dürften im Jahr 2016 die Bauinvestitionen insgesamt um rund 2¼% wachsen.

### Immobilienpreise: Hauspreisdynamik bleibt hoch

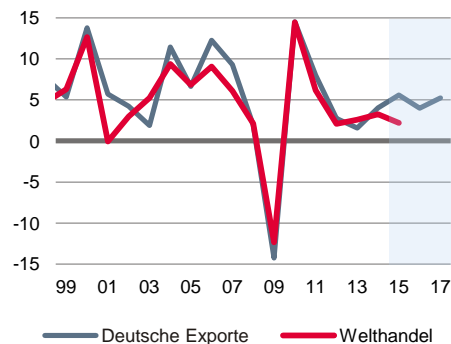
Das makroökonomische Umfeld und die absehbaren neuen geldpolitischen Impulse der EZB sollten die Preisdynamik in Schwung halten. So hat sich die lockere Geldpolitik nicht nur in weiter fallenden Hypothekenzinsen niedergeschlagen, sondern zum ersten Mal im aktuellen Zyklus ist eine massive Ausweitung des Neukreditgeschäfts zu beobachten. Die kräftige Expansion war insbesondere über die Sommermonate des Jahres 2015 zu beobachten und dürfte zu



## Ausblick Deutschland

### Deutsche Exporte & Welthandel 23

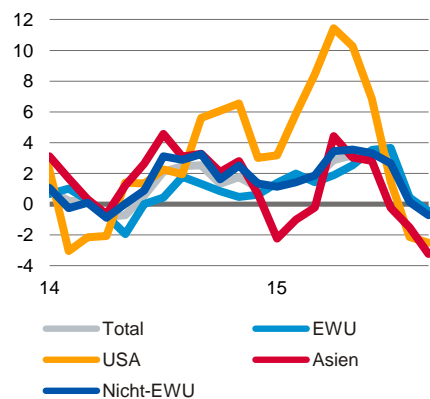
Real, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research, CPB

### Deutsche Exporte nach Zielland/-region 24

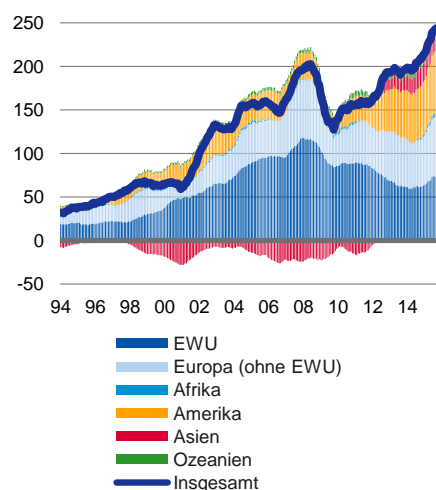
Nominal, Veränderung (3M vs. 3M davor, %)



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Deutscher Handelsbilanzsaldo 25

EUR Mrd. (Laufende 12-Monatssumme)



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

dem dynamischen Preisanstieg im gleichen Zeitraum beigetragen haben. Im Gesamtjahr stiegen Deutschlands Hauspreise mit rund 4-5% ähnlich stark wie in den Vorjahren. Auch in den Großstädten war der Trend mit einem Preisanstieg von rund 8% ungebrochen. Wir erwarten eine ähnliche Preisdynamik für das Jahr 2016. Die seit 1998 bestehende Unterbewertung deutscher Hauspreise, gemessen am historischen Preis-Einkommens-Verhältnis, würde dann im Jahr 2016 enden. Aufgrund des massiven Nachfrageüberhangs sollte der Zyklus über 2016 hinaus andauern, wodurch mittelfristig ein Anstieg makroprudentieller Risiken droht.

## Exporte: Schwacher Welthandel dämpft Aussichten

Die deutschen Exporteure konnten sich vor allem in der ersten Jahreshälfte 2015 vom rauen internationalen Umfeld abkoppeln und damit ihren globalen Marktanteil steigern, der im Jahr 2014 bei fast 8,0% lag (Rang 3). Während der Welthandel die eh schon moderaten Erwartungen mit einem realen Wachstum von wahrscheinlich nur etwas mehr als 2 % im Jahr 2015 noch verfehlt haben dürfte<sup>2</sup>, stieg der deutsche Export mit etwa 5 ½% mehr als doppelt so stark an. Zurück ging dies vor allem auf eine deutliche Entkoppelung in der ersten Jahreshälfte.

Die außergewöhnlich dynamische US-Autokonjunktur und die deutliche Abwertung des EUR gg. dem USD sorgten dafür, dass die USA Anfang des Jahres 2015 Frankreich als traditionell wichtigsten Abnehmer deutscher Produkte verdrängte. In der Spitze lagen die Exporte in die USA Mitte des Jahres 2015 37% über dem Vorjahresniveau und mittlerweile gehen mehr als 10% der deutschen Exporte in die USA. Seitdem schwächten sich die Exporte allerdings wieder ab und das über alle Regionen hinweg, so dass die Sonderkonjunktur der deutschen Exporte dem Ende zugehen dürfte und sich die Entkoppelung vom Welthandel im zweiten Halbjahr 2015 langsam auflöst. Diese gedämpfte Entwicklung dürfte sich auch im Jahr 2016 fortsetzen, da die Weltkonjunktur zwar etwas stärker, aber immer noch in äußerst moderatem Tempo expandieren dürfte. Anhaltend unterstützend wird aber wahrscheinlich der sich weiter abschwächende EUR wirken. Für das Jahr 2016 gehen wir von einem Wachstum der Exporte von 4% gg. Vj. aus.

Die solide Entwicklung der Binnenwirtschaft, dürfte weiter dafür sorgen, dass das Wachstum der Importe über dem der Exporte liegt. Der Beitrag der Nettoexporte zum BIP-Wachstum dürfte daher im Jahr 2016 nur noch neutral ausfallen, nach einem positiven Wert im Jahr 2015 (+ ½%-Punkte).

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss dürfte im Jahr 2015 seinen historischen Höchststand von rund 8% des BIP erreicht haben und im Jahr 2016 dann etwas unter 8% fallen, was die kritischen internationalen Töne bezüglich der Höhe etwas leiser klingen lassen dürfte.

## Ausrüstungsinvestitionen: Blutleere Entwicklung hält an

Da die deutschen Ausrüstungsinvestitionen maßgeblich von der Investitionstätigkeit der exportstarken Unternehmen des Verarbeitendes Gewerbes bestimmt werden, spiegelt sich dort die Exportentwicklung wider. Diese schwächten sich im Verlauf des Jahres 2015 ab, wuchsen im Jahresdurchschnitt wohl um rd. 4% gg. Vj. und die Entwicklung im Jahr 2016 dürfte durch nur eine moderate Aufwärtsbewegung gekennzeichnet sein (2016P: +1 ½% gg. Vj.). Die Kapazitätsauslastung liegt nur etwas über dem langfristigen Durchschnitt, so dass die

<sup>2</sup> Siehe für Details Sluggish global trade – cyclical or structural? Global Economic Perspectives, Deutsche Bank Research, 25. November 2014.



Ausblick Deutschland

Ausrüstungsinvestitionen & Auslastung **26**



Quellen: Europäische Kommission, Statistisches Bundesamt

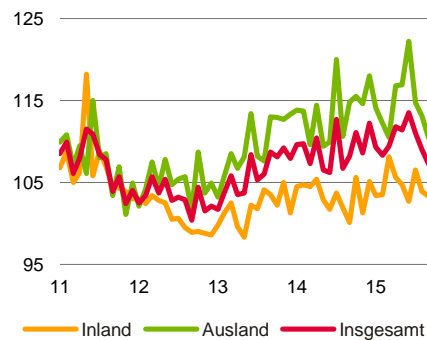
stattfindenden Investitionen zum Großteil aus Ersatzinvestitionen bestehen dürfen. Hinzu kommen belastend die geopolitischen Risiken und Sorgen um die globale Konjunktorentwicklung.

Verarbeitendes Gewerbe: 2016 bestenfalls marginales Plus

Die wirtschaftliche Entwicklung des Verarbeitenden Gewerbes (Industrie) in Deutschland folgte in den letzten Monaten keinem einheitlichen Trend, sondern war von relativ vielen Auf- und Abs geprägt. In Summe konnten die Industrieunternehmen in den ersten zehn Monaten von 2015 ihre Produktion um real 0,7% gg. Vj. erhöhen. Bei den Auftragseingängen ist im Vorjahresvergleich im gleichen Zeitraum noch ein Plus von 1,1% gg. Vj. zu verzeichnen. In beiden Fällen war die Tendenz zuletzt jedoch überwiegend rückläufig. Die Geschäftserwartungen der Industrie stiegen am aktuellen Rand drei Monate in Folge und liegen im positiven Bereich; dies ist durchaus ein optimistisches Signal. Jedoch ist der Zuwachs zu einem großen Teil auf den (überraschend starken) Anstieg dieses Frühindikators in der Automobilindustrie zurückzuführen. Die Kapazitätsauslastung in der Industrie stieg zu Beginn des 4. Quartals leicht an, nachdem sie zuvor zwei Quartale in Folge gesunken war; auch hier also uneinheitliche Signale.

Industrie: Auftragseingang **27**

Verarbeitendes Gewerbe, realer Auftragseingang, 2010=100, saisonbereinigt

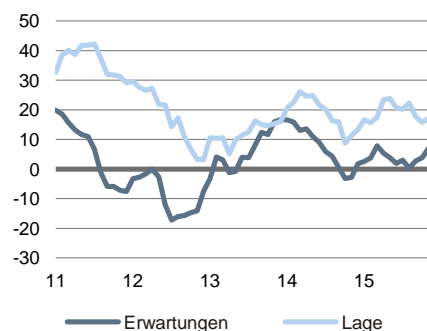


Quelle: Statistisches Bundesamt

Im Gesamtjahr 2015 dürfte die reale Produktion des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland 2015 um etwa ½% gestiegen sein. Für 2016 rechnen wir mit einem flachen, allenfalls leicht aufwärts gerichteten Verlauf der Industrieproduktion. Die Impulse von Seiten der Exporte und der inländischen Investitionen werden wohl zu gering ausfallen, als dass eine größere Dynamik möglich wäre. Insgesamt würde im Jahr 2016 aus dem von uns unterstellten Produktionsverlauf in etwa eine „schwarze Null“ resultieren. Letztlich setzte sich damit die seit 2012 anhaltende Phase mit relativ geringen konjunkturellen Ausschlägen bei der Industrieproduktion fort. Angesichts des günstigen Zinsumfelds, der gesunkenen Rohstoffpreise sowie der niedrigen Bewertung des Euro gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner ist dies eine enttäuschende Entwicklung. Die in den letzten Monaten recht stabile Entwicklung der Erzeugerpreise spricht ebenfalls für eine ruhige Industriekonjunktur.

Industrie: Geschäftserwartungen & -lage **28**

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo

Unsere Prognose zur Industrieproduktion impliziert, dass der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung 2016 (wie schon 2015) erneut sinkt. Zwar hat sich die deutsche Industrie in den letzten Jahren im internationalen Wettbewerb sehr gut behauptet. Aber eine gesamtwirtschaftliche Renaissance der Industrie ist kurzfristig nicht wahrscheinlich.

Auf Branchenebene werden viele der großen deutschen Industriezweige nach unserer aktuellen Prognose ihre Fertigung 2016 nicht oder allenfalls marginal ausweiten. So rechnen wir für die Automobilindustrie mit einem Produktionsplus von ½% im Jahr 2016. In der Metallindustrie (Metallerzeugung und Metallzeugnisse) ist im Durchschnitt ebenfalls ein kleines Plus möglich. Im Maschinenbau und der Elektrotechnik halten wir Stagnation für wahrscheinlich. In der Chemieindustrie könnte die Fertigung im Inland 2016 weiter sinken. Für die Pharma- und die Kunststoffindustrie erwarten wir jeweils ein Produktionswachstum von 1%.

Auffällig ist nach wie vor, dass sich die Industrie mit Investitionen in Deutschland zurückhält, wohingegen die Dienstleister investitionsfreudiger sind. Das reale Nettoanlagevermögen der Industrie lag 2013 (neuere Werte nicht verfügbar) leicht unter dem Niveau von 1995. Dies ist insofern besorgniserregend, als im realen Nettoanlagevermögen auch die aktivierten F&E-Aufwendungen der Unternehmen enthalten sind. Ohne ausreichende Investitionen in Forschung und Entwicklung, neue innovative Produkte und effiziente Produktionstechnolo-

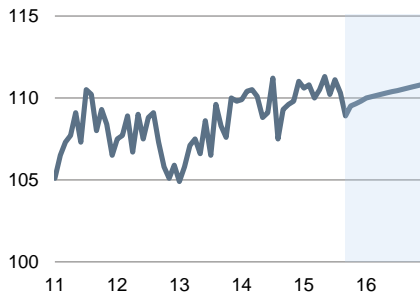


## Ausblick Deutschland

### Industrieproduktion

29

Verarbeitendes Gewerbe, realer Produktionsindex, 2010=100

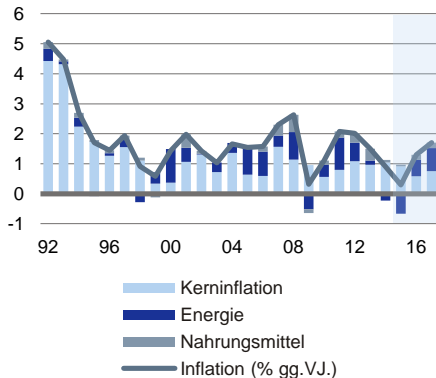


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Inflation

30

Beitrag zur Gesamtinflation, %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

gien fällt es grundsätzlich schwerer, die Produktivität zu steigern und im internationalen Wettbewerb zu bestehen. Dies betrifft in vielen Fällen den Standort Deutschland mehr als die deutschen Unternehmen. Denn letztere erhöhen durchaus ihre Investitionen im Ausland und bauen dort zunehmend auch F&E-Einrichtungen auf.

### Inflation: Von Null auf ...?

Die Inflationsentwicklung im Jahr 2016 wird wohl erneut durch die Energiepreise dominiert. Nachdem die Inflation 2014 noch knapp 1% betragen hatte, hielt sich die Preisentwicklung 2015 nur noch knapp im positiven Bereich. Dies lag vor allem am Einbruch des Ölpreises in der zweiten Jahreshälfte 2014 und ersten Jahreshälfte 2015, der dafür sorgte, dass Energiepreise so stark fielen wie im Krisenjahr 2009 und die Gesamtinflation um über ½%-Punkt dämpften. Im Jahr 2016 dürfte sich dies teilweise wieder umkehren, auch gestützt durch die erwartete weitere Abwertung des EUR gegenüber dem USD. Die Kerninflation dürfte 2016 allerdings etwas nachgeben. Zwar stützt die robuste Binnenkonjunktur und die solide Lohn- und Beschäftigungsentwicklung. Dagegen dämpft vor allem die Mietpreisentwicklung, was mit der Einführung der Mietpreisbremse im Zusammenhang stehen dürfte. Mieten sind mit einem Anteil von etwa einem Fünftel die wichtigste Einzelkomponente im Warenkorb der deutschen Konsumenten. Zudem dürfte 2016 der moderat treibende Effekt durch die Einführung des Mindestlohns entfallen. Insgesamt bleibt damit der bremsende Einfluss der Inflation auf die reale Kaufkraft der deutschen Konsumenten äußerst moderat. Damit bleibt die deutsche Inflation aber das vierte Jahr in Folge leicht über dem Schnitt der Eurozone, was einen kleinen Beitrag zum Abbau der wirtschaftlichen Ungleichgewichte in der Währungsunion leisten sollte.

Eric Heymann (+49 69 910-31730, [eric.heyman@db.com](mailto:eric.heyman@db.com))

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

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

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

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



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

|                | BIP-Wachstum<br>in % gg. Vj. |       |       | Inflation*<br>in % gg. Vj. |       |       | Leistungsbilanzsaldo<br>in % des BIP |       |       | Budgetsaldo<br>in % des BIP |       |       |
|----------------|------------------------------|-------|-------|----------------------------|-------|-------|--------------------------------------|-------|-------|-----------------------------|-------|-------|
|                | 2015P                        | 2016P | 2017P | 2015P                      | 2016P | 2017P | 2015P                                | 2016P | 2017P | 2015P                       | 2016P | 2017P |
| Euroland       | 1,5                          | 1,6   | 1,5   | 0,1                        | 0,9   | 1,6   | 3,0                                  | 2,7   | 2,3   | -2,2                        | -2,0  | -1,6  |
| Deutschland    | 1,7                          | 1,9   | 1,6   | 0,3                        | 1,3   | 1,7   | 8,1                                  | 7,8   | 7,7   | 0,3                         | 0,0   | 0,0   |
| Frankreich     | 1,1                          | 1,4   | 1,5   | 0,1                        | 0,8   | 1,3   | -0,1                                 | -0,5  | -0,6  | -3,8                        | -3,4  | -2,9  |
| Italien        | 0,7                          | 1,4   | 1,0   | 0,1                        | 0,8   | 1,5   | 2,1                                  | 1,8   | 1,8   | -2,8                        | -2,4  | -2,1  |
| Spanien        | 3,2                          | 2,8   | 2,3   | -0,6                       | 0,7   | 1,6   | 1,5                                  | 1,6   | 1,4   | -4,3                        | -3,3  | -2,6  |
| Niederlande    | 1,9                          | 1,4   | 1,3   | 0,3                        | 1,0   | 1,6   | 11,0                                 | 11,1  | 11,1  | -2,0                        | -1,9  | -1,8  |
| Belgien        | 1,4                          | 1,3   | 1,2   | 0,6                        | 1,7   | 1,8   | -0,8                                 | -0,5  | -0,2  | -2,7                        | -2,7  | -2,3  |
| Österreich     | 0,8                          | 1,4   | 1,4   | 0,8                        | 1,7   | 1,9   | 2,8                                  | 3,1   | 3,3   | -2,0                        | -1,6  | -1,2  |
| Finnland       | 0,1                          | 0,8   | 1,0   | -0,1                       | 0,9   | 1,3   | 0,3                                  | 0,4   | 0,6   | -3,4                        | -3,2  | -3,1  |
| Griechenland   | -0,1                         | -0,7  | 1,8   | -1,0                       | 1,0   | 1,1   | -0,5                                 | 0,5   | 1,0   | -4,1                        | -3,0  | -1,4  |
| Portugal       | 1,5                          | 1,7   | 1,5   | 0,6                        | 1,1   | 1,5   | 1,1                                  | 1,2   | 0,9   | -3,0                        | -3,0  | -2,8  |
| Irland         | 5,2                          | 3,5   | 3,0   | 0,0                        | 1,5   | 2,0   | 5,0                                  | 4,5   | 4,5   | -2,1                        | -1,5  | -1,3  |
| Großbritannien | 2,4                          | 2,5   | 2,3   | 0,0                        | 1,1   | 1,9   | -4,3                                 | -3,1  | -3,0  | -4,0                        | -2,5  | -1,0  |
| Dänemark       | 1,6                          | 1,7   | 1,8   | 0,5                        | 1,4   | 1,8   | 7,5                                  | 7,0   | 6,5   | -3,0                        | -2,5  | -2,0  |
| Norwegen       | 1,4                          | 1,4   | 2,2   | 2,1                        | 2,4   | 2,3   | 7,5                                  | 7,0   | 6,5   | 7,5                         | 7,0   | 6,5   |
| Schweden       | 3,2                          | 2,7   | 2,5   | 0,0                        | 1,0   | 1,9   | 6,0                                  | 5,7   | 5,5   | -1,5                        | -1,0  | -0,5  |
| Schweiz        | 1,0                          | 1,2   | 1,6   | -1,1                       | -0,4  | 0,3   | 9,0                                  | 8,0   | 8,0   | 0,0                         | -0,5  | -0,5  |
| Tschech. Rep.  | 4,5                          | 2,7   | 3,2   | 0,4                        | 1,6   | 2,0   | 1,6                                  | 1,2   | 0,7   | -1,9                        | -1,4  | -1,2  |
| Ungarn         | 2,7                          | 2,4   | 3,3   | 0,0                        | 2,1   | 2,7   | 3,1                                  | 3,3   | 2,5   | -2,4                        | -2,2  | -2,0  |
| Polen          | 3,4                          | 3,5   | 3,5   | -0,9                       | 1,1   | 1,7   | -1,1                                 | -1,6  | -1,8  | -2,9                        | -2,9  | -2,7  |
| USA            | 2,4                          | 2,1   | 2,1   | 0,2                        | 1,9   | 2,3   | -2,4                                 | -2,8  | -3,1  | -2,4                        | -2,2  | -2,1  |
| Japan          | 0,7                          | 1,1   | 0,8   | 0,8                        | 0,7   | 2,1   | 3,3                                  | 3,5   | 3,8   | -5,0                        | -4,2  | -3,1  |
| China          | 7,0                          | 6,7   | 6,7   | 1,4                        | 1,8   | 1,8   | 3,3                                  | 2,8   | 2,5   | -3,2                        | -3,5  | -3,5  |
| Welt           | 3,1                          | 3,3   | 3,6   | 3,4                        | 4,0   | 4,2   |                                      |       |       |                             |       |       |

\*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.

|                                   | 2013 |      |       |       |       | 2014 |      |       |       |       | 2015 |     |     |     | 2016 |     |     |     |
|-----------------------------------|------|------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|
|                                   | 2013 | 2014 | 2015P | 2016P | 2017P | 2013 | 2014 | 2015P | 2016P | 2017P | Q1   | Q2  | Q3  | Q4P | Q1P  | Q2P | Q3P | Q4P |
| BIP                               | 0,3  | 1,6  | 1,7   | 1,9   | 1,6   | 0,3  | 0,4  | 0,3   | 0,3   | 0,3   | 0,5  | 0,2 | 0,5 | 0,5 | 0,5  | 0,2 | 0,5 | 0,5 |
| Privater Konsum                   | 0,6  | 0,9  | 1,9   | 1,8   | 1,3   | 0,4  | 0,1  | 0,6   | 0,3   | 0,3   | 0,4  | 0,4 | 0,4 | 0,4 | 0,4  | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Staatsausgaben                    | 0,8  | 1,7  | 2,6   | 2,1   | 1,1   | 0,4  | 0,7  | 1,3   | 0,8   | 0,8   | 0,3  | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,3  | 0,3 | 0,3 | 0,3 |
| Anlageinvestitionen               | -1,3 | 3,5  | 2,3   | 1,9   | 1,9   | 1,7  | -0,4 | -0,3  | 1,0   | 1,0   | -0,2 | 0,4 | 0,4 | 1,0 | -0,2 | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Ausrüstungen                      | -2,3 | 4,5  | 4,0   | 1,6   | 1,7   | 1,9  | 0,5  | -0,8  | 0,4   | 0,3   | 0,7  | 0,7 | 0,7 | 0,3 | 0,7  | 0,7 | 0,7 | 0,7 |
| Bau                               | -1,1 | 2,9  | 0,8   | 2,2   | 2,2   | 1,8  | -1,3 | -0,3  | 1,6   | 1,7   | -0,9 | 0,2 | 0,2 | 1,7 | -0,9 | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Lager, %-Punkte                   | 0,6  | -0,3 | -0,5  | 0,0   | 0,0   | -0,2 | -0,3 | 0,2   | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0  | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Exporte                           | 1,6  | 4,0  | 5,6   | 4,0   | 5,3   | 1,5  | 1,8  | 0,2   | 0,5   | 1,2   | 1,0  | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,0  | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Importe                           | 3,1  | 3,7  | 5,9   | 4,5   | 5,6   | 2,1  | 0,5  | 1,1   | 0,9   | 1,3   | 1,2  | 1,0 | 1,0 | 1,3 | 1,2  | 1,0 | 1,0 | 1,0 |
| Nettoexport, %-Punkte             | -0,5 | 0,4  | 0,4   | 0,0   | 0,2   | -0,1 | 0,7  | -0,4  | -0,1  | 0,0   | 0,0  | 0,2 | 0,2 | 0,0 | 0,0  | 0,2 | 0,2 | 0,2 |
| Konsumentenpreise*                | 1,5  | 0,9  | 0,3   | 1,3   | 1,7   | 0,0  | 0,5  | 0,1   | 0,7   | 1,2   | 1,1  | 1,3 | 1,7 | 1,2 | 1,1  | 1,3 | 1,7 | 1,7 |
| Arbeitslosenquote, %              | 6,9  | 6,7  | 6,4   | 6,5   | 6,8   | 6,5  | 6,4  | 6,4   | 6,4   | 6,4   | 6,4  | 6,4 | 6,4 | 6,4 | 6,5  | 6,6 | 6,6 | 6,6 |
| Industrieproduktion               | 0,1  | 1,5  | 0,6   | 0,6   |       |      |      |       |       |       |      |     |     |     |      |     |     |     |
| Budgetsaldo, % BIP                | -0,1 | 0,3  | 0,3   | 0,0   | 0,0   |      |      |       |       |       |      |     |     |     |      |     |     |     |
| Öffentlicher Schuldenstand, % BIP | 77,4 | 74,9 | 71,5  | 69,2  | 67,1  |      |      |       |       |       |      |     |     |     |      |     |     |     |
| Leistungsbilanzsaldo, % BIP       | 6,5  | 7,3  | 8,1   | 7,8   | 7,7   |      |      |       |       |       |      |     |     |     |      |     |     |     |
| Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.    | 182  | 212  | 246   | 245   | 248   |      |      |       |       |       |      |     |     |     |      |     |     |     |

\*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



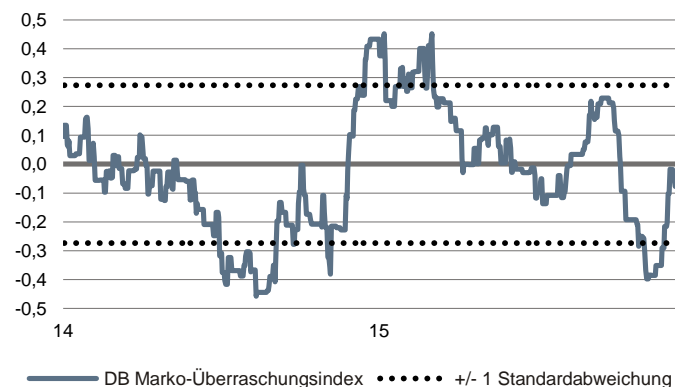
## Ausblick Deutschland

### 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>3</sup>

#### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen

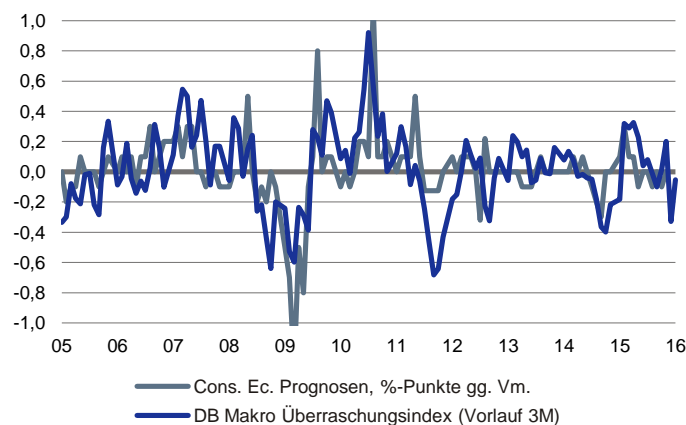


Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

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 |
|------------------|--|---------------|------------------------|----------------|---------------------|--------------|------------------------------|--------------|
| GRFRIAMM Index   | Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)       | 9 2015        | 30.10.15               | 0,0            | 0,4                 | -0,4         | 0,0                          | 0,5          |
| MPMIDEMA Index   | PMI Verarbeitendes Gewerbe             | 10 2015       | 02.11.15               | 52,1           | 51,6                | 0,5          | 0,5                          | 0,8          |
| MPMIDESA Index   | PMI Dienstleistungssektor              | 10 2015       | 04.11.15               | 54,5           | 55,2                | -0,7         | -0,7                         | 0,2          |
| GRIORTMM Index   | Auftragseingänge (% gg. Vm.)           | 9 2015        | 05.11.15               | -0,7           | 1,0                 | -1,7         | -0,8                         | 0,2          |
| GRIPIMOM Index   | Industrieproduktion (% gg. Vm.)        | 9 2015        | 06.11.15               | -1,1           | 0,5                 | -1,6         | -1,3                         | 0,1          |
| GRCAEU Index     | Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)        | 9 2015        | 09.11.15               | 25,0           | 21,9                | 3,1          | 0,6                          | 0,7          |
| GRCP20YY Index   | VPI (% gg. Vj.)                        | 10 2015       | 12.11.15               | 0,3            | 0,3                 | 0,0          | 0,3                          | 0,3          |
| GRZECURR Index   | ZEW - Konjunktur (Situation)           | 11 2015       | 17.11.15               | 54,4           | 55,2                | -0,8         | -0,2                         | 0,4          |
| GRZEWI Index     | ZEW - Konjunktur (Erwartungen)         | 11 2015       | 17.11.15               | 10,4           | 6,0                 | 4,4          | 0,5                          | 0,7          |
| GRIFPBUS Index   | ifo Geschäftsklimaindex                | 11 2015       | 24.11.15               | 109,0          | 108,2               | 0,8          | 0,5                          | 0,7          |
| GRGDPPGQ Index   | BIP (% gg. Vq.)                        | 9 2015        | 24.11.15               | 0,3            | 0,3                 | 0,0          | -0,1                         | 0,4          |
| GRIMP95Y Index   | Importpreise (% gg. Vj.)               | 10 2015       | 27.11.15               | -4,1           | -3,9                | -0,2         | 0,2                          | 0,6          |
| GRFRIAMM Index   | Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)       | 10 2015       | 30.11.15               | -0,4           | 0,4                 | -0,8         | -0,3                         | 0,3          |
| MPMIDEMA Index   | PMI Verarbeitendes Gewerbe             | 11 2015       | 01.12.15               | 52,9           | 52,6                | 0,3          | 0,3                          | 0,7          |
| GRUECHNG Index   | Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.) | 11 2015       | 01.12.15               | -13,0          | -5,0                | 8,0          | 0,1                          | 0,6          |
| MPMIDESA Index   | PMI Dienstleistungssektor              | 11 2015       | 03.12.15               | 55,6           | 55,6                | 0,0          | 0,0                          | 0,5          |
| GRIORTMM Index   | Auftragseingänge (% gg. Vm.)           | 10 2015       | 04.12.15               | 1,8            | 1,2                 | 0,6          | 0,2                          | 0,6          |
| GRIPIMOM Index   | Industrieproduktion (% gg. Vm.)        | 10 2015       | 07.12.15               | 0,2            | 0,8                 | -0,6         | -0,5                         | 0,3          |
| GRCAEU Index     | Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)        | 10 2015       | 09.12.15               | 23,0           | 23,7                | -0,7         | -0,6                         | 0,3          |
| GRCP20YY Index   | VPI (% gg. Vj.)                        | 11 2015       | 11.12.15               | 0,4            | 0,4                 | 0,0          | 0,3                          | 0,3          |

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

<sup>3</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



## Ausblick Deutschland

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

| Datum        | Ereignis  | Anmerkungen  |
|--------------|---|--|
| 17./18. Dez. | Europäischer Rat, Brüssel   | U.a. Debatte über Flüchtlingskrise u. Maßnahmen zur Stabilisierung der Lage an EU-Außengrenzen.  |
| 14./15. Jan  | Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel  | Europäisches Semester: länderspez. wirtschaftspol. Empfehlungen (für 2016 u. Umsetzung 2015), Jahreswachstums- u. Warnmechanismusbericht, Lage in Zypern, in Griechenland u.a. |
| 21. Jan.     | Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz                                  | Änderungen des geldpolitischen Kurses offen.   |
| 11./12. Feb  | Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel  | Debatten über Winter-Wirtschaftsprognose der Kommission, über Wachstum u. Beschäftigung u. Qualität öffentl. Finanzen, Bankenunion u.a.  |
| 18./19. Feb. | Europäischer Rat, Brüssel   | Debatte u. möglicherweise Beschluss zu Großbritanniens Anliegen in Zusammenhang mit dem dort geplanten EU-Referendum u.a.  |
| 7./8. März   | Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel  | Haushaltspol. Überwachung: Implikationen der Winter-Wirtschaftsprognose für Defizitverfahren, (mögl.) Lage in Zypern, Griechenland.  |
| 10. März     | Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz                                  | Änderungen des geldpolitischen Kurses offen.   |
| 13. März     | Landtagswahlen in Baden-Württemberg, Rheinland-Pfalz und Sachsen-Anhalt | Aktuelle Umfragen deuten auf Ablösung der gegenwärtigen (grün-roten bzw. rot-grünen) Landesregierungen in beiden westdeutschen Ländern hin.                                    |
| 17./18. März | Europäischer Rat, Brüssel   |  |

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 |
|--------------|---------|---|------------------|--------------|--------------|
| 30. Dez 2015 | 8:00    | Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)          | November         | -0,5 (-3,8)  | -0,3 (-4,1)  |
| 4. Jan 2016  | 14:00   | Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)              | Dezember         | 0,3 (0,7)    | 0,1 (0,4)    |
| 5. Jan 2016  | 10:00   | Arbeitslosenrate (% , sb.)                              | Dezember         | 6,4          | 6,3          |
| 7. Jan 2016  | 8:00    | Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm. | November         | -1,0         | 1,8          |
| 8. Jan 2016  | 8:00    | Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.             | November         | 0,0          | 0,2          |
| 8. Jan 2016  | 8:00    | Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)                           | November         | 18,0         | 20,8         |
| 8. Jan 2016  | 8:00    | Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)       | November         | -2,2 (2,3)   | -1,2 (3,0)   |
| 8. Jan 2016  | 8:00    | Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)       | November         | 0,7 (2,5)    | -3,4 (2,8)   |
| 8. Jan 2016  | 8:00    | Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.            | November         | 0,5          | -0,1         |
| 14. Jan 2016 | 8:00    | Reales BIP, % gg. Vj.                                   | 2015             | 1,7          | 1,6          |

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

### 3M Geldmarktsatz, %

|         |      |      |       |      |
|---------|------|------|-------|------|
| Aktuell | 0,26 | 0,15 | -0,13 | 0,58 |
| Dez 15  | 0,58 | 0,15 | -0,15 | 0,58 |
| Jun 16  | 1,08 | 0,15 | -0,15 | 0,85 |
| Dez 16  | 1,33 | 0,15 | -0,15 | 1,12 |

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

|         |      |      |      |      |
|---------|------|------|------|------|
| Aktuell | 2,22 | 0,40 | 0,57 | 1,83 |
| Dez 15  | 1,90 | 0,35 | 0,60 | 1,80 |
| Jun 16  | 2,25 | 0,45 | 0,80 | 2,00 |
| Dez 16  | 2,50 | 0,55 | 1,10 | 2,40 |

### Wechselkurse

|         | EUR/USD | USD/JPY | EUR/GBP | GBP/USD | EUR/CHF | EUR/SEK | EUR/DKK | EUR/NOK | EUR/PLN | EUR/HUF | EUR/CZK |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Aktuell | 1,10    | 120,92  | 0,73    | 0,66    | 1,08    | 9,35    | 7,46    | 9,57    | 4,36    | 317,12  | 27,04   |
| Dez 15  | 1,05    | 125,00  | 0,71    | 1,48    | 1,12    | 8,90    | 7,46    | 9,37    | 4,20    | 315,00  | 27,10   |
| Jun 16  | 0,97    | 127,50  | 0,71    | 1,37    | 1,11    | 8,83    | 7,46    | 8,90    | 4,15    | 317,50  | 27,10   |
| Dez 16  | 0,90    | 128,00  | 0,71    | 1,27    | 1,15    | 8,75    | 7,46    | 9,72    | 4,10    | 320,00  | 26,00   |

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

|   | Q4<br>2014 | Q1<br>2015 | Q2<br>2015 | Q3<br>2015 | Q4<br>2015 | Jun<br>2015 | Jul<br>2015 | Aug<br>2015 | Sep<br>2015 | Okt<br>2015 | Nov<br>2015 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Konjunkturumfragen</b>                   |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| <b>Gesamtwirtschaft</b>                     |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| ifo Geschäftsklima                          | 104,7      | 107,2      | 108,3      | 108,3      |            | 107,6       | 108,0       | 108,4       | 108,5       | 108,2       | 109,0       |
| ifo Geschäftserwartungen                    | 100,4      | 102,7      | 102,8      | 102,6      |            | 102,1       | 102,4       | 102,2       | 103,3       | 103,9       | 104,7       |
| <b>Produzierendes Gewerbe</b>               |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| ifo Verarbeitendes Gewerbe                  | 99,9       | 102,8      | 104,0      | 102,9      |            | 103,1       | 103,2       | 103,0       | 102,6       | 102,4       | 103,6       |
| Produktion (% gg. Vp.)                      | 0,8        | 0,5        | 0,2        | -0,2       |            | -0,8        | 1,0         | -0,6        | -1,1        | 0,2         |             |
| Auftragseingang (% gg. Vp.)                 | 1,6        | -1,5       | 2,6        | -2,7       |            | 1,8         | -2,2        | -2,1        | -0,7        | 1,8         |             |
| Grad der Kapazitätsauslastung               | 84,1       | 84,5       | 84,3       | 84,2       | 84,4       |             |             |             |             |             |             |
| <b>Bauhauptgewerbe</b>                      |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| Produktion (% gg. Vp.)                      | 1,2        | 1,2        | -0,7       | -0,7       |            | -1,7        | 0,1         | -0,2        | 1,1         | 2,0         |             |
| Auftragseingang (% gg. Vp.)                 | -0,9       | 7,7        | -4,6       | 0,2        |            | -3,8        | -1,0        | 0,0         | 7,2         |             |             |
| ifo Bauhauptgewerbe                         | 120,2      | 118,8      | 119,9      | 121,4      |            | 120,5       | 120,1       | 121,1       | 122,9       | 123,1       | 124,3       |
| <b>Konsumentennachfrage</b>                 |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| EC Konsumentenbefragung                     | -1,2       | 1,0        | 3,0        | -0,3       |            | 2,8         | 1,4         | 0,7         | -2,9        | -4,6        | -4,5        |
| Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)            | 1,2        | 1,6        | -0,2       | 0,9        |            | -0,7        | 1,7         | -0,8        | 0,1         | -0,1        |             |
| Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)              | 2,7        | 6,4        | 4,2        | 6,1        |            | 12,9        | 7,4         | 6,2         | 4,8         | 1,1         | 8,9         |
| <b>Außenhandel</b>                          |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| Auslandsaufträge (% gg. Vp.)                | 1,2        | -3,2       | 5,1        | -4,8       |            | 4,6         | -6,3        | -1,7        | -1,1        | 1,8         |             |
| Exporte (% gg. Vp.)                         | 1,1        | 1,7        | 3,4        | -0,7       |            | -1,1        | 2,2         | -5,1        | 2,6         | -1,2        |             |
| Importe (% gg. Vp.)                         | 0,5        | 1,9        | 1,5        | 1,1        |            | -0,7        | 2,3         | -3,3        | 3,8         | -3,4        |             |
| Nettoexporte (EUR Mrd.)                     | 58,7       | 59,1       | 65,7       | 61,2       |            | 21,8        | 22,2        | 19,7        | 19,3        | 20,8        |             |
| <b>Arbeitsmarkt</b>                         |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| Arbeitslosenquote (%)                       | 6,6        | 6,5        | 6,4        | 6,4        |            | 6,4         | 6,4         | 6,4         | 6,4         | 6,4         | 6,3         |
| Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.) | -38,3      | -42,3      | -26,0      | 2,0        |            | 0,0         | 8,0         | -7,0        | 1,0         | -7,0        | -13,0       |
| Beschäftigung (% gg. Vj.)                   | 0,8        | 0,6        | 0,6        | 0,8        |            | 0,6         | 0,7         | 0,8         | 0,9         | 0,9         |             |
| ifo Beschäftigungsbarometer                 | 106,4      | 107,7      | 108,0      | 108,1      |            | 107,8       | 107,1       | 108,4       | 108,6       | 109,1       | 109,9       |
| <b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>      |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| <b>Preise</b>                               |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| HVPI (% gg. Vj.)                            | 0,4        | -0,2       | 0,3        | 0,0        |            | 0,1         | 0,1         | 0,1         | -0,2        | 0,2         | 0,3         |
| Kern-HVPI (% gg. Vj.)                       | 1,1        | 1,0        | 1,1        | 1,0        |            | 0,9         | 0,9         | 1,1         | 1,1         | 1,4         |             |
| Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)              | -1,2       | -2,0       | -1,4       | -1,7       |            | -1,4        | -1,3        | -1,7        | -2,1        | -2,3        |             |
| Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)          | 0,9        | 2,3        | -0,5       | -7,0       |            | -1,6        | -2,4        | -9,0        | -9,6        | -10,7       | -12,3       |
| Ölpreis (USD)                               | 76,4       | 55,1       | 63,7       | 51,3       |            | 63,7        | 56,9        | 48,4        | 48,5        | 49,4        |             |
| <b>Inflationserwartungen</b>                |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| EC Haushaltsumfrage                         | 8,6        | 0,5        | 6,1        | 4,9        |            | 7,8         | 7,0         | 1,0         | 6,6         | 1,3         | 5,6         |
| EC Unternehmensumfrage                      | 2,1        | -0,4       | 1,5        | 0,8        |            | 3,2         | 2,0         | -0,1        | 0,5         | 1,8         | 2,1         |
| <b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>            |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| Lohnstückkosten                             | 1,7        | 1,7        | 1,8        | 1,5        |            |             |             |             |             |             |             |
| Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer         | 2,6        | 2,4        | 3,0        | 2,7        |            |             |             |             |             |             |             |
| Arbeitnehmerentgelt je Stunde               | 1,8        | 2,3        | 2,5        | 2,3        |            |             |             |             |             |             |             |
| <b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>           |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| M3  | 4,9        | 7,4        | 7,6        | 8,2        |            | 7,6         | 7,9         | 7,3         | 8,2         | 8,6         |             |
| Trend von M3*                               |            |            |            |            |            | 7,6         | 7,6         | 7,8         | 8,0         |             |             |
| Kredite an Unternehmen und Privatpersonen   | 1,7        | 2,6        | 2,1        | 2,5        |            | 2,1         | 3,0         | 2,9         | 2,5         | 2,7         |             |
| Kredite an öffentliche Haushalte            | 12,6       | 32,3       | 12,2       | 11,1       |            | 12,2        | 8,9         | 15,5        | 11,1        | 15,9        |             |

% 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.

- ▶ Binnenkonjunktur läuft – aber keine Übertreibungen..... 5. November 2015
- ▶ Migration, Metropolregion, Inflation..... 2. Oktober 2015
- ▶ Solides BIP, Haushaltsüberschüsse, aber neue Herausforderungen ..... 1. September 2015
- ▶ 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

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