



# Ausblick Deutschland

## Strukturelle Verlangsamung des Welthandels belastet deutsches BIP-Wachstum

2. Dezember 2014

### Autoren

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

### Minimales BIP-Wachstum in Q3 Vorbote eines schwachen Winterhalbjahres.

Nach durchschnittlichen Wachstumsraten von etwa 0,3% gg. Vq. in den vorherigen sechs Quartalen wuchs die deutsche Wirtschaft in Q3 2014 nur um 0,1%. Die Zusammensetzung des Wachstums war sehr einseitig. So war der Konsum dank des robusten Arbeitsmarkts die mit Abstand stärkste Wachstumsstütze. Der Außenbeitrag war zwar leicht positiv, aber die Exportdynamik hat 2014 nachgelassen. Die Ausrüstungsinvestitionen bremsen das Wachstum deutlich. Im Winterhalbjahr dürfte die Wirtschaft in etwa stagnieren und es besteht das Risiko eines leicht rückläufigen BIPs in einem der Quartale, da sich die Stimmungsindikatoren zuletzt weiter abgeschwächt haben.

### Schleppende deutsche Exportentwicklung: Zyklisch oder strukturell? Nach dem

Einbruch des Welthandels während der Wirtschafts- und Finanzkrise im Jahr 2009 erholte sich dieser in den Jahren 2010/11 relativ kräftig. Seit dem Jahr 2012 dümpelt der Welthandel allerdings vor sich hin und wuchs anders als in den vergangenen Jahrzehnten sogar schwächer als das globale BIP. Die wenig dynamische Entwicklung seit dem Jahr 2012 deutet auf strukturelle Veränderungen hin, die insbesondere die deutschen Exporte treffen. Das deutsche Exportwachstum dürfte daher auch in den nächsten Jahren relativ verhalten sein. Wir rechnen mit einem durchschnittlichen Wachstum der realen deutschen Exporte im unteren Bereich des Korridors von 4% bis 6% im Zeitraum von 2014 bis 2019, das durch eine Abwertung des Euro unterstützt werden dürfte.

**EZB-Ausblick: Staatsanleihekäufe noch nicht im Dezember.** Auf der EZB-Ratssitzung am 4. Dezember dürften keine weiteren umfangreichen geldpolitischen Maßnahmen beschlossen werden. Zwei Gründe sprechen dafür, dass die von uns erwartete nächste Lockerungsstufe der Geldpolitik – das Einbeziehen von Staatsanleihen in ein breit angelegtes Anleihekaufprogramm – erst in Q1 2015 erfolgen dürfte: 1. Die Ergebnisse der zweiten Runde gezielter langfristiger Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) werden erst am 11. Dezember bekanntgegeben. Das ABS-Kaufprogramm ist erst seit zwei Wochen aktiv. Einige EZB-Ratsmitglieder haben durchblicken lassen, dass sie die Wirkung dieser Maßnahmen zunächst abwarten wollen. 2. In der nächsten Ratssitzung werden zwar die neuen Wachstums- und Inflationsprognosen des EZB-Stabs vorliegen, mit deutlich niedrigeren Prognosen für BIP und Inflation in 2015. Diese dürften allerdings schon bei der letzten Sitzung vom Rat unterstellt worden sein. Ohne neue Maßnahmen wird der Fokus auf dem Pressestatement liegen. Dieses wird im Gegensatz zu Draghis Äußerungen während der Pressekonferenz im Rat abgestimmt. Eine „taubenhafte“ Rhetorik könnte das Enttäuschungspotential begrenzen und signalisieren, dass weitere Maßnahmen näher rücken.

| Inhaltsverzeichnis   | Seite |
|--|-------|
| Prognosetabellen.....  | 2     |
| Minimales BIP-Wachstum in Q3 Vorbote eines schwachen Winterhalbjahres..... | 3     |
| Schleppende deutsche Exportentwicklung: Zyklisch oder strukturell? .....   | 8     |
| EZB-Ausblick: Staatsanleihekäufe noch nicht im Dezember.....               | 16    |
| Grafik des Monats.....   | 20    |
| DB Makro-Überraschungsindex Deutschland.....                               | 21    |
| Chartbook.....   | 22    |
| Eventkalender.....   | 28    |
| Datenkalender .....  | 29    |
| Finanzmarktprognosen .....   | 30    |
| Datenmonitor.....  | 31    |



## 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 |       |       |
|----------------|------------------------------|-------|-------|----------------------------|-------|-------|--------------------------------------|-------|-------|-----------------------------|-------|-------|
|                | 2014P                        | 2015P | 2016P | 2014P                      | 2015P | 2016P | 2014P                                | 2015P | 2016P | 2014P                       | 2015P | 2016P |
| Euroland       | 0,7                          | 0,8   | 1,2   | 0,5                        | 0,8   | 1,4   | 2,2                                  | 2,5   | 2,4   | -2,6                        | -2,5  | -2,4  |
| Deutschland    | 1,4                          | 0,8   | 1,2   | 1,0                        | 1,2   | 1,5   | 7,2                                  | 6,4   | 6,2   | 0,1                         | -0,5  | -0,7  |
| Frankreich     | 0,4                          | 0,7   | 1,4   | 0,6                        | 0,8   | 1,3   | -1,8                                 | -1,8  | -1,5  | -4,4                        | -4,2  | -3,9  |
| Italien        | -0,4                         | 0,3   | 0,8   | 0,2                        | 0,6   | 1,1   | 1,6                                  | 1,3   | 1,2   | -3,0                        | -2,9  | -2,7  |
| Spanien        | 1,2                          | 1,7   | 1,7   | -0,1                       | 0,7   | 1,4   | 0,5                                  | 0,7   | 1,1   | -5,6                        | -4,6  | -4,0  |
| Niederlande    | 0,7                          | 1,7   | 1,1   | 0,4                        | 0,8   | 1,4   | 10,9                                 | 11,4  | 11,5  | -2,5                        | -2,0  | -1,9  |
| Belgien        | 0,9                          | 0,7   | 1,3   | 0,6                        | 1,0   | 1,5   | 1,0                                  | 0,7   | 0,4   | -2,8                        | -2,9  | -2,7  |
| Österreich     | 0,7                          | 0,7   | 1,3   | 1,5                        | 1,5   | 1,7   | 1,5                                  | 1,8   | 2,4   | -3,0                        | -1,9  | -1,2  |
| Finnland       | -0,4                         | 0,4   | 1,1   | 1,3                        | 1,3   | 1,5   | -1,9                                 | -1,7  | -1,3  | -2,9                        | -2,9  | -2,3  |
| Griechenland   | 0,4                          | 2,5   | 2,9   | -1,1                       | 0,0   | 1,0   | 0,0                                  | 0,5   | 1,0   | -1,6                        | 0,2   | 1,6   |
| Portugal       | 1,0                          | 1,0   | 1,5   | -0,1                       | 0,8   | 1,3   | 0,5                                  | 0,8   | 1,0   | -4,7                        | -3,7  | -3,4  |
| Irland         | 3,7                          | 2,7   | 3,0   | 0,3                        | 0,8   | 1,6   | 5,5                                  | 5,5   | 5,0   | -3,8                        | -3,1  | -2,9  |
| Großbritannien | 3,1                          | 2,5   | 2,3   | 1,7                        | 1,9   | 2,0   | -4,0                                 | -3,2  | -3,0  | -4,6                        | -3,5  | -2,1  |
| Dänemark       | 1,0                          | 2,0   | 1,8   | 1,0                        | 1,5   | 2,0   | 6,7                                  | 6,4   | 6,0   | 0,0                         | -1,0  | -2,0  |
| Norwegen       | 2,4                          | 2,5   | 2,5   | 1,8                        | 2,2   | 2,0   | 11,0                                 | 10,5  | 10,0  | 7,0                         | 6,7   | 6,5   |
| Schweden       | 2,2                          | 2,6   | 2,5   | 0,2                        | 1,5   | 2,0   | 6,0                                  | 5,5   | 5,0   | -1,5                        | -1,0  | -0,5  |
| Schweiz        | 1,3                          | 1,8   | 2,0   | 0,0                        | 0,3   | 0,6   | 12,0                                 | 11,0  | 10,5  | 0,0                         | 0,2   | 0,5   |
| Tschech. Rep.  | 2,2                          | 2,4   | 2,8   | 0,5                        | 1,8   | 2,0   | -1,4                                 | -1,2  | -1,5  | -2,1                        | -2,3  | -2,4  |
| Ungarn         | 3,2                          | 2,3   | 3,0   | 0,0                        | 2,1   | 3,3   | 1,9                                  | 2,0   | 1,5   | -2,9                        | -2,5  | -2,8  |
| Polen          | 3,0                          | 3,2   | 3,8   | 0,2                        | 1,1   | 2,3   | -1,7                                 | -1,8  | -2,2  | 4,5                         | -2,9  | -2,8  |
| USA            | 2,3                          | 3,5   | 3,1   | 1,7                        | 1,3   | 2,4   | -2,5                                 | -2,4  | -2,5  | -2,9                        | -2,5  | -2,9  |
| Japan          | 0,5                          | 1,4   | 1,6   | 2,9                        | 1,4   | 1,0   | 0,4                                  | 1,9   | 2,4   | -7,2                        | -6,4  | -5,4  |
| China          | 7,3                          | 7,0   | 6,7   | 2,2                        | 2,6   | 3,0   | 3,1                                  | 3,4   | 3,3   | -2,1                        | -2,5  | -3,0  |
| Welt           | 3,1                          | 3,6   | 3,7   | 3,5                        | 3,5   | 3,6   |                                      |       |       |                             |       |       |

\*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 | 2014P | 2015P | 2016P | 2012 | 2013 | 2014P | 2015P | 2016P | Q1   | Q2  | Q3  | Q4P  | Q1P  | Q2P | Q3P | Q4P |
| BIP                               | 0,4  | 0,1  | 1,4   | 0,8   | 1,2   | 0,8  | -0,1 | 0,1   | 0,0   | 0,1   | 0,2  | 0,3 | 0,4 | 0,1  | 0,2  | 0,3 | 0,4 |     |
| Privater Konsum                   | 0,7  | 0,8  | 1,1   | 1,1   | 0,9   | 0,5  | 0,1  | 0,7   | 0,3   | 0,2   | 0,2  | 0,2 | 0,3 | 0,2  | 0,2  | 0,2 | 0,3 |     |
| Staatsausgaben                    | 1,2  | 0,7  | 1,2   | 0,9   | 0,3   | 0,2  | 0,4  | 0,6   | 0,2   | 0,1   | 0,2  | 0,1 | 0,2 | 0,1  | 0,2  | 0,1 | 0,2 |     |
| Anlageinvestitionen               | -0,7 | -0,6 | 3,0   | 1,6   | 2,4   | 2,8  | -1,8 | -0,9  | 0,3   | 0,3   | 0,6  | 1,0 | 0,7 | 0,3  | 0,6  | 1,0 | 0,7 |     |
| Ausrüstungen                      | -3,1 | -2,4 | 2,9   | 0,9   | 4,2   | 1,7  | 0,4  | -2,3  | -1,0  | 0,0   | 0,7  | 2,0 | 1,0 | 0,0  | 0,7  | 2,0 | 1,0 |     |
| Bau                               | 0,6  | -0,1 | 3,4   | 2,3   | 2,3   | 4,2  | -3,9 | -0,3  | 1,0   | 0,7   | 0,7  | 0,7 | 0,7 | 0,7  | 0,7  | 0,7 | 0,7 |     |
| Lager, %-Punkte                   | -1,4 | 0,2  | -0,3  | -0,3  | -0,2  | -0,1 | 0,1  | -0,5  | 0,0   | 0,0   | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0  | -0,1 | 0,0 | 0,0 |     |
| Exporte                           | 2,8  | 1,6  | 3,9   | 4,7   | 5,2   | -0,2 | 1,2  | 1,9   | 0,5   | 0,7   | 1,0  | 1,2 | 1,5 | 0,7  | 1,0  | 1,2 | 1,5 |     |
| Importe                           | 0,0  | 3,1  | 3,7   | 5,5   | 5,4   | -0,1 | 1,1  | 1,7   | 1,2   | 1,0   | 1,2  | 1,5 | 1,5 | 1,0  | 1,2  | 1,5 | 1,5 |     |
| Nettoexport, %-Punkte             | 1,3  | -0,5 | 0,3   | 0,0   | 0,3   | -0,1 | 0,1  | 0,2   | -0,2  | -0,1  | 0,0  | 0,0 | 0,1 | -0,1 | 0,0  | 0,0 | 0,1 |     |
| Konsumentenpreise*                | 2,0  | 1,5  | 1,0   | 1,2   | 1,5   | 1,2  | 1,1  | 0,8   | 0,8   | 1,2   | 1,2  | 1,2 | 1,3 | 1,2  | 1,2  | 1,2 | 1,3 |     |
| Arbeitslosenquote, %              | 6,8  | 6,9  | 6,7   | 6,8   | 7,1   | 6,8  | 6,7  | 6,7   | 6,7   | 6,7   | 6,7  | 6,8 | 6,9 | 6,7  | 6,7  | 6,8 | 6,9 |     |
| Industrieproduktion               | -0,4 | 0,1  | 1,8   | 1,0   | 0,0   |      |      |       |       |       |      |     |     |      |      |     |     |     |
| Budgetsaldo, % BIP                | 0,1  | 0,0  | 0,1   | -0,5  | -0,7  |      |      |       |       |       |      |     |     |      |      |     |     |     |
| Öffentlicher Schuldenstand, % BIP | 81,0 | 78,4 | 74,0  | 72,4  | 70,6  |      |      |       |       |       |      |     |     |      |      |     |     |     |
| Leistungsbilanzsaldo, % BIP       | 7,1  | 6,7  | 7,2   | 6,4   | 6,2   |      |      |       |       |       |      |     |     |      |      |     |     |     |
| Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.    | 196  | 192  | 207   | 190   | 189   |      |      |       |       |       |      |     |     |      |      |     |     |     |

\*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



## Minimales BIP-Wachstum in Q3 Vorbote eines schwachen Winterhalbjahres

- Die Dynamik der deutschen Wirtschaft hat im dritten Quartal nachgelassen. Nach durchschnittlichen Wachstumsraten von etwa 0,3% gg. Vq. in den vorherigen sechs Quartalen wuchs die deutsche Wirtschaft in Q3 2014 nur um 0,1%.
- Die Zusammensetzung des Wachstums war sehr einseitig. So war der Konsum dank des robusten Arbeitsmarkts die mit Abstand stärkste Wachstumsstütze. Der Außenbeitrag war zwar leicht positiv, aber die Exportdynamik hat 2014 nachgelassen. Die Ausrüstungsinvestitionen bremsten das Wachstum deutlich. Sie gaben wegen verhaltener Nachfrageerwartungen, geopolitischer Risiken und der geringen Kapazitätsauslastung kräftig nach.
- Im Winterhalbjahr dürfte die Wirtschaft in etwa stagnieren und es besteht das Risiko eines leicht rückläufigen BIPs in einem der Quartale, da sich die Stimmungsindikatoren zuletzt weiter abgeschwächt haben. Die Ausgangsbasis für 2015 ist entsprechend niedrig und unsere Wachstumsprognose von 0,8% markiert das untere Ende der Consensus-Erwartungen.

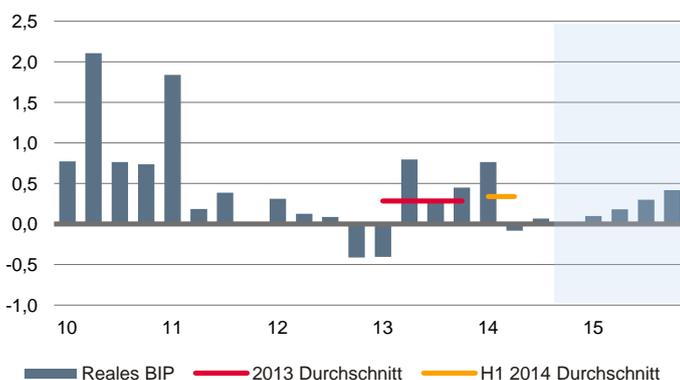
### Konjunkturelle Dynamik hat in Q3 nachgelassen

Das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist in Q3 um 0,1% gg. Vq. gestiegen. Dies ist zwar mehr als im Vorquartal (-0,1%). Die Beschleunigung ist aber Ergebnis der negativen Gegenreaktion in Q2 nach dem außergewöhnlich starken Q1 (+0,8%). Diese starken Schwankungen resultierten vor allem aus den Bauinvestitionen, die in Q1 dank des milden Winters die höchste Wachstumsrate seit Q1 2011 aufwiesen. Im Durchschnitt wuchs das BIP in der ersten Jahreshälfte um gut 0,3% je Quartal und damit in etwa so stark wie in 2013. Insgesamt hat die konjunkturelle Grunddynamik im vergangenen Quartal spürbar nachgelassen. Immerhin haben sich die teilweise geäußerten Befürchtungen, dass Deutschland in eine (technische) Rezession abrutschen könnte, nicht bewahrheitet. Diese waren aufgrund der schwachen Monatszahlen, zum Beispiel die rückläufige Industrieproduktion und merklich eingetrübte Stimmungsindikatoren, aufgekommen.

BIP-Wachstum: Verlangsamung in Q3

1

Reales BIP, % gg. Vq.

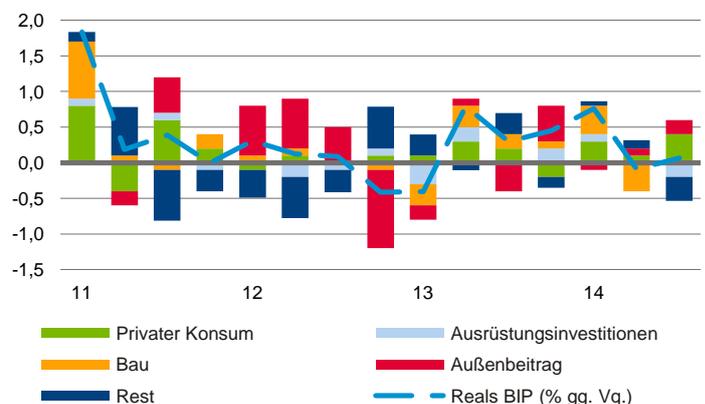


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Investitionen bremsten Q3 BIP aus

2

Wachstumsbeitrag zum BIP, %-Punkte gg. Vq.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



## Geopolitik und Konjunktursorgen bremsen Investitionen

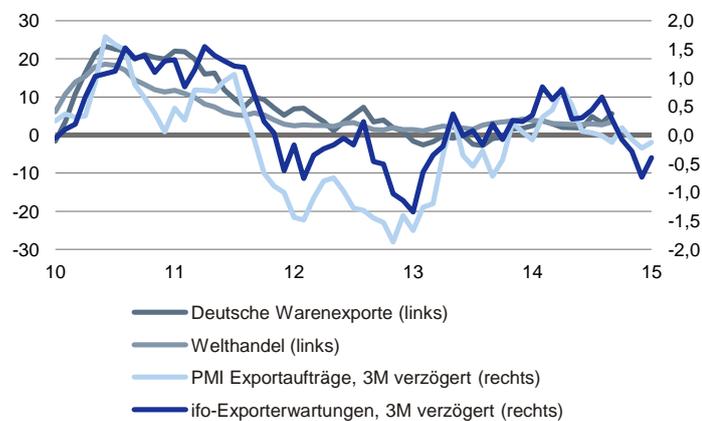
Der wichtigste Bremsfaktor für das Q3 BIP-Wachstum war der markante Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen (-2,3% nach +0,4%). Dieser entspricht einem negativen Wachstumsbeitrag von 0,2%-Punkten und war eine Reaktion auf fallende Exportaussichten, geopolitische Risiken und eine nur moderate Kapazitätsauslastung. Die ifo-Exportorerwartungen fielen um über 6 Punkte zwischen Mai und September. Im November gab es nur eine leichte Erholung. Auch wenn der Rückgang etwas übertrieben erscheint angesichts der vergleichsweise besseren Auftragseingänge aus dem Ausland (laut PMI) sowie der tatsächlichen Exportentwicklung in Q3, so ist er zumindest ein Zeichen der Verunsicherung der Unternehmen. Grafik 4 zeigt die Suchintensität nach dem Wort „Krise“ in Deutschland auf Google, die eine recht hohe Korrelation mit den inländischen Investitionsgüterbestellungen und den Ausrüstungsinvestitionen aufweist. Selbst ohne diese Unsicherheitsfaktoren wären die in Q3 & Q4 rückläufige und nahe dem historischen Durchschnitt liegende Kapazitätsauslastung ein Zeichen dafür, dass die Nachfrage nicht ausreicht, um Investitionen anzustoßen.

Die Unsicherheit und die Konjunktursorgen könnten auch hinter dem Lagerabbau stehen, der die Quartalswachstumsrate um 0,5%-Punkte senkte. Diese BIP-Komponente ist in Deutschland zwar eine Restgröße und hoch volatil, was sie schwer interpretierbar macht. Allerdings passt diese Entwicklung zur rückläufigen Industrieproduktion (Q3: -0,3% gg. Vq.), insbesondere zum Rückgang bei der Produktion von Vorleistungsgütern (-0,9%), sowie zur Lagereinschätzung der Industrieunternehmen laut der ifo-Umfrage.

Zu erwartende Abschwächung wohl übertrieben

3

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



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

Krisen(sorgen) und Investitionsgüterbestellungen

4

Deutschland, gl. 3M-Schnitt



Quellen: Google, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Außenbeitrag leicht positiv

Trotz der merklich eingetrübten Exportorerwartungen trug der Außenhandel in Q3 leicht zum Wachstum bei. Die realen Exporte legten um 1,9% gg. Vq. zu (nach 1,5%). Die Importe wuchsen ebenfalls robust (+1,7% nach +1,1%). Die ifo Exportorerwartungen deuten eine markante Eintrübung in den kommenden Monaten an; wie im Verlaufe von 2013 dürfte dies sich aber nur teilweise in der tatsächlichen Entwicklung niederschlagen. Außer Russland lässt sich kein klarer einzelner Bremsfaktor für die deutschen Exporte ausmachen. Deutsche Exporte dorthin lagen in Q3 nominal 18% unter Vorjahr, was das gesamte Exportwachstum ungefähr um 0,5%-Punkte absenkt. Die großen Zielregionen trugen 2014 bislang alle zum Wachstum bei. Insbesondere Exporte in die Vereinigten Staaten (+13%) und nach Asien (+10%) waren deutlich im Plus. Die Grunddynamik blieb

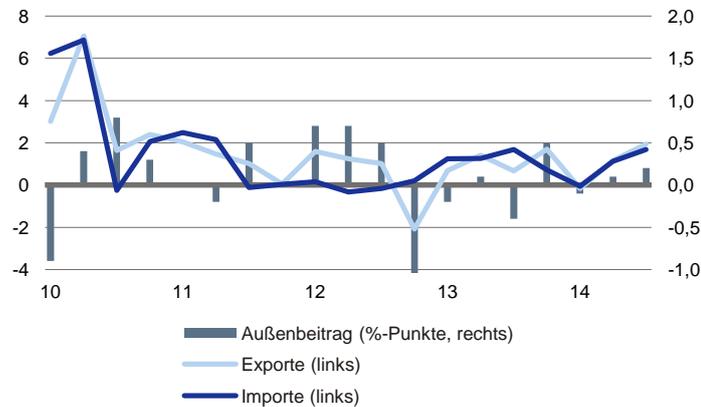


insgesamt jedoch nur moderat, was auch zu dem schwachen Wachstum des Welthandels passt.

Robuste Ex- und Importe in Q3

5

Real, sb., % gg. Vq.

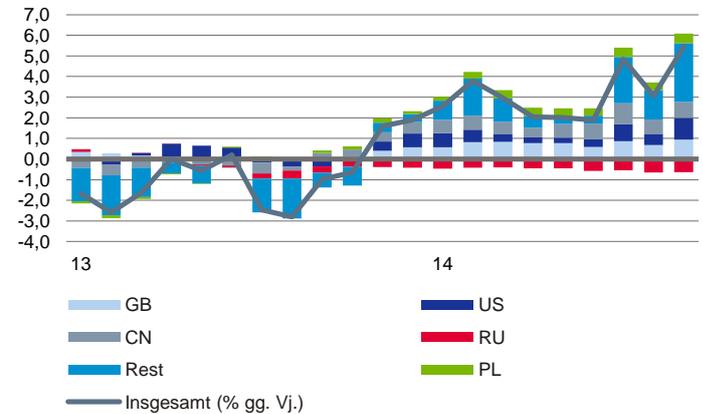


Quelle: Statistisches Bundesamt

Russland dämpft Exportwachstum

6

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



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

### Robuster Arbeitsmarkt blieb Konjunkturstütze

Die aus dem internationalen Umfeld resultierenden Bremseffekte wurden durch den kräftigen privaten Konsum z.T. kompensiert. Er legte um 0,7% zu – der stärkste Anstieg seit Q1 2011 – und blieb die mit Abstand wichtigste Wachstumsstütze. Damit trug er 0,4%-Punkte zum Wachstum des Q3 BIP bei. Die verfügbaren Einkommen lagen in den letzten drei Quartalen jeweils um etwa 2% über Vorjahr (Q3: +2,4%). Die Einkommensdynamik wird nahezu ausschließlich durch Arbeitnehmerentgelte getrieben. Diese setzt sich zusammen aus deutlich steigenden Löhnen (Tariflöhne: +2,7% gg. Vj.) und einem kräftigen Beschäftigungsaufbau. So betrug das Plus bei den Arbeitnehmerentgelten (Lohnsumme) 3,7% und erreichte damit eine ähnlich hohe Rate wie in den Vorquartalen und fast so hohe Raten wie in den „Boomjahren“ 2010 und 2011. Die Beschäftigtenzahl stieg in Q3 um 80 Tsd. gg. Vq., nachdem sie in den zwei Vorquartalen sogar noch um gut 120 Tsd. zulegen konnte. Getragen wird diese Entwicklung von dem Aufbau sozialversicherungspflichtiger Beschäftigungsverhältnisse, hoher Zuwanderung und einer steigenden Beschäftigungsquote. Dagegen stagnieren die Einkommen aus unternehmerischer und selbstständiger Tätigkeit sowie Vermögen seit vier Quartalen (+0,2%). Dies ist mit der geringen Auslastung und steigenden Lohnkosten zu erklären, die angesichts des hohen Wettbewerbsdrucks nur teilweise an die Verkaufspreise weitergereicht werden können, was auf die Gewinne drückt. Zudem dämpft das Niedrigzinsumfeld die Vermögenseinkommen.<sup>1</sup> Angesichts der insgesamt positiven Einkommensentwicklung konnte das Konsumplus finanziert werden, ohne dass die Sparquote sank. Sie betrug 9,3% und blieb damit die letzten 8 Quartale nahezu konstant.

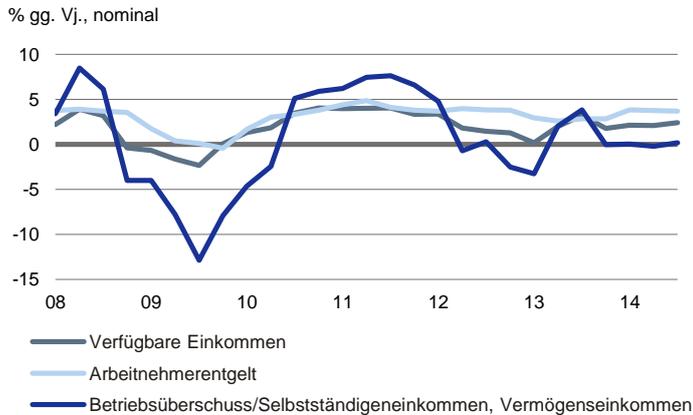
<sup>1</sup> Die Einkommen aus unternehmerischer Tätigkeit und Vermögen sind nur auf Jahresbasis in stärker disaggregierter Form verfügbar.



Ausblick Deutschland

Einkommenswachstum durch Arbeitnehmerentgelt getrieben

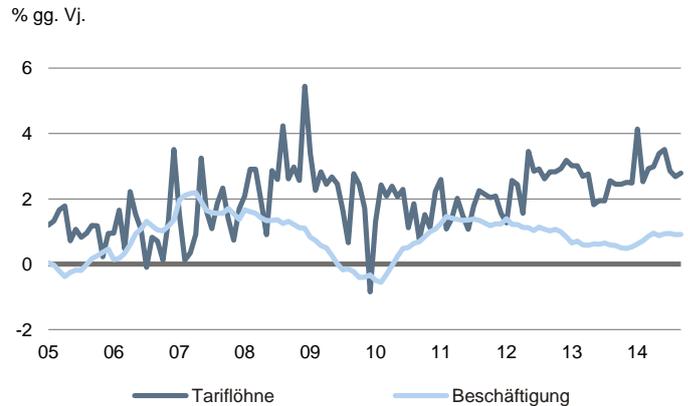
7



Quelle: Statistisches Bundesamt

Hohes Lohn- und robustes Beschäftigungswachstum

8

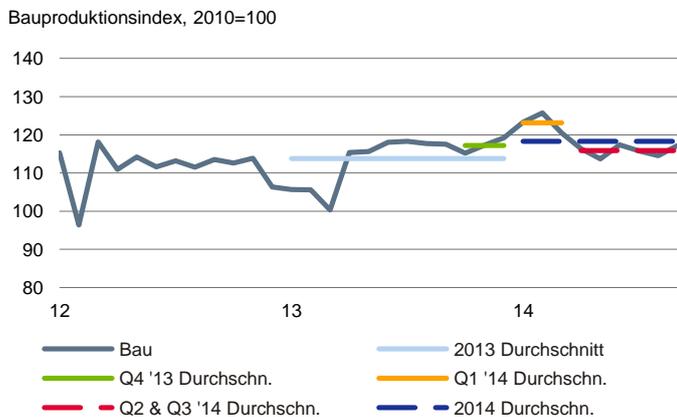


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank

Die Bauinvestitionen trugen nicht zum Wachstum bei. Nach dem wetterbedingten Auf (Q1: +4,2% gg. Vq.) und Ab (Q2: -3,9%) in der ersten Jahreshälfte war unsere ursprüngliche Erwartung, dass der Bau im dritten Quartal erneut eine Gegenbewegung zeigen und damit zum Wachstum beitragen würde. Dies war auf positive Stimmungsindikatoren (PMI der Bauindustrie), die Auftragslage sowie das positive Umfeld (niedrige Zinsen, steigende verfügbare Einkommen, Zuwanderung) gestützt. Allerdings gingen die Bauinvestitionen gegen Vorquartal leicht zurück. Sie liegen aber dank des guten Q1 3,6% über Vorjahr.

Stabiler Bau nach yo-yo in H1

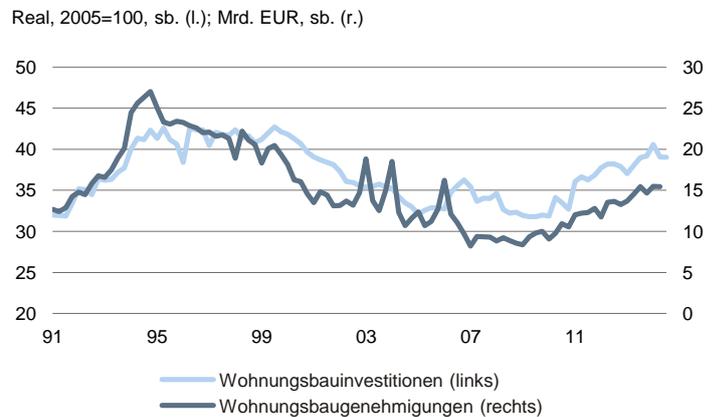
9



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Wohnungsbau mit Aufwärtstrend

10



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank

Stimmungsdaten und Investitionsgüterbestellungen deuten auf schwaches Winterhalbjahr hin

Die verfügbaren Indikatoren deuten daraufhin, dass das BIP-Wachstum in etwa stagnieren dürfte. Prognosen auf Basis des ifo-Index und der PMIs deuten zwar auf Wachstumsraten von 0,2%-0,3%. Sie waren allerdings in den letzten Quartalen jeweils zu optimistisch. Insgesamt bleiben wir bei unserer Einschätzung, dass das Risiko besteht, dass eines der nächsten beiden Quartale negativ ausfällt. Immerhin könnte der Anstieg des ifo-Index im November andeuten, dass die konjunkturelle Verlangsamung zum Ende kommt. Unsere vorsichtige Einschätzung der kurzfristigen Aussichten ist auch auf die weiter rückläufigen inländischen Investitionsgüterbestellungen gestützt, die eine recht hohe Korrelati-



Ausblick Deutschland

Investitionsgüterbestellung deuten auf weiteren Rückgang der Investitionen hin **11**

Real, % gg. Vq.



Quelle: Statistisches Bundesamt

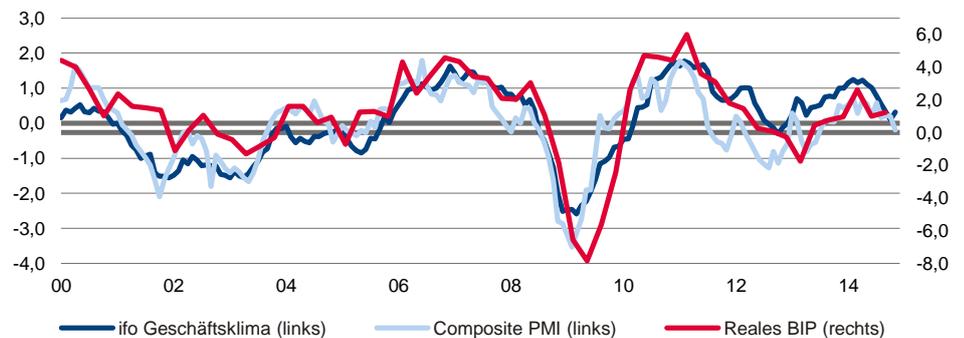
on mit den Ausrüstungsinvestitionen und etwa ein Quartal Vorlauf aufweisen. Sowohl die ifo-Exportorerwartungen als auch die Exportauftragskomponente des PMI lassen in Q4 schwächere Exporte erwarten. Dagegen deuten vorlaufende Indikatoren für Konsum und Beschäftigung auf solide Konsumzuwächse hin.

2014 BIP jetzt 1,4% dank Aufwärtsrevisionen, aber Prognose für 2015 bleibt bei 0,8%

Dank der leichten Aufwärtsrevisionen des BIP-Wachstums in Q1 und Q2 haben wir unsere Wachstumsprognose für das Gesamtjahr leicht auf 1,4% von 1,3% angehoben. Dagegen bleibt unsere niedrige Prognose für 2015 bestehen. Selbst wenn sich die Wachstumsdynamik im Verlauf des Jahres 2015 wie von uns erwartet wieder Richtung Trendrate beschleunigen sollte, dürfte das durchschnittliche Wachstum auf lediglich 0,8% fallen. Mit dieser Prognose sind wir laut Consensus Economics die pessimistischsten Prognostiker.

Fallende Stimmungsdaten deuten auf schwaches Q4 2014 hin **12**

Standardisierte Werte (links); % gg. Vj. (rechts)



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

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



## Schleppende deutsche Exportentwicklung: Zyklisch oder strukturell?

- Nach dem Einbruch des Welthandels während der Wirtschafts- und Finanzkrise im Jahr 2009 erholte sich dieser in den Jahren 2010/11 relativ kräftig. Seit dem Jahr 2012 dümpelt der Welthandel allerdings vor sich hin und wuchs anders als in den vergangenen Jahrzehnten sogar schwächer als das globale BIP. Strukturelle Veränderungen sprechen dafür, dass sich der Welthandel auch in den nächsten Jahren relativ schwach entwickeln dürfte.
- Dieser schwächere Trend schlägt sich auch in einer weniger dynamischen Entwicklung der deutschen Exporte nieder. Für Deutschland stellen sich daher die folgenden Fragen: Geht die schwächere Entwicklung der deutschen Exporte auf temporäre zyklische Faktoren oder auf strukturelle, dauerhafte Veränderungen zurück? Kann der Export in den nächsten Jahren seine übliche Rolle als Wachstumstreiber erfüllen?
- Deutschland profitierte eindeutig von der zunehmenden internationalen Handelsverflechtung in den vergangenen Jahrzehnten. Die Haupttreiber hinter dem kräftigen Anstieg des Handels waren die Integration der Schwellenländer in die internationale Arbeitsteilung und technologischer Fortschritt, die zusammen grundlegende Veränderungen der Organisation der Arbeit und Produktionsmethoden auslösten, den Aufbau globaler Wertschöpfungsketten ermöglichte und die Handelskosten deutlich senkten.
- Die wenig dynamische Entwicklung seit dem Jahr 2012 deutet auf strukturelle Veränderungen hin. Der Aufbau globaler Wertschöpfungsketten dürfte vorerst ein Plateau erreicht haben, die stärkere Binnenfokussierung der chinesischen Wirtschaft den Welthandel geringere Impulse liefern und die Verhandlungen neuer großer Handelsabkommen gestalten sich zunehmend schwieriger. Zudem wurden von den G20-Ländern neue restriktive Handelsmaßnahmen erlassen, die den Handel dämpfen.
- Das deutsche Exportwachstum dürfte auch in den nächsten Jahren relativ verhalten sein. Der Vergleich der tatsächlichen Entwicklung mit der geschätzten unseres Handelsmodells deutet darauf hin, dass die geringere Elastizität bezüglich des globalen Wachstums struktureller Natur ist und es eine Niveauverschiebung gegeben haben dürfte. Wir rechnen mit einem durchschnittlichen Wachstum der realen deutschen Exporte im unteren Bereich des Korridors von 4% bis 6% im Zeitraum von 2014 bis 2019, die durch eine Abwertung des Euro unterstützt werden dürfte.

Nach dem Einbruch des Welthandels während der Wirtschafts- und Finanzkrise im Jahr 2009 erholte sich dieser in den Jahren 2010/11 relativ kräftig. Seit dem Jahr 2012 dümpelt der Welthandel allerdings vor sich hin und wuchs sogar schwächer als das globale BIP. Dies stand im klaren Gegensatz zu der Entwicklung der vergangenen Jahrzehnte und war ein Hauptgrund für die insgesamt enttäuschende Entwicklung der Weltwirtschaft in den vergangenen drei Jahren. Strukturelle Veränderungen sprechen dafür, dass sich der Welthandel auch in den nächsten Jahren relativ schwach entwickeln dürfte und bis zum Jahr 2019 im Durchschnitt nur unwesentlich stärker als das globale BIP (gut 3½%) expandieren wird.<sup>2</sup>

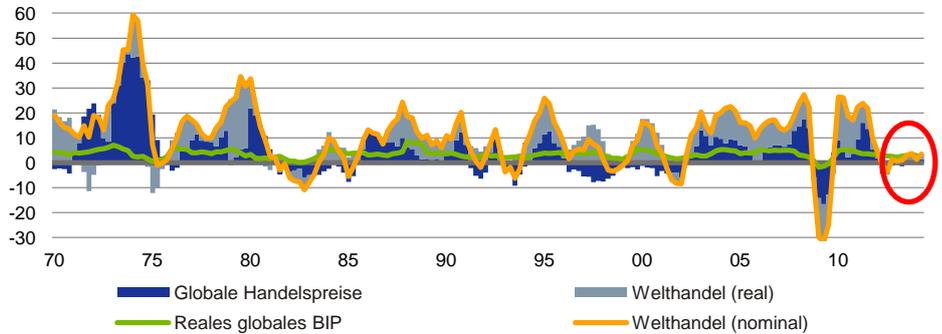
<sup>2</sup> Peters, H., S. Schneider (2014). Sluggish global trade – cyclical or structural? Global Economic Perspectives. Deutsche Bank Research. 26. November 2014.



Schwache Entwicklung des realen Welthandels und der Welthandelspreise in den vergangenen Jahren

1

% gg. Vj.

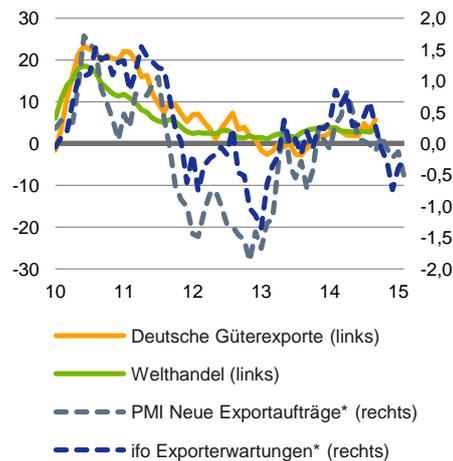


Quellen: IWF - IFS, Deutsche Bank Research

Schwache Entwicklung und eingetrübter Ausblick für die deutschen Exporte

2

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



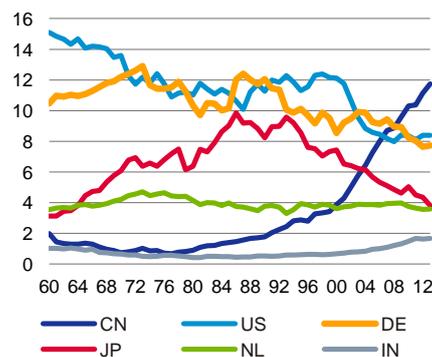
\* Vorlauf von 3 Monaten

Quellen: Deutsche Bundesbank, Ifo, Markit, CPB, Deutsche Bank Research

Chinas beeindruckender Aufstieg zur weltweit größten Handelsnation

3

% des globalen Warenhandels



Quelle: UNCTADstat

Dies dürfte weitreichende Folgen für die offene deutsche Volkswirtschaft haben, deren Exporte in den vergangenen Jahrzehnten etwa im Gleichlauf mit dem globalen Handelswachstum expandierten. Deutschland profitierte eindeutig von der zunehmenden internationalen Handelsverflechtung. Deutsche Unternehmen waren beim Aufbau globaler Wertschöpfungsketten überdurchschnittlich erfolgreich. Die bei gegebenem Wachstum der Weltwirtschaft schwächere Entwicklung des Welthandels zeigt sich bereits seit 2012 in einer weniger dynamischen Entwicklung der deutschen Exporte. Für Deutschland stellen sich daher die folgenden Fragen: Geht die schwächere Entwicklung der deutschen Exporte auf temporäre zyklische Faktoren zurück oder auf strukturelle, dauerhafte Veränderungen? Kann der Export in den nächsten Jahren seine übliche Rolle als Wachstumstreiber erfüllen?

Zusammenspiel günstiger Faktoren sorgte für deutschen Exportboom in vergangenen Jahrzehnten

In den vergangenen Jahrzehnten wuchsen die deutschen Exporte etwa so stark wie der Welthandel, so dass Deutschland seine Position als einer der weltweit größten Exporteure – trotz des Aufstiegs der Schwellenländer und im Gegensatz zu den übrigen großen Industrieländern – verteidigen konnte. Deutschland profitierte damit deutlich stärker als andere Länder von der zunehmenden Globalisierung, die dafür sorgte, dass der Welthandel in den vergangenen Jahrzehnten deutlich stärker als das globale BIP wuchs (1970 bis 2013: 5,6% gg. 3,6%). Dies war insbesondere in den 1990er Jahren der Fall, als der Welthandel mehr als doppelt so schnell wie die Weltwirtschaft expandierte. Der globale Offenheitsgrad – definiert als das Verhältnis von Welthandel zu Welt-BIP – stieg von etwa 15% Anfang der 1990er Jahre auf aktuell 25%. Die verstärkte internationale Arbeitsteilung bewirkte eine deutliche Erhöhung der globalen Wohlfahrt, insbesondere in den Schwellenländern.

Die Haupttreiber hinter dem kräftigen Anstieg des Handels waren

- die Integration der Schwellenländer in die internationale Arbeitsteilung. Vorausgegangen waren politische Reformen zum Teil Revolutionen, die unterstützt von weitreichenden Handelsabkommen, den raschen Aufholprozess vorantrieben;
- technologischer Fortschritt, der grundlegende Veränderungen der Organisation der Arbeit und Produktionsmethoden auslöste und die Handelskosten deutlich senkte.

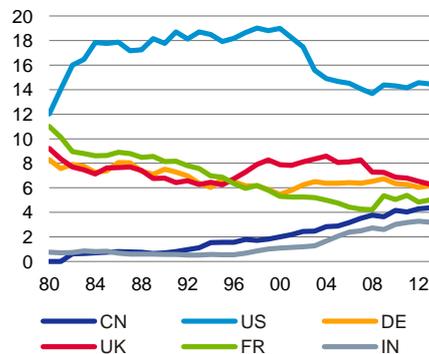


## Ausblick Deutschland

### USA dominieren weiter den Dienstleistungshandel

4

% des globalen Dienstleistungshandels

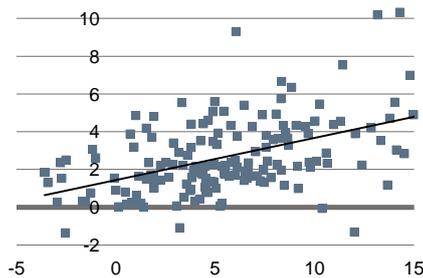


Quelle: UNCTADstat

### Reales BIP pro Kopf wuchs in Ländern mit kräftigerem Exportwachstum schneller

6

x-Achse: reales Exportwachstum;  
y-Achse: Wachstum des realen BIP pro Kopf  
(Median 1990-2013; % gg. Vj.)

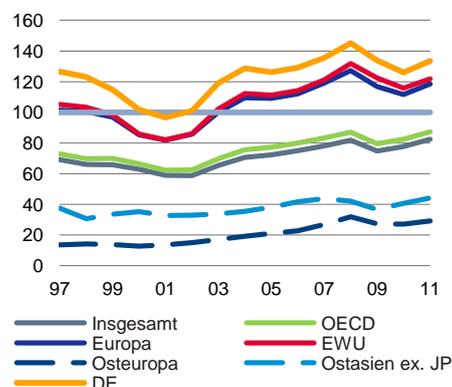


Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

### Stundenverdienste am geringsten in Osteuropa und Ostasien (ohne Japan)

7

Stundenverdienste im verarbeitenden Gewerbe  
(Index, US = 100)



Quelle: BLS

### Welthandel und deutsche Exporte wuchsen in vergangenen Jahrzehnten deutlich stärker als das globale BIP

5

|       | Globales BIP-Wachstum<br>% gg. Vj. | Globales Handelswachstum<br>gg. Vj. | Deutsches Exportwachstum<br>% gg. Vj. |
|-------|------------------------------------|-------------------------------------|---------------------------------------|
| 70-13 | 3,6                                | 5,6                                 | 5,3                                   |
| 70-79 | 4,0                                | 6,4                                 | 5,4                                   |
| 80-89 | 3,2                                | 3,7                                 | 4,8                                   |
| 90-99 | 3,1                                | 6,6                                 | 5,6                                   |
| 00-09 | 3,8                                | 5,1                                 | 4,6                                   |
| 10-13 | 4,0                                | 6,8                                 | 6,9                                   |

Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

### Öffnung der Schwellenländer

Mit der Liberalisierung der Handels- und der Finanzmärkte lösten die großen Schwellenländer massive Veränderungen bei den historisch gewachsenen Handelsbeziehungen aus und intensivierten den internationalen Wettbewerb. Der Anteil der Schwellenländer am globalen Handel erhöhte sich von 28% im Jahr 1978 auf fast die Hälfte im Jahr 2013. Von der deutlich gestiegenen Nachfrage nach Investitionsgütern profitierten insbesondere die deutschen Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes, die häufig die Weltmarktführerschaft innehaben.

Vor allem die Öffnung der beiden bevölkerungsreichsten Länder – China und Indien – mit einer Bevölkerung von 2,6 Mrd. Menschen oder 40% der Weltbevölkerung übte einen enormen Kostendruck auf die Unternehmen in den Industrieländern aus. Hinzu kamen die massiven politischen und ökonomischen Veränderungen in Osteuropa. Um sich nach dem Zerfall des Comecon in die internationale Arbeitsteilung zu integrieren, implementierten die osteuropäischen Länder weitreichende Strukturreformen und modernisierten und erweiterten ihre Produktionskapazitäten.

Die Öffnung Chinas begann Ende der 1970er Jahre mit der von Deng gestarteten Reform und Öffnungspolitik, die den Fokus auf die Industrie legte. Seit 2009 ist China der weltweit größte Exporteur von Waren. Im Gegensatz dazu startete Indien den Liberalisierungsprozess etwa 10 Jahre später und fokussierte sich auf den Dienstleistungssektor. Bis jetzt bleibt die indische Wirtschaft im Vergleich zur chinesischen allerdings relativ geschlossen.

Während sich beide Länder anfänglich auf die Massenproduktion von einfachen Waren, bspw. Textilien, Bekleidung und Schuhe, konzentrierten und damit ihren Lohnkostenvorteil ausspielten, kletterten sie kontinuierlich die Wertschöpfungskette in den Bereich der rasant wachsenden Informations- und Kommunikationstechnologie (IKT) hinauf. China drängte vor allem in den Bereich der Elektronik und Indien in den IKT-Dienstleistungsbereich. In der Folge reallozierten sie ihre Produktionsfaktoren immer mehr in Bereiche mit höherer Produktivität.<sup>3</sup>

Der verschärfte internationale Wettbewerb von den Niedriglohnländern mit ihrem fast unerschöpflichen Arbeitsangebot erhöhte den Druck auf die globalen Löhne, dämpfte die Preissteigerungen und damit auch die langfristigen realen Zinsen.<sup>4</sup> Die deutschen Unternehmen konnten ihre internationalen Marktanteile nur dadurch sichern, dass sie ihre Effizienz steigerten und innovierten, um die Technologieführerschaft nicht zu verlieren. Als Folge der erhöhten Importe, die Unternehmen zu Outsourcing und Offshoring zwangen, verringerte sich die Arbeitsnachfrage nach geringer-qualifizierten Arbeitskräften im Inland.

<sup>3</sup> Bensidoun, I. et al. (2009). The integration of China and India into the world economy: a comparison. The European Journal of Comparative Economics, 6(1), S. 131-155.

<sup>4</sup> Folkerts-Landau, D. et al. (2014). The Revived Bretton Woods System's First Decade, Deutsche Bank Research. Special Report. 16. August 2014.

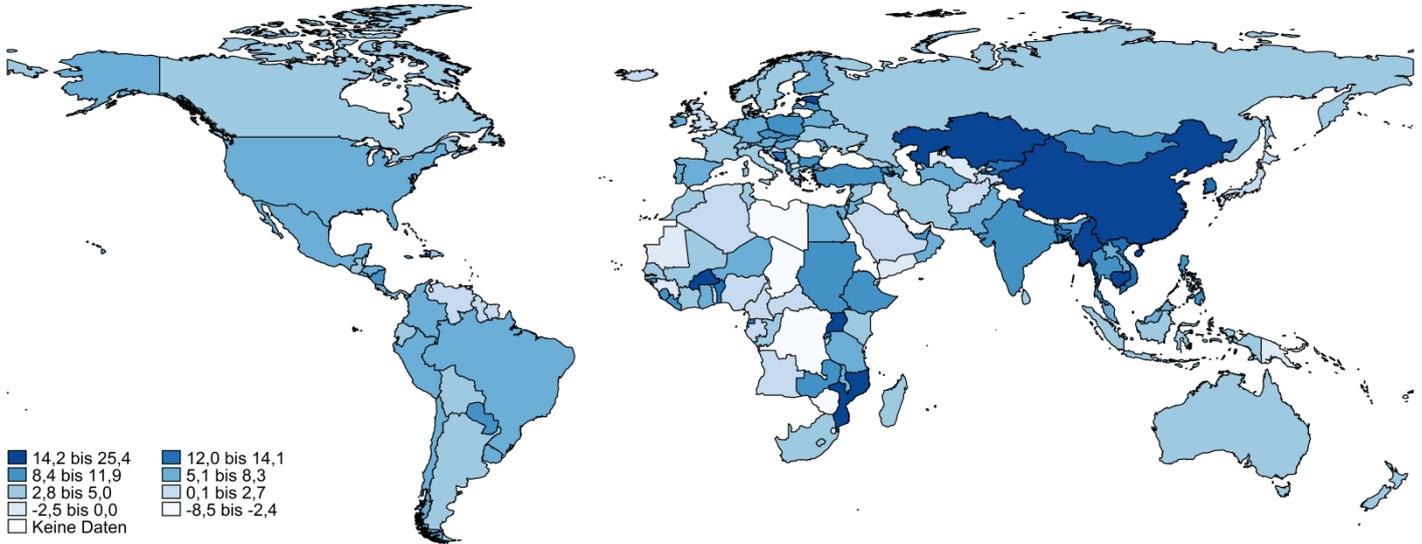


## Ausblick Deutschland

Höchstes Exportwachstum in den asiatischen Ländern

8

Exportwachstum (reale Werte, Median 1990-2013, % gg. Vj.)

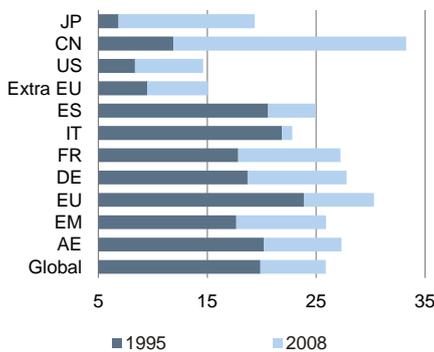


Quellen: IMF, Deutsche Bank Research

Ausländischer Wertschöpfungsanteil der Exporte seit Mitte der 1990er Jahre deutlich gestiegen

9

% der Exporte



Quellen: OECD/WTO TIVA, Deutsche Bank Research

### Globale Wertschöpfungsketten vertieften die internationale Arbeitsteilung

Die Möglichkeiten durch die Fortschritte im IKT-Bereich Tätigkeiten zu automatisieren oder die Wertschöpfungskette über verschiedene Stufen und Länder hinweg aufzuspalten erhöhte den Druck auf geringer-qualifizierte Arbeitskräfte, die Routineaufgaben ausführen, zusätzlich.<sup>5</sup> Unternehmen konnten ihre Wettbewerbsfähigkeit durch den Aufbau globaler Wertschöpfungsketten erheblich steigern, entweder durch den Aufbau von Tochterunternehmen, der Beteiligung/Übernahme an ausländischen Unternehmen (Offshoring) oder durch den Einkauf von Zwischenprodukten über externe Anbieter (Outsourcing).<sup>6</sup> Multinationale Unternehmen, aber vor allem die Konsumenten, profitierten von geringeren Preisen in Folge eines verschärften Wettbewerbs, einer größeren Vielfalt an Zwischenprodukten und einer effizienteren Produktion. Beispielsweise können multinationale Unternehmen auf zusätzliche internationale Expertise zurückgreifen, wenn sie Teile der Produktion an spezialisierte Unternehmen vergeben. Zudem wird die Erschließung ausländischer Märkte erheblich vereinfacht, wenn Teile der Produktion vor Ort erfolgen. Notwendig für das reibungslose Funktionieren globaler Wertschöpfungsketten sind weitreichende Handelsabkommen, Rechtssicherheit, das Vorhandensein spezialisierter Dienstleister, die Handelsfinanzierung und IKT.

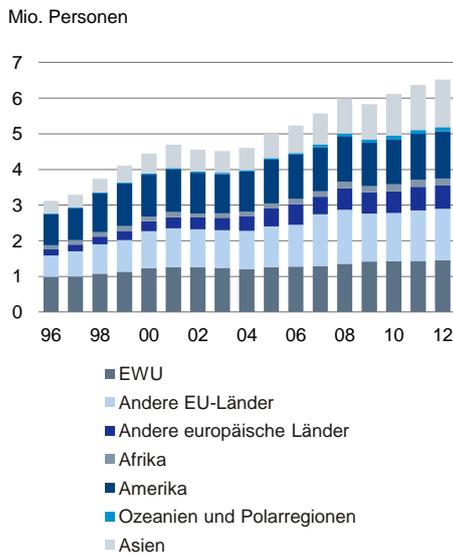
<sup>5</sup> Michaels, G. et al. (2014). Has ICT Polarized Skill Demand? Evidence from Eleven Countries over Twenty-Five Years. *The Review of Economics and Statistics*, 96(1), pp. 60-77. Baldwin, R. (2009). Integration of the North American economy and new-paradigm globalisation. CEPR Discussion Papers 7523.

<sup>6</sup> Grossman, G., Rossi-Hansberg, E. (2008). Trading Tasks: A Simple Theory of Offshoring. *American Economic Review*, 98 (5), pp. 1978-1997; Cadot, O. et al. (2011). Trade Diversification: Drivers and Impacts, in Jansen M., Peters, R., Salazar-Xirinachs, J.M. Trade and Employment: from Myths to facts. ILO.

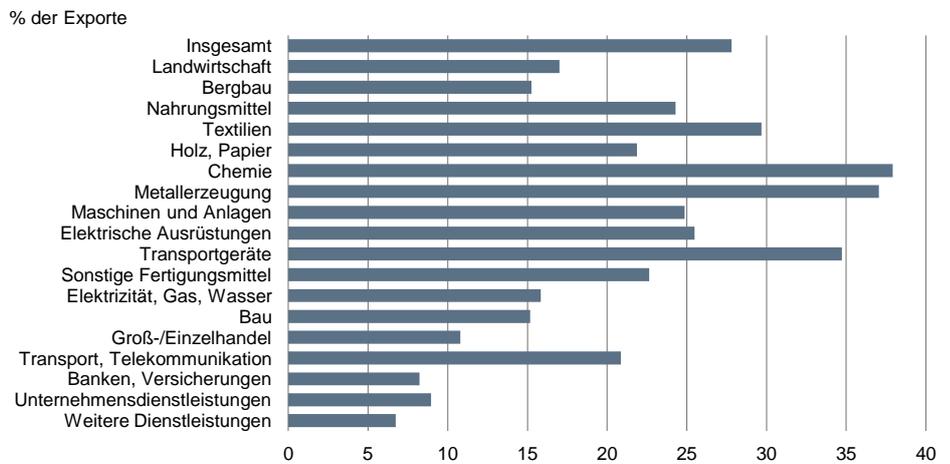


Ausblick Deutschland

Beschäftigte in ausländischen deutschen Tochterunternehmen **10**

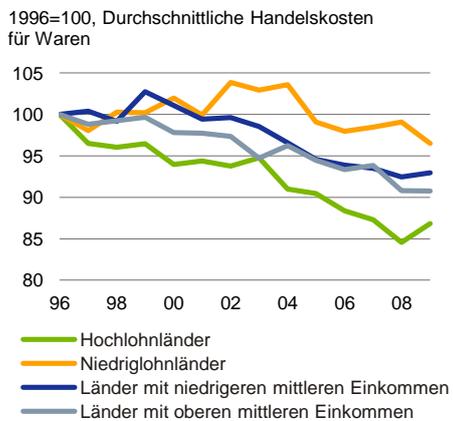


Ausländischer Wertschöpfungsanteil der Exporte bei Industrieerzeugnissen am höchsten **11**



Quelle: Deutsche Bundesbank

Handelskosten fielen am stärksten in Hochlohnländern **12**

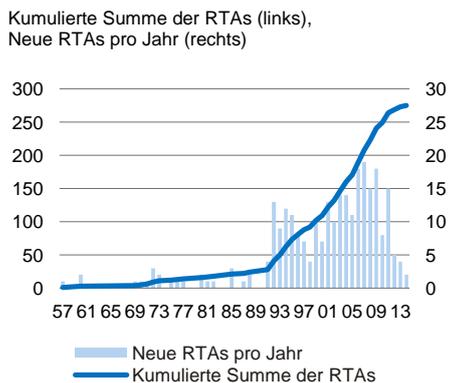


Der Übergang von einer rein nationalen zu einer globalen Wertschöpfungskette sorgte für einen deutlichen Anstieg des Anteils der ausländischen Wertschöpfung an den Exporten (Basar-Ökonomie<sup>7</sup>). Deutschland kam besonders aufgrund der geographischen Nähe die Öffnung der osteuropäischen Länder zugute. Die deutsche Wirtschaft nutzte – dank der deutlich niedrigeren Lohnkosten – die neuen Möglichkeiten der Auslagerung von Teilen der Wertschöpfungskette intensiv und dies nicht nur in Richtung Osteuropa, sondern vor allem auch nach Asien. Dies veränderte die Güterstruktur des deutschen Warenhandels durch den Anstieg des Anteils der Vorleistungsgüter. Der Anteil der importierten Vorleistungsgüter an den Exporten stieg von 19% im Jahr 1995 auf 28% im Jahr 2008.

Handelskosten fielen durch Handelsabkommen, technologischem Fortschritt und Automatisierung deutlich

Diese Integration wurde erst durch weitreichende Handelsabkommen – Senkung von Zöllen, Abbau von nicht-tarifären Handelsbeschränkungen – und gesunkenen Transportkosten in Folge von technologischem Fortschritt und steigendem Automatisierungsgrad im Logistiksektor möglich. Die Handelskosten fielen in den vergangenen Jahrzehnten deutlich, insbesondere für Hochlohnländer.<sup>8</sup> Rechtsunsicherheit, Korruption und teilweise nicht funktionierende Verwaltungen stellen in einigen Schwellenländern aber nach wie vor eine erhebliche Belastung dar.

Keine Einigung auf multilaterale Abkommen erhöhte die Anzahl der RTAs seit Mitte der 1990er deutlich **13**



Multilaterale Verhandlungen brachten nur zähe Fortschritte, exemplarisch hierfür sind die seit dem Jahr 2001 geführten Doha-Verhandlungen. War es relativ einfach sich auf eine Absenkung der Zölle zu einigen, so stellte sich der darauf folgende Abbau von nicht-tarifären Handelshemmnissen und die Einigung auf internationale Standards ungleich schwieriger dar. Deshalb fanden Abschlüsse zunehmend in Form regionaler Handelsabkommen (RTAs) statt. Die weltweite Anzahl an RTAs verzehnfachte sich fast seit Anfang der 1990er Jahre. RTAs sind allerdings nur die zweitbeste Lösung, da sie typischerweise durch den Effekt der Handelsumlenkung einen Nachteil für die Nicht-Mitglieder darstellen.

<sup>7</sup> Sinn, H.-W. (2005). Die Basar-Ökonomie: Deutschland: Exportweltmeister oder Schlusslicht? Econ, 2nd edition. Aichele, R., Felbermayr, G. and Heiland, I. (2013). Neues aus der Basar-ökonomie. ifo Schnelldienst 6/2013.  
<sup>8</sup> Arvis, J.-F. et al. (2013). Trade Costs in the Developing World: 1995-2010. World Bank. Policy Research Working Paper 6309.



Für Deutschland bewirkte vor allem der europäische Integrationsprozess tiefgreifende Veränderungen, der mit der Gründung der EWU den Höhepunkt erreichte.

### Deutsches Exportwachstum dürfte wie der Welthandel weiter enttäuschen

Nach der Erholung der deutschen Exporte in den Jahren 2010/11 schwächte sich das Exportwachstum ab und auch im laufenden Jahr kam es zu keiner nachhaltigen Belebung. In diesem Jahr dürfte das Wachstum der Exporte bei rund 4% liegen. Dies dürfte etwas stärker als das Wachstum des Welthandels sein, so dass Deutschland seine internationale Position sogar leicht ausbauen kann. Dämpfend wirkt aber insbesondere die schwache globale Investitionsentwicklung, die aufgrund der hohen Handelsintensität relativ zu anderen BIP-Komponenten den Welthandel überproportional bremst. Die schwache Investitionsentwicklung geht auf globale Überkapazitäten, eine schwache Rohstoffpreisentwicklung, erhöhte geopolitische Risiken und eine hohe Unsicherheit über den globalen Ausblick (EWU, China) zurück.

Dabei belastet die deutschen Exporte die enttäuschende Dynamik in der Eurozone, dem mit Abstand wichtigsten Exportmarkt, besonders stark. Dies dürfte in den nächsten Jahren anhalten, da der noch in erheblichem Umfang nötige Schuldenabbau im privaten und öffentlichen Sektor das Wachstum schwächt. Im Gegensatz dazu wirkt die Entwicklung in den asiatischen Schwellenländern stützend. In Folge der US-getriebenen Erholung der Weltwirtschaft (2015P: 3,6%, 2016P: 3,7%) dürfte die zyklische Schwäche der Investitionen und der Exporte langsam auslaufen.

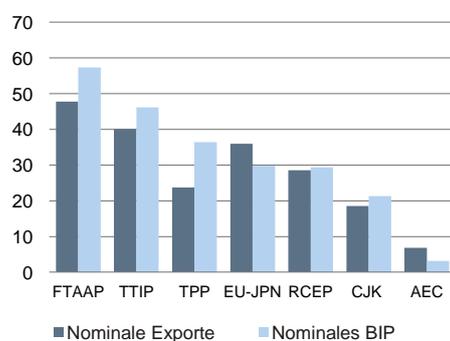
Die Rebalancierung der chinesischen Wirtschaft weg von der globalen Werkbank hin zu einer konsumgetriebenen Dienstleistungsgesellschaft dürfte die Nachfrage nach Investitionsgütern mittelfristig schwächen, was vor allem den deutschen Maschinen- und Anlagebau belasten dürfte.

### Tempo der Handelsliberalisierungen hat sich verlangsamt

Ökonomische Bedeutung geplanter RTAs

14

% der globalen Exporte bzw. BIP



Quellen: WTO, UNCTAD, IWF, Deutsche Bank Research

Die Zölle wurden in den vergangenen Jahrzehnten bereits merklich reduziert. Die deutschen Exporte können daher nur durch eine Einigung auf den weiteren Abbau bei nicht-tarifären Handelshemmnissen einen deutlichen Wachstumsschub erhalten. Eine Einigung zu erzielen ist in diesen Bereichen, wie bspw. der staatlichen Auftragsvergabe, Direktinvestitionen, Dienstleistungen, geistigem Eigentum, Arbeits- und Umweltstandards und in der Landwirtschaft, allerdings deutlich schwieriger. Einen Hoffnungsschimmer lieferte Ende vergangenen Jahres die Absichtserklärung, in Bali das Handelserleichterungsabkommen (TFA) zu beschließen, das bis Mitte 2014 unterzeichnet werden und bis Mitte 2015 in Kraft treten sollte. Mitte 2014 scheiterte eine Einigung allerdings an der Ablehnung durch Indien, Kuba, Venezuela und Bolivien. Kürzlich wurde dem TFA aber doch von allen Ländern zugestimmt. Die Ratifizierung und tatsächliche Umsetzung dürfte aber wahrscheinlich mehrere Jahre dauern und die positiven Effekte begrenzt sein, da ein Großteil des Bali-Pakets schon unilateral implementiert wurde.<sup>9</sup>

Bei den derzeit verhandelten RTAs könnte eine erfolgreiche Einigung zwischen den USA – dem drittgrößten Zielland deutscher Exporte – und der EU auf die Transatlantic Trade and Investment Partnership (TTIP) für einen deutlichen Schub bei den deutschen Exporten sorgen. Die Verhandlungen sind allerdings

<sup>9</sup> Evenett, S.; Jara, A. (2013). Building on Bali: A Work Programme for the WTO. A VoxEU.org eBook. CEPR.



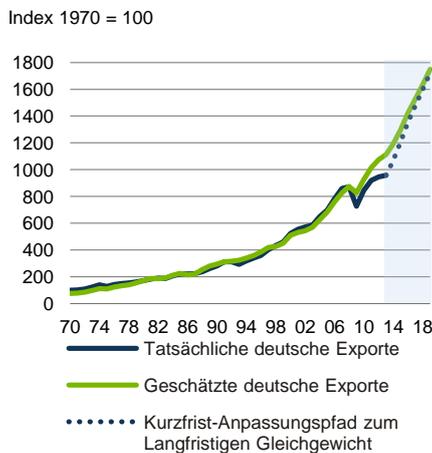
ins Stocken geraten und ein Abschluss dürfte bestenfalls in einigen Jahren erfolgen.

Sollte es bei den anderen momentan laufenden RTA-Verhandlungen (Trans Pacific Partnership (TPP), Comprehensive Economic Partnership (RCEP)), an denen die europäischen Länder nicht teilnehmen, zu einem Abschluss kommen, hätte dies tendenziell durch die zu erwartende Handelsumlenkung einen negativen Effekt auf den deutschen Außenhandel. Zudem könnten bestehende deutsche Wertschöpfungsketten mit den asiatischen Ländern weniger attraktiv sein und auseinandergerissen werden.

Hinzu kommt, dass die Anzahl der von den G20-Ländern erlassenen restriktiven Handelsmaßnahmen kontinuierlich steigt und den Handel dämpfen.

Langfrist-Beziehung zwischen deutschen Exporten, Terms of Trade und globalem BIP

15



Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

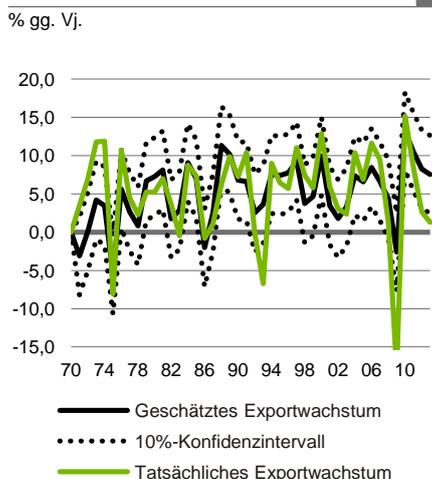
Schwache deutsche Exportentwicklung seit 2012 wohl Folge einer strukturell niedrigeren Handelselastizität des globalen BIP-Wachstums

Um auf einem formalen Weg zu überprüfen, ob es einen Bruch bei dem Zusammenhang zwischen dem globalen BIP-Wachstum und den deutschen Exporten seit 2012 und eine Niveauverschiebung gab, d.h. eine fehlende Konvergenz zum bis dato geltenden langfristigen Gleichgewicht, vergleichen wir die tatsächliche Entwicklung der deutschen Exporte seit 2012 mit der geschätzten Entwicklung unseres Handelsmodells. Wir schätzen ein Fehlerkorrekturmodell mit den deutschen Exporten, den Terms of Trade und dem globalen BIP über den Beobachtungszeitraum von 1977 bis 2008.<sup>10</sup> Zwischen diesen drei Variablen besteht historisch eine Langfristbeziehung, was die Kointegrationsbeziehung zwischen den Variablen zeigt. Die Kurzfristbeziehung des Modells beschreibt die tatsächliche Entwicklung der deutschen Exporte bis zum Jahr 2011 sehr gut.

Für die Jahre 2012 und 2013 zeigt die Modelllösung des Fehlerkorrekturmodells ein deutsches Exportwachstum, das deutlich über dem eingetretenen liegt. Die tatsächliche Entwicklung liegt sogar außerhalb des 10%-Konfidenzintervalls des Modells. Das Modell kann die tatsächliche Entwicklung somit seit dem Jahr 2012 nicht mehr erklären, was Indiz für einen Strukturbruch sein dürfte.

Deutsches Exportwachstum in den Jahren 2012/13 signifikant unter den geschätzten Werten

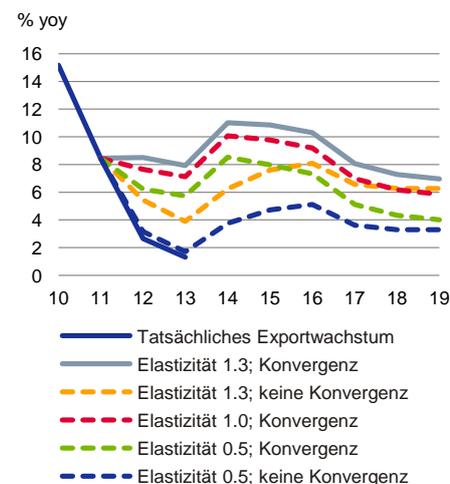
16



Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

Abweichung der tatsächlichen von der Modelllösung deutet auf niedrigere Elastizität und keiner Konvergenz

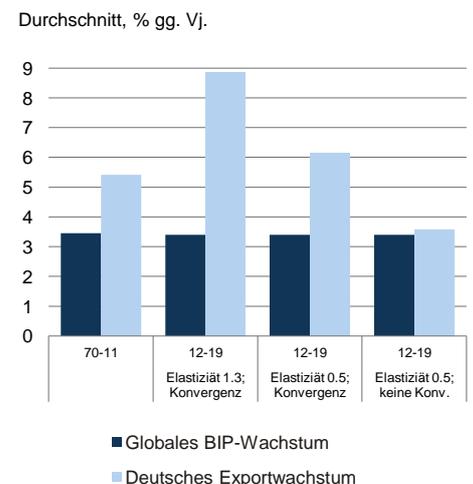
17



Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

Exportwachstum bei gegebenem globalem BIP-Wachstum wohl schwächer als in der Vergangenheit

18



Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

<sup>10</sup> Siehe Tabelle 19 mit den Schätzergebnissen des Fehlerkorrekturmodells.



Dies steht im Einklang mit den oben diskutierten zyklischen und strukturellen Faktoren, die auf eine geringere Handelselastizität des globalen BIP-Wachstums und/oder auf eine Niveaushiftung hindeuten. Wir berechnen verschiedene Szenarien, in denen wir unterschiedliche Elastizitäten und Niveaushiftungen unterstellen. Das Szenario, dass die tatsächliche Entwicklung der deutschen Exporte in den Jahren 2012 und 2013 am besten nachzeichnet ist das mit einer geringeren Elastizität und wahrscheinlich einer dauerhaften Niveaushiftung nach unten. Dies würde bedeuten, dass es keine Konvergenz zum langfristigen Gleichgewicht gäbe.

Das Szenario deutet somit darauf hin, dass die beeindruckende Entwicklung der Exporte in den vergangenen drei Jahrzehnten das Ergebnis verschiedener günstiger Faktoren war, von denen zumindest einige an Wirkung verlieren. Daher dürfte die Dynamik des Handels in den nächsten Jahren schwächer sein als die historische Korrelation. Unterstützt werden dürften die deutschen Exporte allerdings in den nächsten Jahren von der Abwertung des Euro, die eine Verschlechterung der Terms of Trade zur Folge haben dürfte. Wir rechnen mit einem durchschnittlichen Wachstum der realen deutschen Exporte im unteren Bereich des Korridors zwischen 4% und 6% im Zeitraum von 2014 bis 2019.

Fehlerkorrekturmodell (Engle Granger - 2-stufige Schätzung)

19

Langfrist-Beziehung

Endogene Variable: ln (reale deutsche Exporte)

Zeitraum: 1977-2008

|                      | Koef. | Std. Fehler | t     | P>t  | [95% Konfidenzintervall] |       |
|----------------------|-------|-------------|-------|------|--------------------------|-------|
| ln (reales Welt-BIP) | 1,86  | 0,04        | 41,37 | 0,00 | 1,76                     | 1,95  |
| ln (Terms of Trade)  | -0,81 | 0,16        | -5,10 | 0,00 | -1,14                    | -0,49 |
| Konstante            | -0,48 | 0,57        | -0,85 | 0,41 | -1,64                    | 0,68  |

Nullhypothese, dass die Residuen der Langfrist-Beziehung eine Einheitswurzel aufweisen, kann abgelehnt werden (Dickey-Fuller-Test: p-Wert von 0.04).

Kurzfrist-Beziehung

Endogene Variable: Wachstum deutscher Exporte, % gg. Vj.

|                           | Koef. | Std. Fehler | t     | P>t  | [95% Konfidenzintervall] |       |
|---------------------------|-------|-------------|-------|------|--------------------------|-------|
| Welt-BIP, % gg. Vj.       | 1,30  | 0,44        | 2,96  | 0,01 | 0,40                     | 2,20  |
| Terms of Trade, % gg. Vj. | -0,60 | 0,15        | -4,08 | 0,00 | -0,90                    | -0,30 |
| Fehlerkorrekturterm       | -0,32 | 0,12        | -2,75 | 0,01 | -0,55                    | -0,08 |
| Konstante                 | 0,01  | 0,02        | 0,91  | 0,37 | -0,02                    | 0,05  |
| Adj. R <sup>2</sup>       | 0,49  |             |       |      |                          |       |

Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

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

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



## EZB-Ausblick: Staatsanleihekäufe noch nicht im Dezember

- Nach der EZB-Ratssitzung am 4. Dezember dürften keine weiteren umfangreichen geldpolitischen Maßnahmen verkündet werden. Jüngste Reden, insbesondere von EZB-Präsident Draghi, ließen zwar weitere Lockerungsabsichten erkennen. Wir sehen dies aber eher als Rechtfertigung für schon getroffene oder angekündigte Schritte, denn als Auftakt einer kurzfristigen weiteren Lockerung.
- Zwei Gründe sprechen dafür, dass die von uns erwartete nächste Lockerungsstufe der Geldpolitik – das Einbeziehen von Staatsanleihen in ein breit angelegtes Anleihekaufprogramm – erst Anfang 2015 erfolgen dürfte:
  - i. Die Ergebnisse der zweiten Runde gezielter langfristiger Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) werden erst am 11. Dezember bekanntgegeben. Das ABS-Kaufprogramm ist erst seit zwei Wochen aktiv. Einige EZB-Ratsmitglieder haben durchblicken lassen, dass sie die Wirkung dieser Maßnahmen zunächst abwarten wollen.
  - ii. In der nächsten Ratssitzung werden zwar die neuen Wachstums- und Inflationsprognosen des EZB-Stabs vorliegen, mit deutlich niedrigeren Prognosen für BIP und Inflation in 2015. Diese dürften allerdings schon bei der letzten Sitzung vom Rat unterstellt worden sein.
- Ohne neue Maßnahmen wird der Fokus auf dem Pressestatement liegen. Dieses wird im Gegensatz zu Draghis Äußerungen während der Pressekonferenz im Rat abgestimmt. Eine „taubenhafte“ Rhetorik könnte das Enttäuschungspotential begrenzen und signalisieren, dass weitere Maßnahmen näher rücken.



Quelle: Reuters



Quelle: EZB (Survey of Professional Forecasters)

### Abwärtstrend der Inflationserwartungen nicht gestoppt

Das Primärziel der EZB ist eine Inflationsrate, die mittelfristig unter, aber nahe bei 2% liegt. Die Inflationsrate tendiert seit Ende 2011 abwärts und liegt seit Anfang 2013 unter 2%, im November lagen sie nur noch 0,3% über Vorjahr. Trotz umfangreicher Maßnahmen der EZB haben sich die Wachstumsaussichten zuletzt eher wieder eingetrübt. So gaben die Stimmungsindikatoren nicht zuletzt in Deutschland deutlich nach. Unsere Wachstumsprognose für die Eurozone für 2015 lag noch Mitte des Jahres bei 1,5%. Derzeit liegt sie bei 0,8%. Die Kerninflation tendiert zwar seit Anfang 2014 in etwa seitwärts. Sie liegt aber anhaltend unter 1%. Zudem könnte die niedrigere Gesamtinflation unerwünschte Zweitrundeneffekte haben.

Der rapide Verfall des Ölpreises dürfte diese disinflationäre Entwicklung verstärken. Der Preis für ein Barrel Rohöl der Sorte Brent war temporär bis unter USD 60 gefallen (Mitte 2014 lag er noch bei über USD 80). Die Entscheidung der OPEC, ihre Fördermenge nicht zu kürzen, dürfte hierfür maßgeblich gewesen sein. Angesichts des stark steigenden globalen Erdölangebots (z.B. durch US-Schieferöl) bei gleichzeitig wachstumsbedingt moderater Nachfrage besteht ein Überangebot auf dem Weltmarkt, das für einen entsprechenden Preisverfall sorgt.

Viel wichtiger als kurzfristige Inflationsschwankungen, insbesondere wenn sie durch Rohstoffpreise getrieben sind, sind für die EZB die mittelfristigen Inflationserwartungen. Allerdings zeigt sich auch hier eine merkliche Abwärtstendenz. Der 5J5J-Swap-Satz, den die EZB laut Draghi als Maßstab für die mittelfristig eingepreiste Inflation ansieht, deutet auf Inflationserwartungen von 1,8% hin. Ein ähnliches Ergebnis zeigt sich bei der quartalsweisen Befragung der profes-

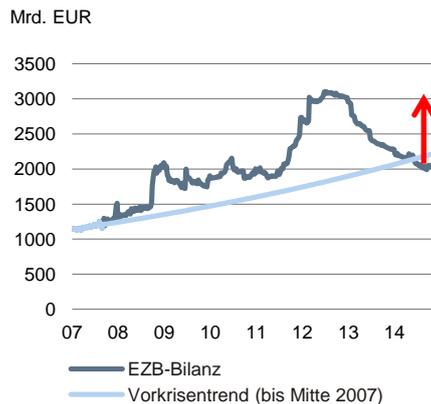


sionellen Prognostiker durch die EZB. Diese erwarten in 5 Jahren eine Inflationsrate von 1,8%. Ende 2013 stand der Wert noch bei 2%. Auch die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation noch in 5 Jahren unter 1,5% liegt, wird durch die Prognostiker zunehmend höher eingeschätzt.

### Draghi bereit zu handeln; EZB-Rat aber wohl (noch) nicht

EZB-Bilanz rd. EUR 1 Billion unter 2012er Niveau

3



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Zuletzt stabilisierte sich die Bilanz

4



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Angesichts dieser Aussichten wurden die Botschaften der EZB zuletzt offensiver. Nachdem es vor dem letzten Treffen des EZB-Rats noch Diskussionen über dessen Geschlossenheit gab – Draghi hätte sich zu weit weg bewegt vom Konsens innerhalb des EZB-Rats –, war die Sprache der Anfang November veröffentlichten Pressemitteilung recht deutlich. So soll die Bilanz der EZB wieder in Richtung des Standes von Anfang 2012 anwachsen. Dies entspräche einer Expansion um EUR 1 Billion. Zudem wurde der EZB-Stab beauftragt, weitere umfangreiche Maßnahmen vorzubereiten, um bei Bedarf schnell reagieren zu können – dies wurde allgemein hin auf mögliche Staatsanleihekäufe bezogen. Auch in seiner Rede vor dem European Banking Congress (21. November) blieb Draghis Rhetorik entschlossen. So bezeichnete der EZB-Präsident die Inflation als übertrieben niedrig und sagte, dass die EZB alles tun wird, um die Inflationserwartungen so schnell wie möglich anzuheben.

Die Aussagen anderer EZB-Ratsmitglieder waren vorsichtiger. Neben der altbekannten skeptischen Haltung von Jens Weidmann gegenüber einer noch stärker akkommodierenden Geldpolitik waren auch die Äußerungen anderer Ratsmitglieder zuletzt zurückhaltend. EZB-Vizepräsident Constancio und die Ratsmitglieder Couere und Nowotny haben mit unterschiedlichen Worten darauf hingewiesen, dass es zu früh ist, um die Wirksamkeit der schon getroffenen oder angekündigten Maßnahmen zu bewerten. Im ersten Quartal dürfte klarer sein, ob die neuen gezielten langfristigen Tender (Targeted longer-term refinancing operations/TLTRO) und die teilweise schon angelaufenen Käufe privater Anleihen (Asset-backed securities/ABS, Covered Bonds) positive Effekte haben und die Bilanzsumme kräftig ansteigen lassen.

Angesichts dieses Meinungsspektrums dürfte der EZB-Rat wohl im Dezember noch keine Einigkeit erreichen. Insbesondere da die nächste geldpolitische Stufe den Kauf von Staatsanleihen umfassen dürfte. Unseres Erachtens müssen die Risiken für die Wachstums und Deflation zunehmen, bevor Draghi eine Mehrheit für den nächsten Schritt gewinnen kann.

### Neue EZB-Prognosen kein Katalysator

Beim Dezember-EZB-Treffen liegen dem Rat die neuen Inflations- und Wachstumsprognosen des EZB-Stabs vor. Diese dürften erneut abwärts revidiert werden. Es spricht viel dafür, dass die neuen Prognosen in etwa den derzeitigen Konsenserwartungen entsprechen. So dürfte die EZB ihre Prognosen für 2015 für die Inflation auf 0,7% und das BIP-Wachstum auf 1,2% senken, was in beiden Fällen einer Abwärtskorrektur um 0,4 Prozentpunkte gegenüber September entspräche. Angesichts des zuletzt rapiden Verfalls des Ölpreises könnte die Inflationsprognose sogar noch etwas stärker revidiert werden.

Historisch fielen Prognoserevisionen und Beschlüsse neuer Maßnahmen häufig zusammen. Daher besteht das Risiko, dass der EZB-Rat im Dezember entgegen unserer Erwartungen handelt. Allerdings hatte Draghi bei seiner letzten Pressekonferenz im November schon angemerkt, dass die eigenen Prognosen angesichts der Wachstumsaussichten zu positiv sind, was ein wichtiger Grund für die (überraschend) deutliche Rhetorik gewesen sein dürfte.



## Ankündigung von Staatsanleihekäufen erst in Q1

Handelsgewichteter EUR um 5%  
gefallen

5

Q1 1999=100



Quelle: Deutsche Bank Research

Wir gehen davon aus, dass die schon beschlossenen Maßnahmen nicht ausreichen, die Bilanzsumme der EZB deutlich genug auszuweiten, um den gewünschten Effekt auf den Wechselkurs und die Inflation zu erzielen. Zudem sind unsere Wachstums- und Inflationsprognosen am unteren Ende des Konsensbandes und dürften auch unter den neuen EZB-Prognosen liegen. Unseres Erachtens wird die EZB daher gezwungen sein, künftig eine noch aggressivere Geldpolitik zu verfolgen. Dies dürfte den Kauf von Staatsanleihen beinhalten. Trotz vorhandener Risiken sehen wir diesen Schritt allerdings noch nicht in der kommenden Sitzung im Dezember. Im EZB-Rat dürfte noch keine Mehrheit für substantielle neue geldpolitische Maßnahmen bestehen. Dies könnte einige Markterwartungen enttäuschen. Eine aggressivere Rhetorik in der Pressemitteilung, könnte die Enttäuschungen in Grenzen halten, da dieses Statement im Gegensatz zu Draghis Äußerungen während der Pressekonferenz mit den anderen Ratsmitgliedern abgestimmt ist.

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

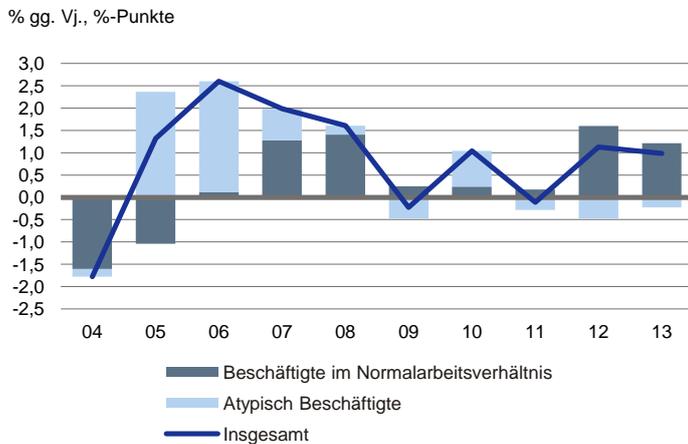
Marco Stringa (+44 20 754-74900, marco.stringa@db.com)

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



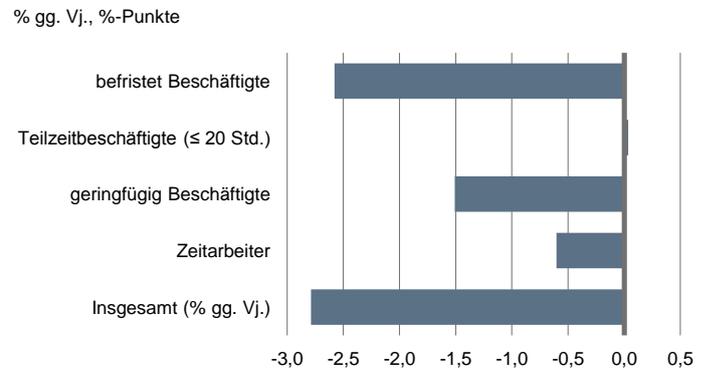
## Grafik des Monats

Beschäftigungsboom seit 2011 ausschließlich durch den Anstieg der Normalarbeitsverhältnisse



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Rückgang bei fast allen atypischen Beschäftigungsformen seit 2011



Wachstumsbeiträge summieren sich nicht zur Gesamtveränderung der atypischen Beschäftigung auf, da Arbeitnehmer in mehrere Kategorien gleichzeitig fallen können, bspw. bei befristeter Teilzeitbeschäftigung (≤ 20 Std.).

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Anteil atypischer Beschäftigungsformen fällt weiter

Die gute Entwicklung des deutschen Arbeitsmarktes ließ nicht nur die Zahl der Erwerbstätigen im November 2014 zum ersten Mal über die Marke von 43 Millionen steigen. Dabei nahm die Bedeutung atypischer Beschäftigungsformen in den vergangenen Jahren ab, was für die Qualität der geschaffenen Stellen spricht.

Seit dem Jahr 2011 geht der deutliche Beschäftigungsanstieg alleine auf eine Expansion der Beschäftigung in Normalarbeitsverhältnissen zurück, d.h. ein unbefristetes, sozialversicherungspflichtiges Vollzeitarbeitsverhältnis. Die atypische Beschäftigung hat im Jahr 2013 das dritte Jahr in Folge abgenommen. Dies liegt insbesondere an einem Rückgang bei den befristeten Beschäftigungsverhältnissen. Dagegen stieg die Teilzeitbeschäftigung mit einer wöchentlichen Arbeitszeit von weniger als 20 Stunden seit dem Jahr 2011 weiter leicht an, was auf einen weiteren Anstieg der Erwerbsbeteiligung von Frauen zurückgehen dürfte. Der Anteil von Frauen an allen Teilzeitbeschäftigten mit einer geringen wöchentlichen Stundenanzahl, beispielsweise aufgrund von Kinderbetreuung (oder mangels Betreuungsalternativen), liegt bei 86%.

Der Anteil der Beschäftigten in einem Normalarbeitsverhältnis stieg damit im Jahr 2013 auf 67,5% an – den höchsten Wert seit Durchführung der Arbeitsmarktreformen Mitte der 2000er Jahre. Seit dem Tiefststand im Jahr 2006 ist der Anteil damit um 2 %-Punkte gestiegen. Dies dürfte sich, trotz der konjunkturellen Abschwächung im Jahresverlauf, in diesem Jahr fortgesetzt haben. Ein Indiz dafür ist die im Vorjahresvergleich stärker gestiegene Anzahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten relativ zum Anstieg der Erwerbstätigkeit. Zudem ist die Arbeitsnachfrage weiter relativ hoch. Der Bestand an offenen Stellen liegt mit 515 Tausend – 95% sozialversicherungspflichtige Beschäftigung und rund 80% unbefristete Besetzungsdauer – 12% über dem Vorjahr.

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



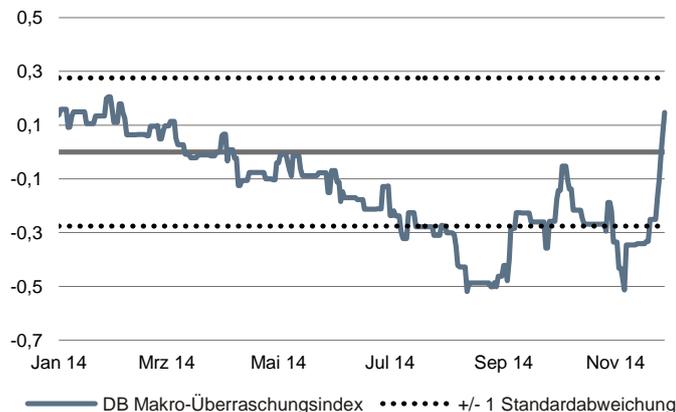
## Ausblick Deutschland

### 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>11</sup>

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen

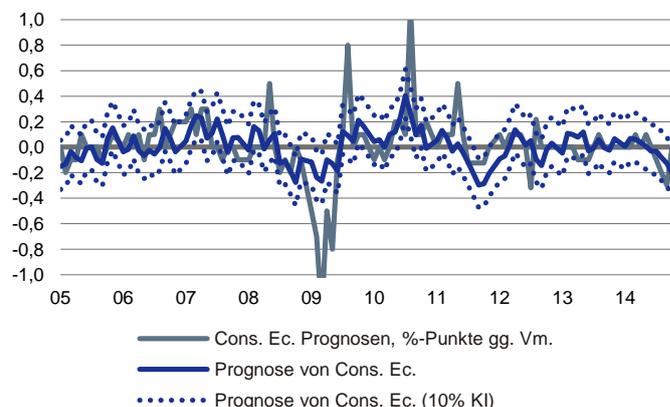


Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland und BIP-Prognosen

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



KI: 10% Konfidenzintervall

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 |
|------------------|--|---------------|------------------------|----------------|---------------------|--------------|------------------------------|--------------|
| GRIFPBUS Index   | ifo Geschäftsklimaindex                | 10 2014       | 27.10.14               | 103,2          | 104,5               | -1,3         | -1,1                         | 0,1          |
| GRIMP95Y Index   | Importpreise (% gg. Vj.)               | 9 2014        | 28.10.14               | -1,6           | -1,9                | 0,3          | 0,6                          | 0,8          |
| GRUECHNG Index   | Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.) | 10 2014       | 30.10.14               | -23,0          | 4,0                 | 27,0         | 0,8                          | 0,8          |
| GRFRIAMM Index   | Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)       | 9 2014        | 31.10.14               | -2,8           | -0,9                | -1,9         | -1,2                         | 0,1          |
| MPMIDEMA Index   | PMI Verarbeitendes Gewerbe             | 10 2014       | 03.11.14               | 51,4           | 51,8                | -0,4         | -0,4                         | 0,2          |
| MPMIDESA Index   | PMI Dienstleistungssektor              | 10 2014       | 05.11.14               | 54,4           | 54,8                | -0,4         | -0,4                         | 0,3          |
| GRIORTMM Index   | Auftragseingänge (% gg. Vm.)           | 9 2014        | 06.11.14               | 0,8            | 2,3                 | -1,5         | -0,7                         | 0,2          |
| GRCAEU Index     | Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)        | 9 2014        | 07.11.14               | 22,3           | 18,0                | 4,3          | 1,0                          | 0,8          |
| GRIPIMOM Index   | Industrieproduktion (% gg. Vm.)        | 9 2014        | 07.11.14               | 1,4            | 2,0                 | -0,6         | -0,5                         | 0,3          |
| GRCP20YY Index   | VPI (% gg. Vj.)                        | 10 2014       | 13.11.14               | 0,8            | 0,8                 | 0,0          | 0,3                          | 0,4          |
| GRZECURR Index   | ZEW - Konjunktur (Situation)           | 11 2014       | 18.11.14               | 3,3            | 1,7                 | 1,6          | 0,2                          | 0,6          |
| GRZEWI Index     | ZEW - Konjunktur (Erwartungen)         | 11 2014       | 18.11.14               | 11,5           | 0,5                 | 11,0         | 1,3                          | 0,9          |
| MPMIDESA Index   | PMI Dienstleistungssektor              | 11 2014       | 20.11.14               | 52,1           | 51,7                | 0,4          | 0,5                          | 0,7          |
| MPMIDEMA Index   | PMI Verarbeitendes Gewerbe             | 11 2014       | 20.11.14               | 50,0           | 50,0                | 0,0          | 0,0                          | 0,5          |
| GRIFPBUS Index   | ifo Geschäftsklimaindex                | 11 2014       | 24.11.14               | 104,7          | 103,0               | 1,7          | 1,1                          | 0,9          |
| GRGDPPGQ Index   | BIP (% gg. Vq.)                        | 9 2014        | 25.11.14               | 0,1            | 0,1                 | 0,0          | -0,1                         | 0,3          |
| GRIMP95Y Index   | Importpreise (% gg. Vj.)               | 10 2014       | 26.11.14               | -1,2           | -1,5                | 0,3          | 0,6                          | 0,8          |
| GRUECHNG Index   | Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.) | 11 2014       | 27.11.14               | -14,0          | -0,5                | 13,5         | 0,3                          | 0,6          |
| GRCP20YY Index   | VPI (% gg. Vj.)                        | 11 2014       | 27.11.14               | 0,6            | 0,6                 | 0,0          | 0,3                          | 0,4          |
| GRFRIAMM Index   | Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)       | 10 2014       | 28.11.14               | 1,9            | 1,5                 | 0,4          | 0,6                          | 0,7          |

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

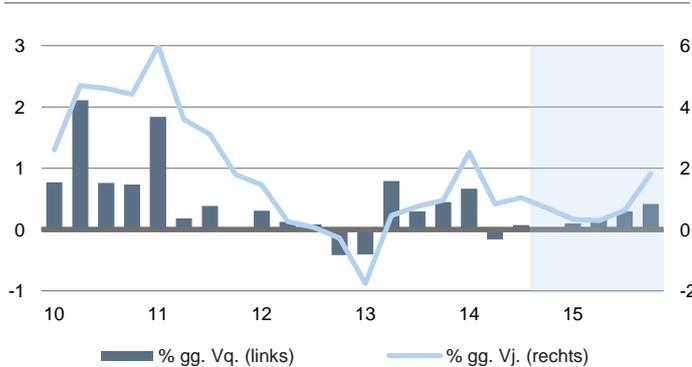
<sup>11</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



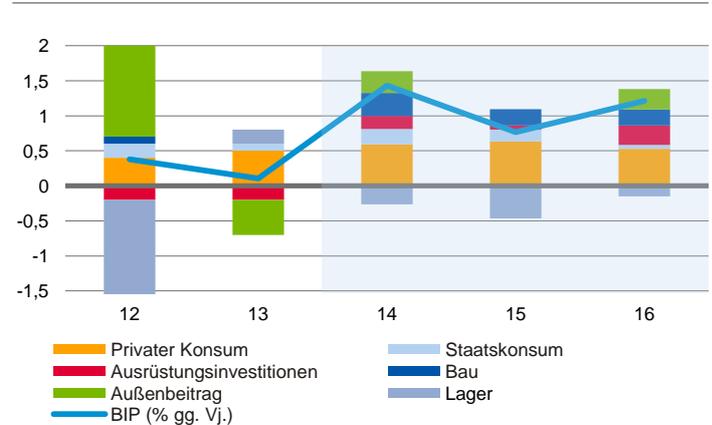
Chartbook – Gesamtwirtschaft

- Im dritten Quartal ist die deutsche Wirtschaft nur knapp an einer Rezession vorbeigeschrammt. Das BIP wuchs um 0,1% gg. Vq. nach -0,1% im Vorquartal. Insgesamt hat die Grunddynamik nachgelassen, nachdem das BIP-Wachstum im Schnitt der letzten sechs Quartale noch gut 0,3% betrug. Der wichtigste Bremsfaktor waren die Ausrüstungsinvestitionen (-2,3% nach +0,4%). Damit reagierten die Unternehmen auf die moderate Kapazitätsauslastung, Sorgen um die globale Konjunktur sowie die geopolitischen Risiken. Der Außenhandel trug zwar leicht zum Wachstum bei, das Exportwachstum blieb aber grundsätzlich – wie auch der Welthandel – moderat. Die Bauinvestitionen (-0,3%) haben nicht – wie erwartet – von einer statistischen Gegenbewegung zum Rückgang in Q2 profitiert. Die wichtigste Wachstumstütze war der private Konsum (+0,7% nach +0,1%). Dieser profitierte von den anhaltenden starken Einkommenszuwächsen der Arbeitnehmer. Dagegen entwickelten sich die Unternehmens- und Vermögenseinkommen angesichts der geringen Kapazitätsauslastung und der Niedrigzinsen sehr schwach.
- Die Stimmungsindikatoren lagen im Okt./Nov. unter ihrem Q3-Durchschnitt, was auf eine schwächere BIP-Entwicklung in Q4 hindeutet. Wir erwarten im Winterhalbjahr in etwa Stagnation. Auf die Stimmung drücken die anhaltenden geopolitischen Risiken (vor allem die Ukraine-Russland-Krise) und Fragezeichen hinter der Stärke der erwarteten Konjunkturerholung, teilweise verursacht durch das erlahmende Reformtempo in einigen Ländern der Eurozone. Enttäuschende Konjunkturerwartungen in Frankreich (9% der deutschen Gesamtexporte in H1 2014) und Italien (5% der Exporte) sowie der Einbruch der Exporte nach Russland (-18% gg. Vj.; 3% der Exporte) dämpfen die Entwicklung der deutschen Exporte immer stärker. In diesem unsicheren Umfeld dürften die Unternehmen teilweise ihre Investitionspläne auf Eis legen. Der moderate Anstieg des ifo-Index im November zurück auf den niedrigen Septemberwert könnte aber zumindest auf eine Stabilisierung hindeuten – eine Voraussetzung für unsere Prognosen.
- Aufgrund dieser Faktoren und der niedrigeren globalen Wachstumsprognose für die Jahre 2015 und 2016 haben wir unsere Wachstumsprognose zuletzt gesenkt. Wir erwarten jetzt ein Wachstum der deutschen Wirtschaft von 1,4% in diesem Jahr und von nur 0,8% in 2015, was auch an der schwachen Ausgangsbasis liegt (2016: 1,2%).

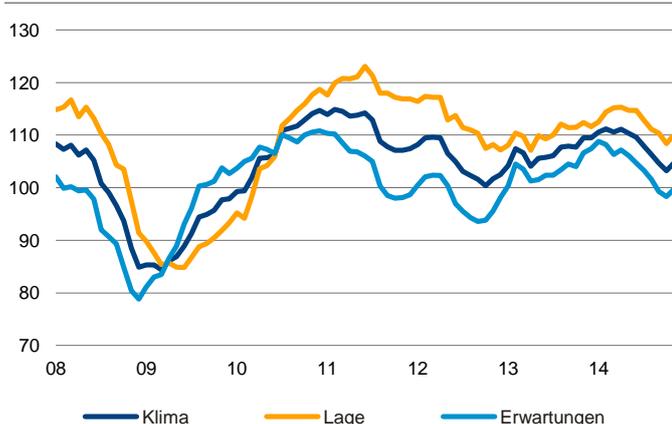
Entwicklung des realen BIP



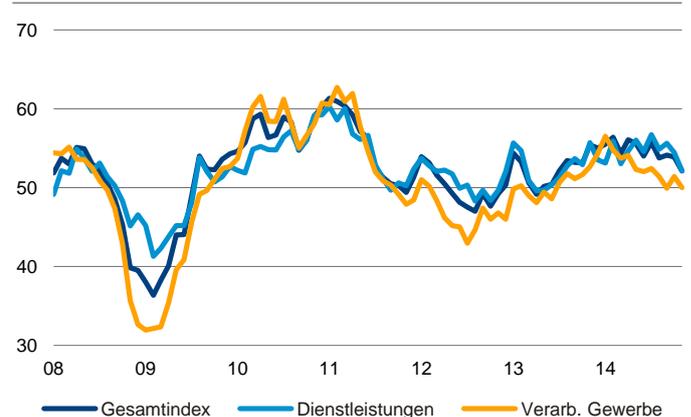
Beitrag zum realen BIP-Wachstum (%-Punkte)



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



Einschätzungen der Einkaufsmanager (PMI, Index)



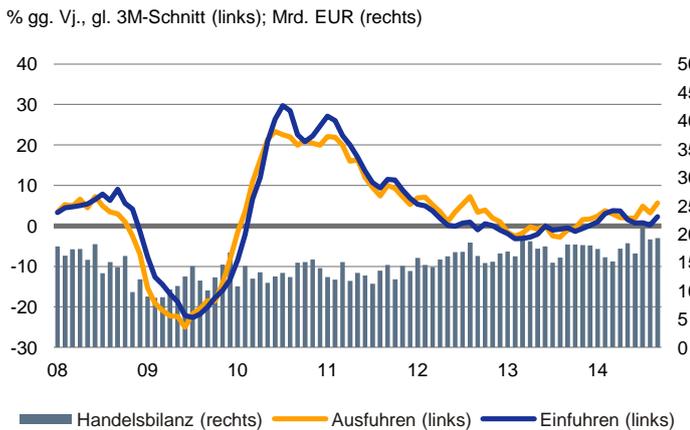
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research



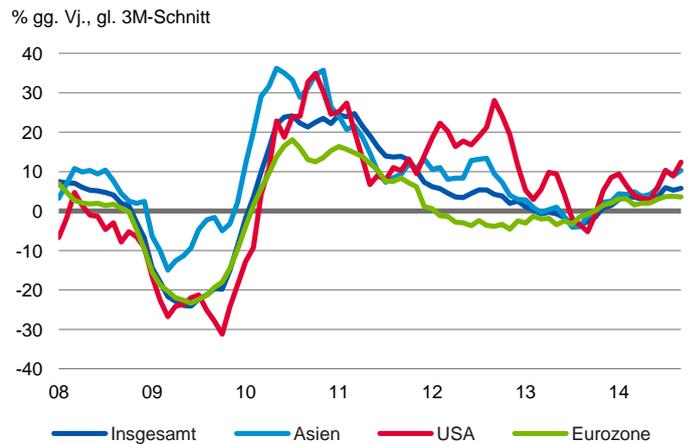
Chartbook – Außenhandel

- Der Außenhandel hat sich im September wie erwartet wieder erholt. Die Exporte stiegen 6,1% gg. Vm. und glichen damit den vorherigen Rückgang von 6,7% fast wieder aus. Die August-Zahlen waren durch Sondereffekte erheblich verzerrt. Der Vorjahresvergleich (+5,7%, gl. 3M-Schnitt) zeichnet zwar ein positives Bild. Er ist aber merklich durch derzeitige Volatilität verzerrt. Insgesamt bleibt der deutsche Außenhandel – wie der Welthandel – gedämpft bis solide. Die Importe erholten sich ebenfalls (+7,1% gg. Vm. nach -4,6%). Der Handelsbilanzüberschuss stieg leicht auf EUR 19,4 Mrd. und lag damit weiter über dem Q1 und Q2-Durchschnitt (je rd. EUR 18 Mrd.).
- Die Nachfrage aus den USA und Asien bleibt hoch und die Ausfuhren dorthin liegen rd. 10% über Vorjahr – auch hier macht sich die Volatilität der letzten Monate aber bemerkbar. Die Exporte in die EWU (+3,6%) bremsen dagegen.
- Vor allem bei den Automobilexporten (Juli: +10,1%; Aug.: +2,6%; Sept.: +3,6% gg. Vj.) stieg die Volatilität in Q3 – auf Grund von Einmaleffekten (Verkürzung/Verschiebung der Werksferien; Umstellung der Produktion auf neue Modelle). Die Exporte im Maschinenbau blieben trotz Erholung unter Vorjahr. Im Metallgewerbe blieb der Export sehr schwach.
- Die Frühindikatoren für den Außenhandel waren im November uneinheitlich, blieben aber auf einem niedrigen Niveau und zeigen eine gedämpfte Exportentwicklung an. Der ungelöste Ukraine-Russland-Konflikt und der eingetrübte Ausblick für einige Haupthandelspartner – vor allem China, Frankreich und Italien – belasten die deutschen Exporte. Mit der moderaten Erholung der Weltwirtschaft im nächsten Jahr – getrieben von den USA – und dem schwächeren Euro erwarten wir dann aber eine langsame Erholung der Exporte. Allerdings überwiegen die Abwärtsrisiken. Die Importe dürften durch die robuste inländische Nachfrage relativ kräftig expandieren.

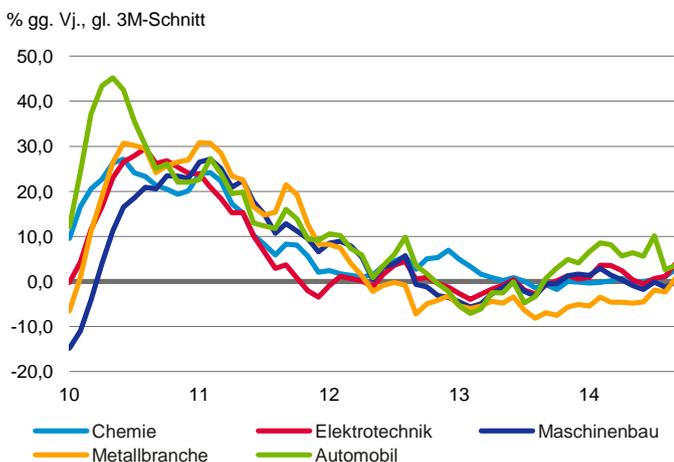
Warenhandel



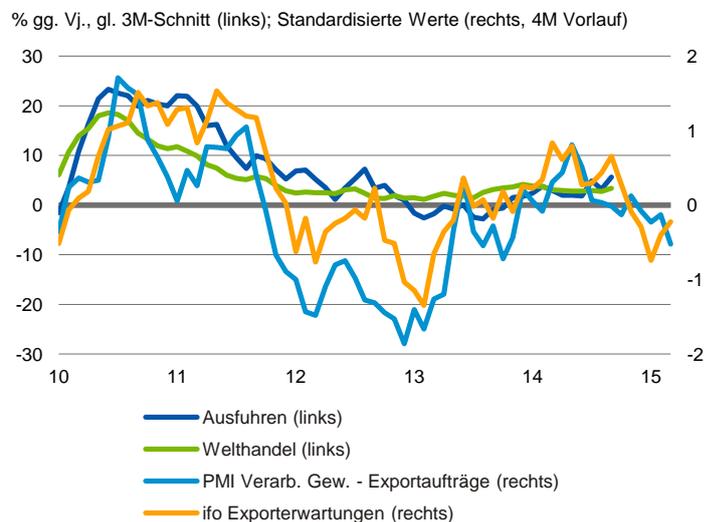
Deutsche Ausfuhren nach Regionen



Ausfuhren nach Sektoren



Ausfuhren und Frühindikatoren



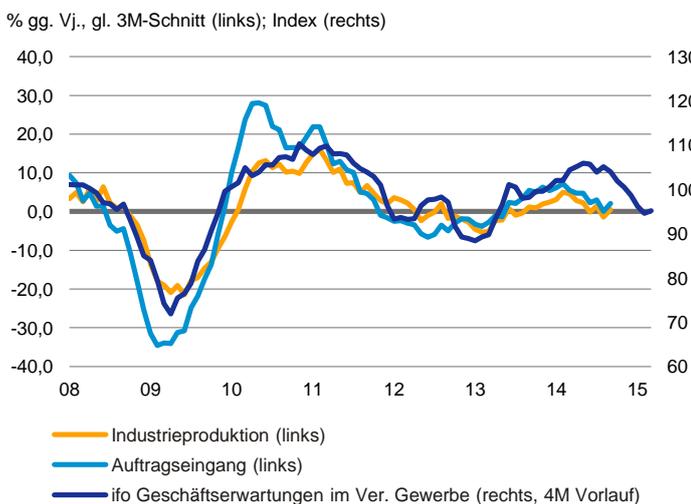
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research, CPB



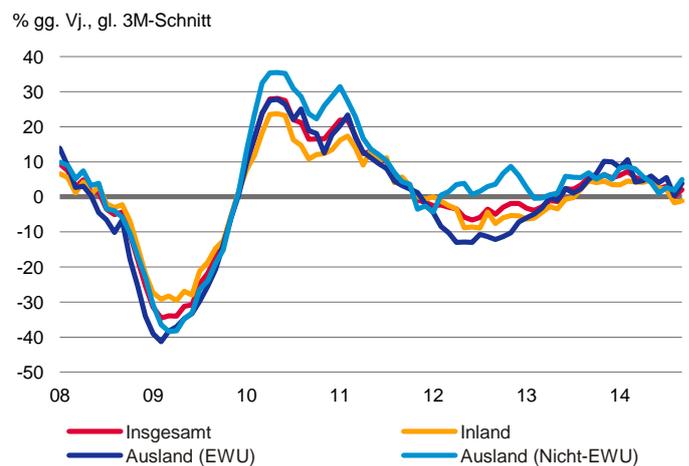
Chartbook – Industrie

- Die Industrieproduktion erholte sich im September zum Teil (+1,4% gg. Vm. nach -3,1%) von den Sondereffekten im Vormonat. Dennoch lag die Produktion nur moderat über Vorjahr (+0,5% gg. Vj., gl. 3M-Schnitt).
- Der ifo-Index für das Verarbeitende Gewerbe stieg im November nach sechs Rückgängen in Folge. Damit bewegten sich der ifo und der PMI erneut in entgegengesetzte Richtungen. Auf dem jetzigen Niveau deuten beide Indikatoren auf ein schwaches Wachstum der Industrieproduktion in Q4.
- Die Industrieproduktion in Deutschland dürfte – nach schwachem Winterhalbjahr 2014/15 – im Verlauf von 2015 wieder moderat nach oben tendieren. Daraus resultiert 2014 ein Plus von real rd. 1,5% und 2015 von etwa ¾%. In der Automobilindustrie und im Maschinenbau erwarten wir für 2015 jeweils ein Fertigungsplus von rd. 1%. Während sich der Maschinenbau damit gegenüber 2014 (Stagnation) leicht verbessert, schwächt sich in der Autoindustrie das Wachstum gegenüber 2014 (+4%) merklich ab. In der Elektrotechnik ist 2015 Stagnation wahrscheinlich – nach einem Plus von 1,5% im laufenden Jahr. Die Metallindustrie dürfte 2015 leicht ins Minus rutschen, nach einem moderaten Plus im laufenden Jahr. Die Chemieproduktion dürfte 2015 ihre Fertigung zwar um 2,5% ausweiten, damit würde sie jedoch „nur“ die Verluste von 2014 ausgleichen. Die Produktion im Ernährungsgewerbe könnte 2015 um real etwa 0,5% steigen.

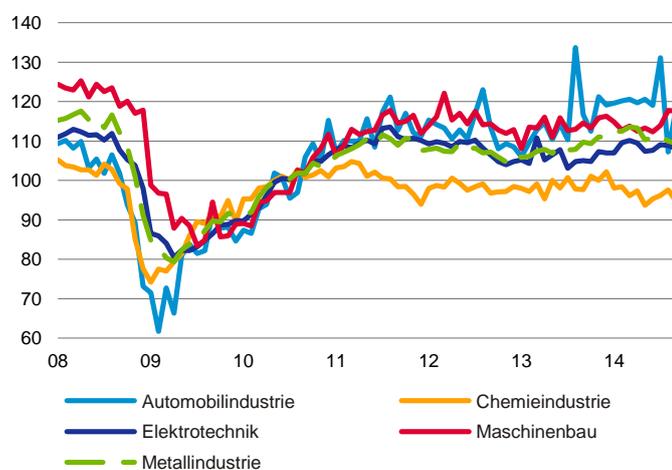
Industrieproduktion, Auftragseingang & ifo-Erwartungen



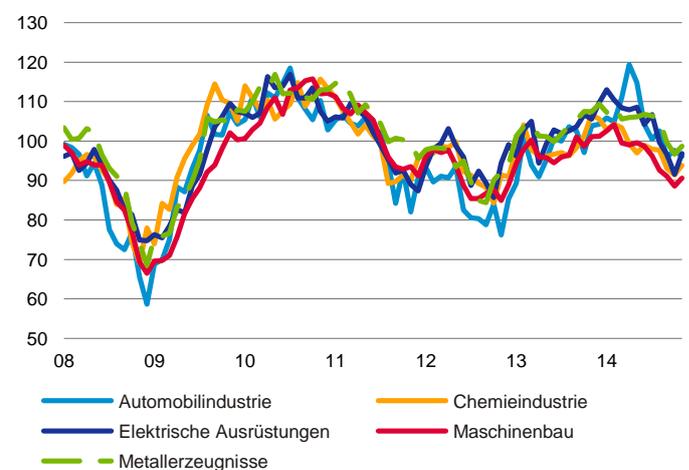
Auftragseingang nach Ursprung



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



ifo Geschäftserwartungen der größten Industriebranchen (2005=100)



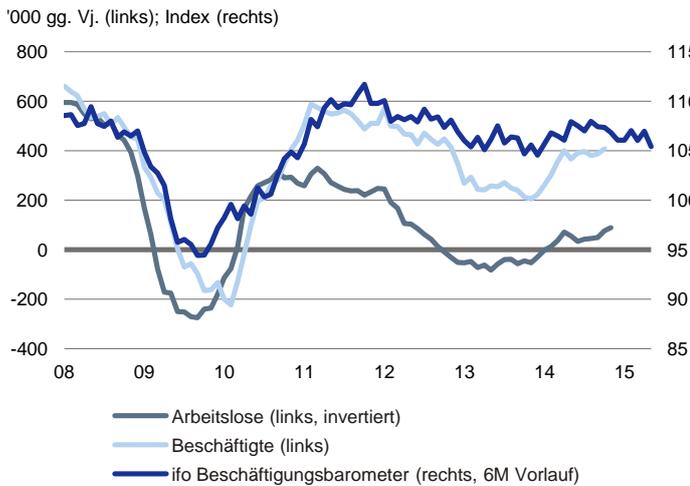
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo



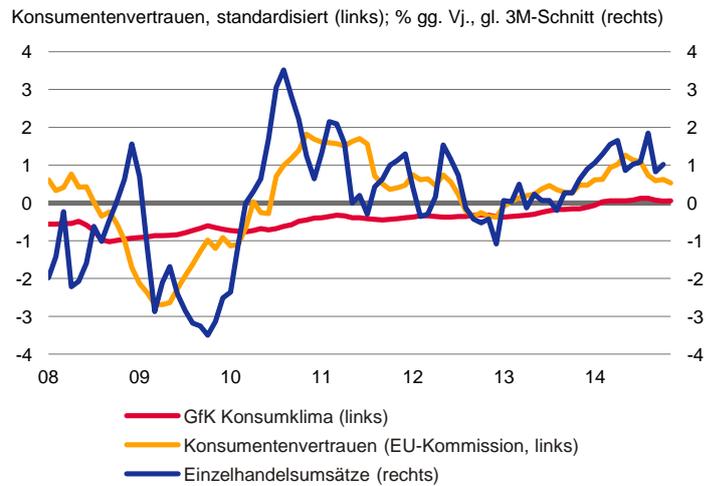
Chartbook – Inländische Nachfrage

- Der deutsche Arbeitsmarkt blieb auch in November in guter Verfassung. Die Arbeitslosigkeit fiel erneut kräftig (-14 Tsd. gg. Vm.). Das weiter kräftige Wachstum der Beschäftigung wurde vor allem durch erhöhte Arbeitsmigration befriedigt, was Mismatch-Probleme bei der heimischen Bevölkerung zeigt. Die Outperformance der Beschäftigung gegenüber der Arbeitslosigkeit setzt sich fort und basiert auf 350,000 zusätzlichen in den Arbeitsmarkt integrierten Personen, hauptsächlich durch Nettozuwanderung. Frühindikatoren deuten auf eine moderat positive Entwicklung in den nächsten Monaten. Die Arbeitslosenquote sollte 2014 auf 6,7% sinken (2013: 6,9%). Für 2015 rechnen wir bei schwacher Konjunktur und negativem Mindestlohneffekt mit einem Anstieg auf 6,8%.
- Wie erwartet konnten die Einzelhandelsumsätze im Oktober einen guten Teil des Einbruchs im September wettmachen (+1,9% gg. Vm. nach -2,8%). Damit lagen sie etwa 1% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt). Die Septemberdaten wurden aber erheblich durch die späte Lage der Ferien verzerrt. Der Rückgang der Verkäufe von Textilien, Bekleidung, Schuhen und Lederwaren im September und die Verbesserung im Oktober verdeutlichen dies.
- Nach dem schwachen Vorjahresergebnis sollten sowohl die Ausrüstungs- als auch die Bauinvestitionen 2014 wieder moderat zum BIP-Wachstum beitragen. Die inländischen Investitionsgüterbestellungen und Kapazitätsauslastungen deuten aber auf eine anhaltende Schwäche der Ausrüstungsinvestitionen im Winterhalbjahr hin. Die daraus resultierende niedrige Startbasis dürfte den Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen in 2015 auf 1% begrenzen nach gut 3% in 2014 (2013: -2,7%).
- Die Bauwirtschaft profitiert dank hoher Nettozuwanderung und steigender Einkommen von der zunehmenden Nachfrage nach Wohnraum. 2014 und 2015 könnten die Bauinvestitionen gut 3% bzw. gut 2% zulegen (2013: -0,1%). Die monatlichen Indikatoren zum Bau haben zuletzt allerdings trotz robuster Unternehmensstimmung eher enttäuscht.

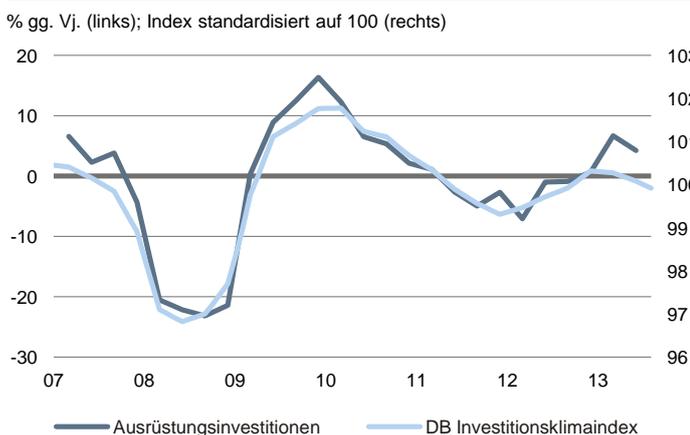
Arbeitslosigkeit, Beschäftigung und ifo Beschäftigungsbarometer



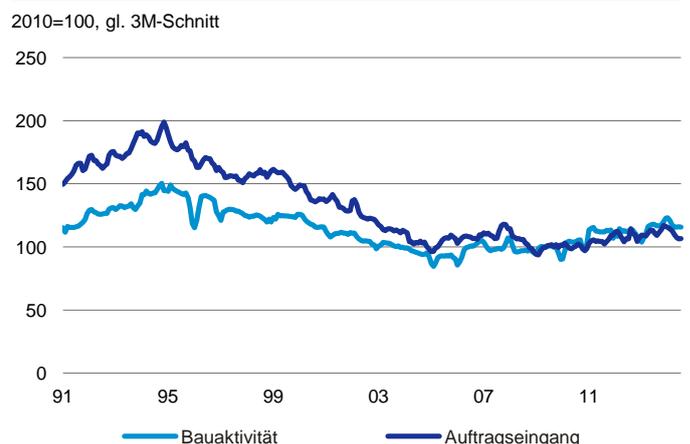
Einzelhandelsumsätze und Konsumentenvertrauen



Ausrüstungsinvestitionen und DB Investitionsklimaindex



Bauhauptgewerbe: Bauaktivität und Auftragseingang



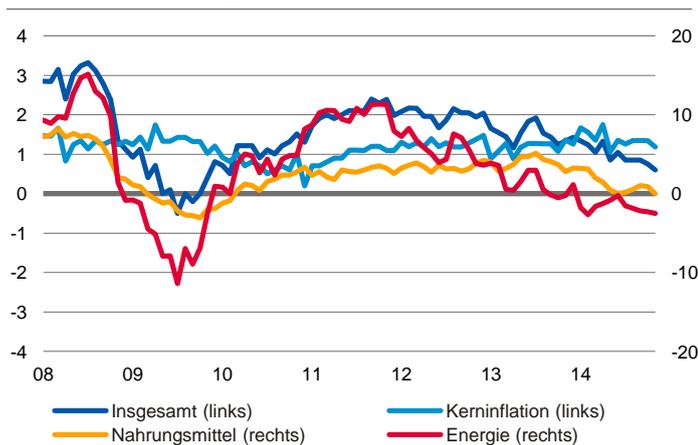
Quellen: Statistisches Bundesamt, GfK, EU-Kommission, ifo, Deutsche Bank Research



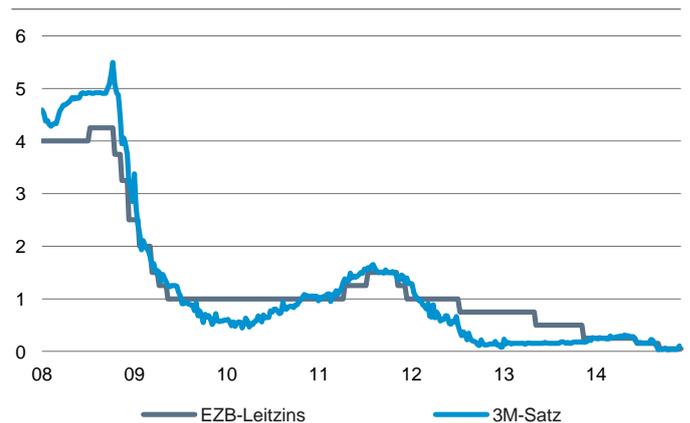
Chartbook – Finanzmärkte

- Im November lag die Inflationsrate nach vorläufigen Angaben bei nur 0,6% nach vier Monaten bei 0,8%. Der Rückgang des Ölpreises dämpfte die Energiepreise weiter (-2,5% gg. Vj. vs. zuvor -2,3% gg. Vj.). Die Nahrungsmittelpreise stagnierten (+0,0% gg. Vj. vs. zuvor +0,7% gg. Vj.). Auch die Kerninflation gab im November nach. Das dürfte aber auch an den volatilen Preisen für Pauschalreisen gelegen haben. Während ein rückläufiger Ölpreis die Energiepreise dämpfen dürfte, deuten die Preiserwartungen der Nahrungsmittelproduzenten auf eine temporär zunehmende Nahrungsmittelinflation in den nächsten Monaten hin. Zudem dürften die erwartete Schwäche des Euro sowie die Einführung des Mindestlohns für Preisaufrtrieb sorgen. Nach 1,0% im Jahr 2014 rechnen wir 2015 mit einer Inflation von 1,2%.
- Aus Sorge vor einer negativen Rückkopplungsschleife aus abschwächender Inflation, einer Entankerung der Inflationserwartungen und eines schwachen Bankensystems, das das Kreditangebot einschränkt, entschied sich die EZB ihre Politik expansiver auszurichten. Die EZB startete kürzlich das Covered-Bond-Kaufprogramm (CBP3) und wird anfangen, unter dem ABS-Kaufprogramm (ABSPP) verbrieft Forderungen zu kaufen. Die Ziele sind eine Kreditlockerung und die Schwächung des EUR in Folge der Ausweitung der Bilanz auf das Niveau von Anfang 2012. Wir erwarten jedoch, dass die beschlossenen Maßnahmen nur für die Hälfte der EUR 1 Billion ausreichen. Die EZB dürfte daher innerhalb der nächsten 6 Monate ein breit angelegtes Kaufprogramm initiieren, das auch Staatsanleihen umfasst.
- Aufgrund der divergierenden Zins- und Wachstumserwartungen für den Euroraum und die USA hat sich der Renditeabstand zwischen den 10-jährigen US Treasuries und den Bunds zuletzt weiter auf über 1,5%-Punkte ausgeweitet.

Verbraucherpreise (% gg. Vj.)



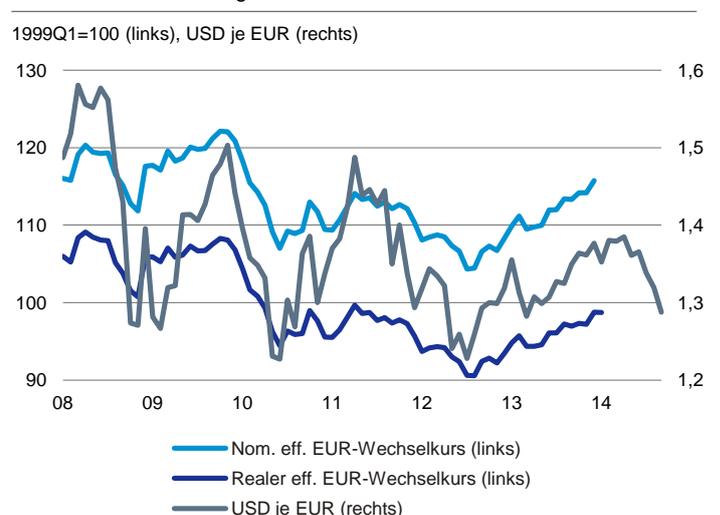
EWU: Leitzins und 3M-Satz (%)



Rendite 10J-Staatsanleihen (%)



Wechselkursentwicklung des Euro



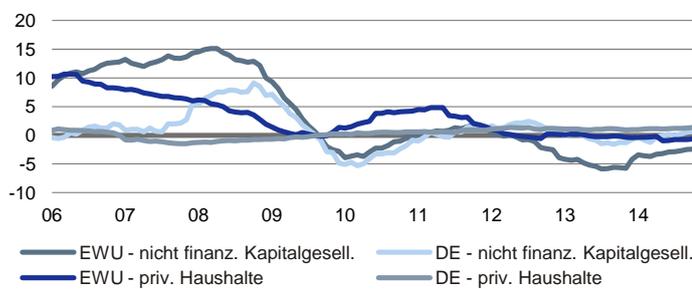
Quellen: Statistisches Bundesamt, EZB, Global Insight, Reuters



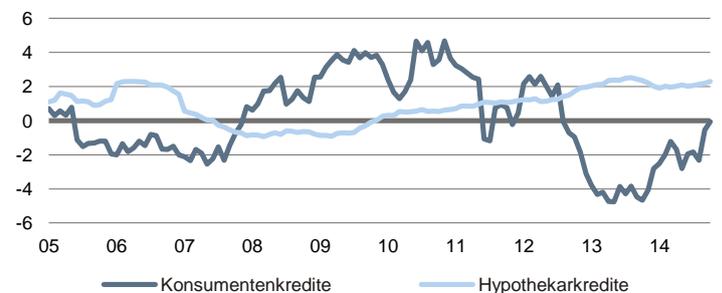
Chartbook – Kreditvergabe

- Die Rückgänge bei der Kreditvergabe an Unternehmen in der Eurozone verloren im Jahresverlauf schrittweise an Schärfe. Der Oktober verzeichnete mit -2,4% zuletzt die geringste Schrumpfung seit Jahresbeginn (zum Vergleich: Jan. -3,4%, Mitte 2013: -5,9%). Obwohl weiter rückläufig, deutet sich damit im Trend eine Bodenbildung an. Auch die Haushalte in der Eurozone bauen weiter Verbindlichkeiten ab (Oktober: -0,6% gg. Vj.).
- Die Finanzierungsbedingungen für deutsche Unternehmen sind weiter sehr günstig. Die Zinsen für Unternehmenskredite verharrten im September auf ihrem Tiefstand bei knapp 2,8%. Nur 18,3% (Oktober: 17,7%) der Unternehmen aus der gewerblichen Wirtschaft und 21,2% der Bauunternehmen (Oktober: 21%) schätzen die Kreditvergabe im November als restriktiv ein. Dennoch blieb die Kreditvergabe an Unternehmen in Deutschland im Jahresverlauf insgesamt verhalten. Erst im dritten Quartal deutet sich eine minimale Belebung an. Im Oktober lagen die Zuwächse bei 0,6% ggü. Vorjahr. Angesichts der ausnehmend günstigen Finanzierungsbedingungen im Niedrigzinsumfeld zeigen sich deutsche Unternehmen bei der Kreditaufnahme und bei Investitionen weiter zurückhaltend.
- Auch die verstärkte Nutzung von alternativen Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen, z.B. Unternehmensanleihen, wirkt teils dämpfend auf die Kreditnachfrage.
- Die Kreditvergabe an Haushalte in Deutschland wuchs im Oktober weiter leicht (1,4% ggü. Vorjahr). Treiber für die Zuwächse bleibt die Immobilienkreditvergabe (Oktober: +2,3% ggü. Vj.). Erstmals seit fast zwei Jahren bewegte sich das Geschäft mit Konsumentenkrediten in etwa auf Vorjahresniveau (-0,1%).
- Die Zuwächse bei Hypothekarkrediten weisen ein hohes Maß an Kontinuität auf: Seit Jahresbeginn beträgt das Wachstum rd. 2% und liegt damit in ähnlicher Größenordnung wie 2013. Trotz der günstigen Zinsen für Hypothekarkredite – September mit neuem Tiefstand bei nur noch knapp 2,3% – bleibt das Wachstum vergleichsweise moderat, was neben einer generellen Vorsicht bei der Kreditaufnahme teils Portfolioumschichtungen sowie lokalen Angebotsknappheiten geschuldet sein dürfte. Die gute Realeinkommensentwicklung in Deutschland führt – trotz des niedrigen Zinsniveaus – zu einer nach wie vor eher gebremsten Kreditnachfrage auf Seiten vieler Haushalte, da Anschaffungen aus Einkommen bzw. Vermögen finanziert werden.

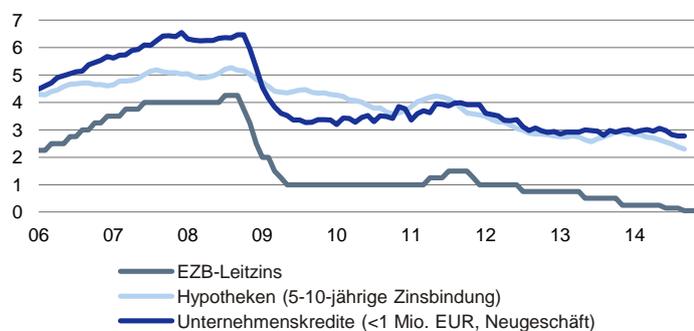
Kredite an den privaten Sektor (% gg. Vj.)



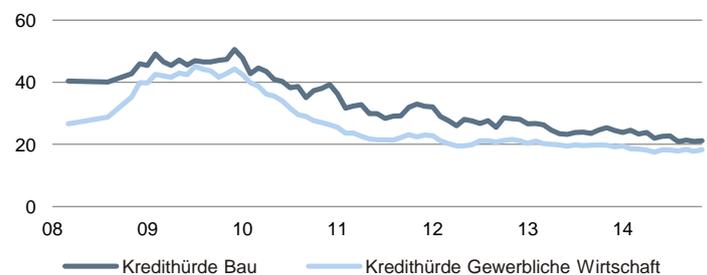
Kredite an private Haushalte (% gg. Vj.)



Zinssätze (%)



Kreditbedingungen aus Sicht der Unternehmen



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

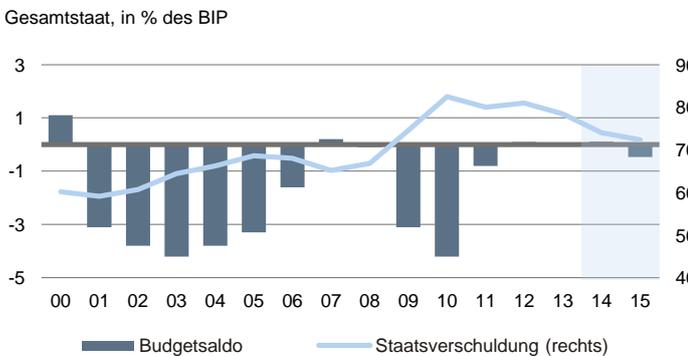
Quellen: EZB, ifo, Deutsche Bank Research



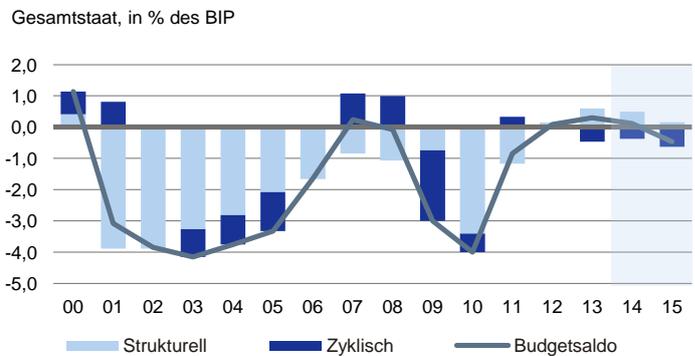
Chartbook – Staatsfinanzen/Politik

- Nur dank der Überschüsse von Kommunen und Sozialversicherungen konnte der Gesamthaushalt in 2013 einen kleinen Überschuss verzeichnen. 2014 dürfte er ausgeglichen abschließen. 2015 dürfte sich die Haushaltslage aber aufgrund des jetzt schwächer als bislang erwarteten Wirtschaftswachstums sowie einer leicht höheren Arbeitslosigkeit, u.a. auch aufgrund der Einführung des flächendeckenden Mindestlohns, verschlechtern und der öffentliche Sektor insgesamt ein Defizit von etwa 0,5% aufweisen. Der öffentliche Schuldenstand betrug Ende Q2 2014 insgesamt nur 75,4% des BIP (Q4 2013: 76,9%). Dies spiegelt die derzeit noch relativ gute Haushaltslage wider, wozu auch die niedrigen Refinanzierungskosten des Bundes beitragen. In den nächsten Jahren dürfte die Staatsverschuldung trotz schwächerer konjunktureller Dynamik weiter kontinuierlich abnehmen. Alleine der anhaltende Portfolioabbau bei den Bad Banks wird den Schuldenstand um etwa 0,5% des BIP p.a. zurückführen.
- Im Oktober sind die Steuereinnahmen im Vergleich zum Vorjahr um 3,1% gestiegen. Von Januar bis Oktober lagen die Einnahmen rund 3% über dem Vorjahr und damit derzeit nur noch wenig unter dem aktuellen Schätzwert für das Gesamtjahr (3,4%). Das Erreichen dieses Gesamtjahresziels ist zwar fraglich, insgesamt setzt sich bisher der solide Einnahmezuwachs in diesem Jahr aber fort. Insbesondere die Einkommensteuer trägt hierzu bei, sie liegt kumuliert bis Oktober nun fast 5% über dem Vorjahr. Die einzelnen Komponenten der Einkommensteuer entwickeln sich jedoch unterschiedlich. Die Abgeltungsteuer auf Zinsen sowie die nicht veranlagten Steuern vom Ertrag (entspricht weitgehend der Abgeltungsteuer auf Dividenden) liegen kumuliert nach wie vor unter dem Vorjahreswert – trotz eines großen Einzelfalls bei letzteren, der den Oktoberwert stark ansteigen ließ. Bei der Abgeltungsteuer wirkt sich das Zinsniveau weiterhin belastend auf die Steuereinnahmen aus. Dagegen bewegt sich das Aufkommen der stark gewinnabhängigen Körperschaftsteuer kumuliert noch über dem Vorjahr. Die Lohnsteuer liegt wegen der steigenden Beschäftigung und deutlicher Lohnanstiege mit über 6% (kumuliert bis Oktober) ebenfalls weiterhin über dem Vorjahreswert und ist damit Haupttreiber der positiven Einnahmeentwicklung. Auch die Umsatzsteuer wächst mit knapp 3% nach wie vor solide (sowohl kumuliert als auch im Vorjahresvergleich), wenn auch etwas langsamer, dazu haben im Oktober weniger das Umsatzsteueraufkommen im Inland als die positive Entwicklung der Einfuhrumsatzsteuer beigetragen.

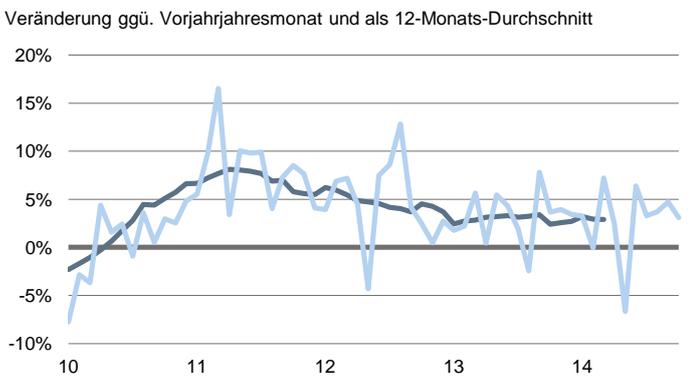
Staatsverschuldung und Budgetsaldo



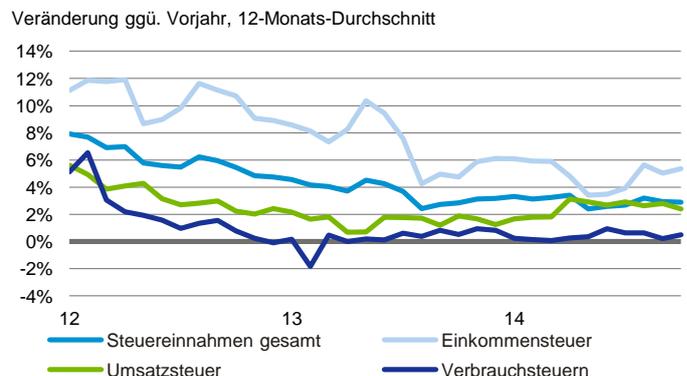
Budgetsaldo



Steuereinnahmen



Entwicklung wichtiger Steuern



Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission, Bundesbank



## Ausblick Deutschland

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

| Datum        | Ereignis   | Anmerkungen   |
|--------------|--|---|
| 4. Dez.      | Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz                                   | Überprüfung des geldpolitischen Kurses.   |
| 8. Dez.      | Ende des zweiten Hilfsprogramms für Griechenland                         | Griechenland verlässt sein zweites Hilfsprogramm zum Jahresende. Die weitere Finanzierung ist über eine flexible Kreditlinie des ESM abgesichert.   |
| 11. Dez.     | Zweiter TLTRO  | Die EZB wird ihren zweiten TLTRO auflegen. Unter dem ersten TLTRO im September wurden bereits EUR 83 Mrd. ausgegeben – ein Wert weit unter den Markterwartungen.  |
| 18./19. Dez. | Europäischer Rat   | Diskussion über den aktuellen Stand des Reformprozesses in Griechenland, die Fortsetzung der Hilfen für Griechenland und den EUR 315 Mrd. Investitionsplan der Kommission für die Eurozone.   |
| 1. Jan.      | Litauen tritt der Eurozone bei   | Offizieller Umtauschkurs ist EUR 1 = LTL 3,45280.   |
| 14. Jan.     | EuGH: Generalanwalt gibt seine Einschätzung zum OMT-Programm der EZB ab. | Nach der mündlichen Hauptverhandlung zum Vorlageverfahren des Bundesverfassungsgerichts zum OMT beim Europäischen Gerichtshof stellt der Generalanwalt seine Einschätzung vor. Diese ist Grundlage für die Vorabentscheidung des EuGH, an der sich das BVerfG orientieren wird. |

Quelle: Deutsche Bank Research

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

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



## Ausblick Deutschland

### Deutschland: Datenkalender

| Datum         | Uhrzeit | Daten   | Berichtszeitraum | DB Schätzung | Letzter Wert |
|---------------|---------|---|------------------|--------------|--------------|
| 5. Dez. 2014  | 8:00    | Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm. | Oktober          | -1,5         | 0,8          |
| 8. Dez. 2014  | 8:00    | Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.             | Oktober          | -0,3         | 1,4          |
| 9. Dez. 2014  | 8:00    | Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)                           | Oktober          | 18,6         | 19,4         |
| 9. Dez. 2014  | 8:00    | Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)       | Oktober          | -0,5 (5,1)   | 6,1 (6,2)    |
| 9. Dez. 2014  | 8:00    | Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)       | Oktober          | 0,6 (5,8)    | 7,1 (6,0)    |
| 16. Dez. 2014 | 9:30    | PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)                      | Dezember         | 50,5         | 50,0         |
| 16. Dez. 2014 | 9:30    | PMI Dienstleistungssektor (Flash)                       | Dezember         | 52,5         | 52,1         |
| 18. Dez. 2014 | 10:30   | ifo Geschäftsklima (Index, sb.)                         | Dezember         | 105,0        | 104,7        |
| 30. Dez. 2014 | 8:00    | Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)          | November         | -0,7 (-2,0)  | -0,3 (-1,2)  |
| 5. Jan. 2015  | 14:00   | Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)              | Dezember         | 0,2 (0,4)    | 0,0 (0,6)    |
| 7. Jan. 2015  | 10:00   | Arbeitslosenrate (% , sb.)                              | Dezember         | 6,6          | 6,6          |
| 8. Jan. 2015  | 8:00    | Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.            | November         | 0,5          | 1,9          |
| 15. Jan. 2015 | 8:00    | Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.                       | 2014             | 1,4          | 0,1          |

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

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))



## 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 | 0,00 | 0,00 | 0,20 | 1,50 | 2,00 | 2,10 | 0,05 |
| Dez. 14                | 0,125 | 0,10 | 0,05 | 0,50 | 0,00 | 0,00 | 0,20 | 1,50 | 2,00 | 2,10 | 0,05 |
| Mrz. 15                | 0,125 | 0,10 | 0,05 | 0,75 | 0,00 | 0,00 | 0,20 | 1,50 | 2,00 | 2,10 | 0,05 |
| Sep. 15                | 1,000 | 0,10 | 0,05 | 1,00 | 0,00 | 0,00 | 0,20 | 1,50 | 2,00 | 2,10 | 0,05 |

### 3M Geldmarktsatz, %

|         |      |      |      |      |  |  |  |  |  |  |  |
|---------|------|------|------|------|--|--|--|--|--|--|--|
| Aktuell | 0,23 | 0,20 | 0,08 | 0,55 |  |  |  |  |  |  |  |
| Dez. 14 | 0,35 | 0,15 | 0,10 | 0,55 |  |  |  |  |  |  |  |
| Mrz. 15 | 0,35 | 0,15 | 0,10 | 0,80 |  |  |  |  |  |  |  |
| Sep. 15 | 1,30 | 0,15 | 0,10 | 1,05 |  |  |  |  |  |  |  |

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

|         |      |      |      |      |      |      |      |      |  |  |  |
|---------|------|------|------|------|------|------|------|------|--|--|--|
| Aktuell | 2,07 | 0,60 | 0,70 | 1,93 | 0,43 | 1,00 | 0,93 | 1,89 |  |  |  |
| Dez. 14 | 2,35 | 0,50 | 0,90 | 2,50 | 0,70 | 1,75 | 1,50 | 2,75 |  |  |  |
| Mrz. 15 | 2,50 | 0,55 | 1,20 | 2,70 | 0,80 | 1,90 | 1,60 | 2,93 |  |  |  |
| Sep. 15 | 2,70 | 0,60 | 1,40 | 3,10 | 1,00 | 2,20 | 1,80 | 3,32 |  |  |  |

### Wechselkurse

|         | EUR/USD | USD/JPY | EUR/GBP | GBP/USD | EUR/CHF | EUR/SEK | EUR/DKK | EUR/NOK | EUR/PLN | EUR/HUF | EUR/CZK |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Aktuell | 1,25    | 117,53  | 0,79    | 0,64    | 1,20    | 9,24    | 7,44    | 8,60    | 4,18    | 307,14  | 27,61   |
| Dez. 14 | 1,25    | 117,00  | 0,77    | 1,62    | 1,22    | 8,95    | 7,46    | 8,00    | 4,15    | 310,00  | 27,50   |
| Mrz. 15 | 1,22    | 119,00  | 0,76    | 1,61    | 1,23    | 8,90    | 7,46    | 7,95    | 4,13    | 313,00  | 27,50   |
| Sep. 15 | 1,18    | 123,00  | 0,74    | 1,59    | 1,25    | 8,80    | 7,46    | 7,85    | 4,08    | 319,00  | 27,50   |

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

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

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



## Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

|   | Q4<br>2013 | Q1<br>2014 | Q2<br>2014 | Q3<br>2014 | Q4<br>2014 | Juni<br>2014 | Juli<br>2014 | Aug.<br>2014 | Sep.<br>2014 | Okt.<br>2014 | Nov.<br>2014 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Konjunkturumfragen</b>                   |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |              |
| <b>Gesamtwirtschaft</b>                     |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |              |
| ifo Geschäftsklima                          | 108,9      | 110,8      | 110,3      | 106,3      |            | 109,6        | 107,9        | 106,3        | 104,7        | 103,2        | 104,7        |
| ifo Geschäftserwartungen                    | 106,0      | 107,8      | 106,0      | 101,4      |            | 104,7        | 103,3        | 101,6        | 99,3         | 98,3         | 99,7         |
| PMI Composite                               | 54,5       | 55,4       | 55,2       | 54,5       |            | 54,0         | 55,7         | 53,7         | 54,1         | 53,9         | 52,1         |
| <b>Produzierendes Gewerbe</b>               |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |              |
| ifo Verarbeitendes Gewerbe                  | 104,6      | 106,8      | 106,5      | 102,1      |            | 105,2        | 103,6        | 102,2        | 100,6        | 98,4         | 99,5         |
| PMI Verarbeitendes Gewerbe                  | 52,9       | 55,0       | 52,8       | 51,3       |            | 52,0         | 52,4         | 51,4         | 49,9         | 51,4         | 50,0         |
| Produktion (% gg. Vp.)                      | 0,5        | 1,1        | -1,1       | -0,3       |            | 0,4          | 1,6          | -3,1         | 1,4          |              |              |
| Auftragseingang (% gg. Vp.)                 | 2,0        | 0,0        | -0,2       | 0,1        |            | -2,4         | 4,8          | -4,2         | 0,8          |              |              |
| Grad der Kapazitätsauslastung               | 83,3       | 83,5       | 84,3       | 84,0       | 83,7       |              |              |              |              |              |              |
| <b>Bauhauptgewerbe</b>                      |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |              |
| Produktion (% gg. Vp.)                      | -0,5       | 5,1        | -6,0       | 0,0        |            | 3,3          | -1,4         | -1,1         | 2,4          |              |              |
| Auftragseingang (% ggü. Vp.)                | 2,5        | 1,6        | -5,0       | -2,9       |            | -6,4         | 5,9          | -2,2         | -2,7         |              |              |
| ifo Bauhauptgewerbe                         | 121,3      | 122,6      | 120,5      | 119,1      |            | 120,5        | 119,3        | 119,5        | 118,4        | 118,3        | 119,1        |
| <b>Dienstleistungen</b>                     |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |              |
| PMI Dienstleistungen                        | 54,1       | 54,0       | 55,1       | 55,7       |            | 54,6         | 56,7         | 54,9         | 55,7         | 54,4         | 52,1         |
| <b>Konsumentennachfrage</b>                 |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |              |
| EC Konsumentenbefragung                     | -2,8       | 0,3        | 4,3        | 1,0        |            | 4,3          | 3,9          | 0,3          | -1,1         | -0,7         | -1,6         |
| Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)            | 0,1        | 1,5        | -0,3       | -0,4       |            | 1,0          | -0,9         | 1,3          | -2,8         | 1,9          |              |
| Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)              | 1,6        | 2,8        | -0,3       | 4,1        |            | -1,9         | 6,8          | -0,4         | 5,2          | 3,7          |              |
| <b>Außenhandel</b>                          |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |              |
| Auslandsaufträge (% gg. Vp.)                | 3,7        | -1,3       | 0,2        | 1,7        |            | -3,2         | 7,6          | -6,5         | 3,7          |              |              |
| Exporte (% gg. Vp.)                         | 1,8        | 1,1        | 0,5        | 2,3        |            | 0,9          | 4,8          | -6,7         | 6,1          |              |              |
| Importe (% gg. Vp.)                         | -0,2       | 3,9        | -1,1       | -0,7       |            | 3,6          | -1,4         | -4,6         | 7,1          |              |              |
| Nettoexporte (EUR Mrd.)                     | 54,2       | 48,4       | 52,4       | 60,6       |            | 16,6         | 22,1         | 19,1         | 19,4         |              |              |
| <b>Arbeitsmarkt</b>                         |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |              |
| Arbeitslosenquote (%)                       | 6,9        | 6,8        | 6,7        | 6,7        |            | 6,7          | 6,7          | 6,7          | 6,7          | 6,6          | 6,6          |
| Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.) | 15,3       | -43,0      | -19,7      | 2,7        |            | 6,0          | -13,0        | 1,0          | 9,0          | -23,0        | -14,0        |
| Beschäftigung (% gg. Vj.)                   | 0,5        | 0,7        | 0,9        | 0,9        |            | 0,9          | 0,9          | 0,9          | 0,9          | 1,0          |              |
| ifo Beschäftigungsbarometer                 | 107,2      | 107,5      | 106,8      | 106,4      |            | 106,0        | 106,0        | 107,0        | 106,0        | 106,9        | 105,4        |
| <b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>      |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |              |
| <b>Preise</b>                               |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |              |
| HVPI (% gg. Vj.)                            | 1,3        | 1,0        | 0,9        | 0,8        |            | 1,0          | 0,8          | 0,8          | 0,8          | 0,7          | 0,5          |
| Kern-HVPI (% gg. Vj.)                       | 1,1        | 1,1        | 1,1        | 1,2        |            | 1,1          | 1,2          | 1,2          | 1,2          | 1,1          |              |
| Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)              | -0,7       | -1,0       | -0,8       | -0,8       |            | -0,7         | -0,8         | -0,8         | -1,0         | -1,0         |              |
| Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)          | -10,4      | -11,1      | -4,9       | -1,8       |            | -3,5         | -3,0         | -1,3         | -1,1         | 0,9          |              |
| Ölpreis (USD)                               | 109,3      | 108,2      | 109,7      | 102,0      |            | 111,8        | 106,9        | 101,6        | 97,4         | 87,3         |              |
| <b>Inflationserwartungen</b>                |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |              |
| EC Haushaltsumfrage                         | 25,5       | 22,0       | 16,9       | 13,4       |            | 14,6         | 15,3         | 14,8         | 10,0         | 11,1         | 8,5          |
| EC Unternehmensumfrage                      | 6,1        | 5,6        | 2,3        | 4,2        |            | 2,6          | 3,3          | 4,1          | 5,2          | 4,7          | 3,2          |
| <b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>            |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |              |
| Lohnstückkosten                             | 1,4        | 0,8        | 2,1        | 2,0        |            |              |              |              |              |              |              |
| Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer         | 2,0        | 2,8        | 2,6        | 2,5        |            |              |              |              |              |              |              |
| Arbeitnehmerentgelt je Stunde               | 2,2        | 0,8        | 2,5        | 2,3        |            |              |              |              |              |              |              |
| <b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>           |            |            |            |            |            |              |              |              |              |              |              |
| M3  | 2,7        | 3,5        | 4,2        | 4,8        |            | 4,2          | 4,4          | 5,0          | 4,8          | 4,0          |              |
| Trend von M3*                               |            |            |            |            |            | 4,3          | 4,5          | 4,7          | 4,6          |              |              |
| Kredite an Unternehmen und Privatpersonen   | -3,1       | -3,6       | -3,5       | 1,4        |            | -3,5         | -2,8         | 1,0          | 1,4          |              |              |
| Kredite an öffentliche Haushalte            | -17,1      | -1,5       | 9,7        | 5,9        |            | 9,7          | 11,4         | 5,1          | 5,9          |              |              |

% 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.

- ▶ Weitere Enttäuschungen ..... 5. November 2014
- ▶ Risiken nehmen zu ..... 30. September 2014
- ▶ Ice bucket challenge und  
strukturelle Investitionslücke  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 2. September 2014
- ▶ Nur schwache Konjunkturerholung in H2  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 4. August 2014
- ▶ Solides Wachstum, wenig Inflation  
(trotz EZB)  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 30. Juni 2014
- ▶ Robuste Binnenwirtschaft durch gute  
Absichten gefährdet  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 4. Juni 2014
- ▶ So weit, so gut  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 2. Mai 2014
- ▶ 2% Wachstum in 2015 trotz  
belastender Beschäftigungspolitik  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 28. Februar 2014
- ▶ Weiter im Aufwind  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 27. Januar 2014
- ▶ Aufbruch in die Vergangenheit  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 29. November 2013

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 2014. 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