



# Ausblick Deutschland

## Nur schwache Konjunkturerholung in H2

4. August 2014

### Autoren

Bernhard Gräf  
+49 69 910-31738  
bernhard.graef@db.com

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

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

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

### Editor

Stefan Schneider

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

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

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

**Deutscher Konjunktursterne wird blasser.** Der Wachstumsrückschlag im zweiten Quartal ist wohl kräftiger ausgefallen, als zunächst vermutet. Wir erwarten nunmehr lediglich eine Stagnation, schließen aber auch einen minimalen Rückgang nicht mehr aus. Insgesamt deuten die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht auf eine dynamische Konjunktur in H2 hin. Insbesondere die verschärften Sanktionen gegen Russland und das Risiko einer weiteren Eskalation des Konfliktes sollten trotz des geringen Anteils Russlands an den deutschen Exporten die Stimmung und Investitionstätigkeit dämpfen. Aufgrund der Unsicherheiten bzgl. der Q2-Daten haben wir zunächst noch von einer Abwärtsrevision unserer BIP-Prognose von 1,8% für das Gesamtjahr abgesehen.

**DB Makro-Überraschungsindex Deutschland: Letzte Konjunkturdaten überwiegend enttäuschend.** Der von uns berechnete DB Makro-Überraschungsindex liefert Informationen über künftige BIP-Prognoseanpassungen und hat gegenüber der Consensus Economics Prognose einen Vorlauf von 3 Monaten. Der DB Makro-Überraschungsindex liegt seit Mitte Mai durchweg im negativen Bereich. Basierend auf der historischen Korrelation dürfte der Mittelwert der deutschen BIP-Prognosen für das Jahr 2014 von derzeit 2% (Juli – Consensus Economics) in den kommenden 3 Monaten um 0,3 %-Punkte auf leicht unter unsere aktuelle BIP-Prognose von 1,8% fallen.

**Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen 2014: Rund 3% höheres BIP-Niveau zu erwarten.** Anfang September steht eine „große“ Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen an. Dabei sind vor allem die neue Abgrenzung des Staatssektors sowie die Behandlung von Militärausgaben und Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen als Investitionen relevant. Insgesamt könnte dadurch das BIP rund 3% höher ausfallen. Die Wachstumsrevisionen dürften sich aber in engen Grenzen halten, da es sich zum größten Teil um Niveaueffekte handelt. Die Investitionsquote dürfe um über 2 Prozentpunkte des BIP steigen, die Staatsschuldenquote um 2,5 Prozentpunkte des BIP sinken.

**EZB-Ausblick: Weitere Maßnahmen nicht ausgeschlossen.** Die letzten Konjunkturindikatoren für die Eurozone waren zwar eher durchwachsen, stützen aber immer noch unsere Erwartung einer weiteren konjunkturellen Aufhellung in H2. Die Inflation hat im Juli wegen niedrigerer Ölpreise einen neuen zyklischen Tiefpunkt erreicht. Die Kerninflation zeigt Stabilisierungstendenzen. Da Inflation verzögert dem Konjunkturzyklus folgt, kann die EZB angesichts ihrer Konjunkturerwartungen und des schwächeren Euro – nicht zuletzt aber wegen der vorbeugenden Ausrichtung ihres Maßnahmenpakets vom Juni – getrost abwarten. Allerdings sind sowohl der Konjunktur- als auch der Inflationsausblick nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet. Auf ihrer Sitzung am 7. August dürfte die EZB ihre „bedingte Lockerungsbereitschaft“ bestätigen und erneut ein ABS-Ankaufprogramm in Aussicht stellen.

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosetabellen.....	2
Deutscher Konjunktursterne wird blasser.....	3
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland: Letzte Konjunkturdaten überwiegend enttäuschend. ....	6
Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen 2014: Rund 3% höheres BIP zu erwarten.....	10
EZB-Ausblick: Weitere Maßnahmen nicht ausgeschlossen.....	15
Grafik des Monats.....	18
Chartbook.....	20
Eventkalender.....	27
Datenkalender.....	28
Finanzmarktprognosen.....	29
Datenmonitor.....	30



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2013	2014P	2015P	2013	2014P	2015P	2013	2014P	2015P	2013	2014P	2015P
Euroland	-0,4	1,1	1,5	1,4	0,7	1,2	2,4	2,4	2,3	-3,1	-2,5	-2,1
Deutschland	0,4	1,8	2,0	1,5	1,1	1,6	7,0	7,1	6,8	0,0	0,2	0,1
Frankreich	0,4	0,7	1,3	1,0	0,9	1,0	-1,3	-1,1	-1,1	-4,3	-3,9	-3,6
Italien	-1,9	0,3	1,3	1,3	0,5	1,1	1,0	1,6	2,0	-3,0	-2,9	-2,5
Spanien	-1,2	1,0	1,8	1,5	0,2	1,0	0,8	0,5	0,5	-7,1	-5,7	-4,9
Niederlande	-0,8	0,3	1,7	2,6	0,5	1,1	10,4	11,1	10,9	-2,5	-2,9	-2,2
Belgien	0,2	1,4	1,5	1,2	0,8	1,3	-1,6	-1,0	-0,5	-2,6	-2,5	-2,4
Österreich	0,3	1,4	1,8	2,1	1,6	1,6	2,7	3,4	3,6	-1,5	-2,7	-1,4
Finnland	-1,3	-0,4	0,8	2,2	1,2	1,3	-1,1	-0,8	-0,5	-2,1	-2,5	-1,8
Griechenland	-3,9	0,5	2,2	-0,9	-1,0	0,2	0,8	1,0	1,5	-12,7	-1,5	-0,2
Portugal	-1,4	0,9	1,5	0,4	0,0	0,9	0,6	1,0	1,0	-4,9	-4,1	-3,0
Irland	0,2	1,8	2,3	0,5	0,4	1,1	6,6	6,5	7,0	-7,2	-4,7	-2,6
Großbritannien	1,7	3,1	2,5	2,6	1,6	1,8	-4,4	-3,7	-3,0	-5,8	-4,6	-3,4
Dänemark	0,4	1,4	1,8	0,8	0,8	1,8	7,2	6,5	6,5	0,0	-1,5	-2,5
Norwegen	2,0	2,1	2,4	2,1	1,8	2,2	11,1	11,5	11,0	7,6	9,5	9,0
Schweden	1,6	2,4	2,8	0,0	0,1	1,6	6,5	6,3	6,0	-3,6	-1,5	-1,0
Schweiz	2,0	1,8	2,0	-0,2	0,0	0,4	16,0	12,5	12,0	0,2	0,0	0,2
Tschech. Rep.	-0,9	2,3	2,6	1,4	0,6	1,8	-1,4	-1,5	-1,4	-1,4	-2,6	-2,5
Ungarn	1,1	2,7	2,5	1,7	0,2	2,6	-0,8	1,8	1,8	-2,4	-2,9	-2,7
Polen	1,6	3,3	3,7	0,9	0,4	1,5	-1,3	-1,8	-2,0	-4,4	4,3	-3,1
USA	2,2	1,9	3,5	1,5	2,0	2,3	-2,4	-2,7	-2,8	-4,0	-2,8	-2,5
Japan	1,5	1,2	1,5	0,4	2,7	1,7	0,7	0,5	1,8	-9,1	-6,8	-5,7
Welt	3,0	3,3	4,1	3,3	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.

	2011					2012					2013					2014				
	2011	2012	2013	2014P	2015P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2P	Q3P	Q4P			
BIP	3,3	0,7	0,4	1,8	2,0	0,0	0,7	0,3	0,4	0,8	0,0	0,5	0,4	0,8	0,0	0,5	0,4			
Privater Konsum	2,3	0,8	0,9	1,3	1,6	0,3	0,7	0,3	-0,3	0,7	0,4	0,4	0,4	0,7	0,4	0,4	0,4			
Staatsausgaben	1,0	1,0	0,4	0,8	0,5	0,0	-0,2	0,7	-0,3	0,4	0,2	0,2	0,2	0,4	0,2	0,2	0,2			
Anlageinvestitionen	6,9	-2,1	-0,8	5,5	3,8	-1,4	1,2	1,3	0,7	3,2	0,4	1,0	0,9	3,2	0,4	1,0	0,9			
Ausrüstungen	5,8	-4,0	-2,4	7,0	5,1	-1,4	0,5	0,1	1,4	3,3	1,5	1,5	1,5	3,3	1,5	1,5	1,5			
Bau	7,8	-1,4	-0,2	5,4	3,2	-1,5	1,7	2,1	0,2	3,6	-0,5	0,5	0,5	3,6	-0,5	0,5	0,5			
Lager, %-Punkte	-0,1	-0,5	0,1	0,5	0,0	0,5	-0,4	0,2	-0,2	0,7	-0,2	0,1	0,0	0,7	-0,2	0,1	0,0			
Exporte	8,0	3,2	0,9	4,7	6,8	-0,7	2,5	-0,1	2,5	0,2	1,4	1,2	1,5	0,2	1,4	1,2	1,5			
Importe	7,4	1,4	1,5	6,5	7,2	0,2	1,5	0,8	1,3	2,2	1,5	1,5	1,8	2,2	1,5	1,5	1,8			
Nettoexport, %-Punkte	0,7	0,9	-0,2	-0,5	0,3	-0,5	0,6	-0,5	0,7	-0,9	0,0	-0,1	-0,1	-0,9	0,0	-0,1	-0,1			
Konsumentenpreise*	2,1	2,0	1,5	1,1	1,6	1,5	1,5	1,6	1,3	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2			
Arbeitslosenquote, %	7,1	6,8	6,9	6,7	6,7	6,9	6,9	6,8	6,9	6,8	6,7	6,7	6,6	6,8	6,7	6,7	6,6			
Industrieproduktion	7,3	-0,4	0,1	4,2	3,0															
Budgetsaldo, % BIP	-0,8	0,1	0,0	0,2	0,1															
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	80,0	81,0	78,4	75,2	72,0															
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,3	7,4	7,0	7,1	6,8															
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	164	196	192	201	198															

\*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

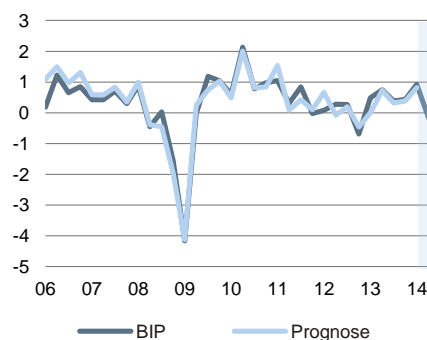


## Deutscher Konjunktursterne wird blasser

- Der Wachstumsrückschlag im zweiten Quartal ist wohl kräftiger ausgefallen, als zunächst vermutet. Wir erwarten nunmehr lediglich eine Stagnation, schließen aber auch einen minimalen Rückgang nicht mehr aus.
- Insgesamt deuten die weltwirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht auf eine dynamische Konjunktur in H2 hin. Insbesondere die verschärften Sanktionen gegen Russland und das Risiko einer weiteren Eskalation des Konflikts sollten trotz des geringen Anteils Russlands an den Exporten die Stimmung und Investitionstätigkeit dämpfen.
- Ähnlich dürfte die durch Kommentare von EZB und Buba ausgelöste Debatte über kräftigere Lohnanstiege in Deutschland wirken, wenngleich die Einlassungen bei näherer Betrachtung weniger spektakulär als ihr Medienecho sind.
- Aufgrund der Unsicherheiten haben wir zunächst noch von einer Abwärtsrevision unserer BIP-Prognose von 1,8% für das Gesamtjahr abgesehen.

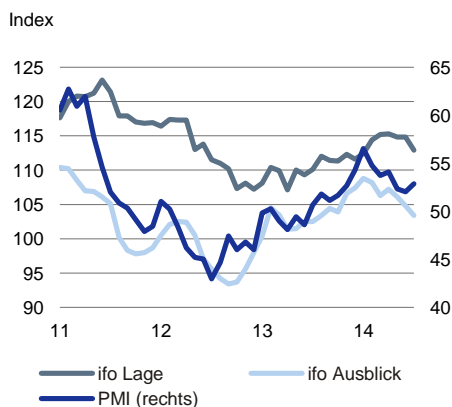
Brückenmodell prognostiziert  
BIP-Rückgang

% gg. Vorquartal



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Vertrauensindikatoren schwächer



Quelle: Thomson Reuters

Vor rund drei Wochen holte sich Deutschland in Brasilien den lang ersehnten vierten Stern. Nun ist der Sport und insbesondere Fußball eine sehr emotionale Angelegenheit. Trotzdem überrascht die Vielzahl der „ex post“-Analysen von Experten und Hobby-Bundestrainern, die eindrucksvoll darlegen, warum Deutschland Weltmeister werden musste. Dabei dürfte Fußball auch ein „low-validity environment“ im Sinne von D. Kahnemann sein, also ein Bereich, in dem es einfach zu wenig belastbare Zusammenhänge gibt, um Prognosen mit einer akzeptablen Eintrittswahrscheinlichkeit zu erstellen. Daher sollte man sich umso mehr davor hüten, den erfreulichen und wohl auch verdienten Erfolg der Fußballnationalmannschaft quasi als Evidenz für die derzeit überlegene Wettbewerbsfähigkeit und den ökonomischen Erfolg des ganzen Landes zu interpretieren.

### Wohl nur noch Stagnation in Q2

Zugegeben, alle wussten, dass der BIP-Anstieg um 0,8% in Q1 2014 durch die Witterung um etwa 0,3 Prozentpunkte überzeichnet war, und dass die Rechnung in Q2 präsentiert werden würde. Allerdings scheint diese nun unerwartet hoch auszufallen. So hält die Bundesbank mittlerweile eine Stagnation der Wirtschaftsleistung für möglich. Realwirtschaftliche Monatsindikatoren sind in der Tat unerwartet schlecht ausgefallen, wie unser neuer Überraschungsindex (Artikel im Folgenden) eindrucksvoll zeigt. Dabei dürfte neben der zum Teil schon im ersten Quartal stattgefundenen Frühjahrserholung auch der besonders brückentage-freundliche Mai beigetragen haben. Aber selbst wenn wir in unserem einfachen BIP-Brückenmodell für die Juni-Industrieproduktion eine kräftige Erholung auf das Durchschnittsniveau des ersten Quartals unterstellen (+ 2 1/2% gg. Vormonat), käme spitz gerechnet sogar noch ein kleiner BIP-Rückgang heraus. (Allerdings könnte es infolge der Brückentage zu erheblichen Nachmeldungen und entsprechender Revisionsunsicherheit bei den Mai-Produktionszahlen kommen.) Dagegen prognostizieren Modelle, die auf Vertrauensindikatoren (ifo, PMI) basieren, immer noch Wachstumsraten von 1/2% und mehr. Diese haben aber zuletzt das Wachstum überschätzt. Daher haben wir unsere BIP-Prognose für Q2 „nur“ von 0,2% gg. Vq. auf 0% gesenkt.

Da etwa 0,3 Prozentpunkte der Verlangsamung in Q2 einer Gegenbewegung des Q1-Witterungseffektes geschuldet sind, könnte die um diesen Effekt korrigierte zugrundeliegende Q2-Wachstumsrate bei rund 0,3% liegen, was als Ba-

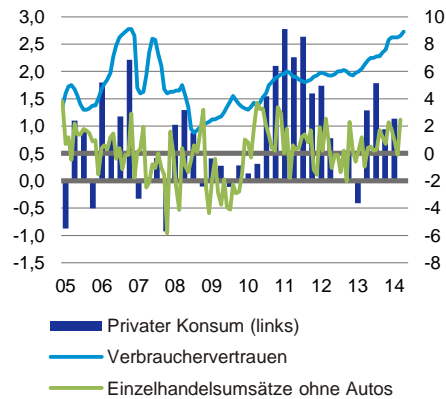


## Ausblick Deutschland

### Robuster Konsum

3

% gg. Vj. (links), % gg. Vj., Index (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, GfK, EZB

sis für die konjunkturelle Entwicklung im zweiten Halbjahr immer noch recht ordentlich wäre.

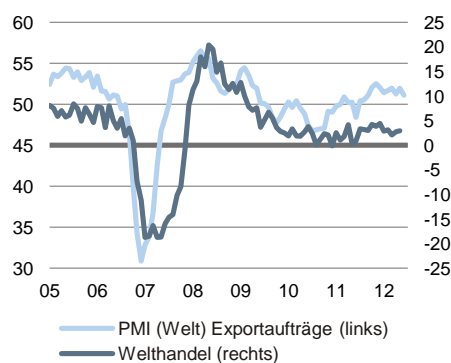
### Aussichten für H2 eingetrübt

Allerdings haben sich in den letzten Monaten neben der überraschend starken Verschlechterung der monatlichen Konjunkturindikatoren die Risiken für das zweite Halbjahr zusätzlich erhöht. Einzig der private Verbrauch zeigt sich dank weiter zunehmender Beschäftigung und steigender Reallöhne unbeeindruckt, obwohl angesichts des Rückgangs der Einzelhandelsumsätze um 0,3% gg. Vq. in Q2 der Zuwachs im zweiten Quartal deutlich bescheidener als die 0,7% in Q1 ausfallen dürfte. Bei den Bauinvestitionen, wo der Witterungseffekt am stärksten zu Buche schlägt, dürfte nach dem Anstieg um 3,6% in Q1, in Q2 sogar ein deutliches Minus stehen. Im Gesamtjahr dürfte die Bauinvestition allerdings deutlich zum Wachstum beitragen. Die ungünstigeren Aussichten dürften sich insbesondere in der Investitionstätigkeit der Unternehmen niederschlagen, also dem eigentlichen Schwungrad der Konjunktur.

### Welthandel - nahezu seitwärts

4

Index (links), % gg. Vj. (rechts)



Quellen: CPB, Markit

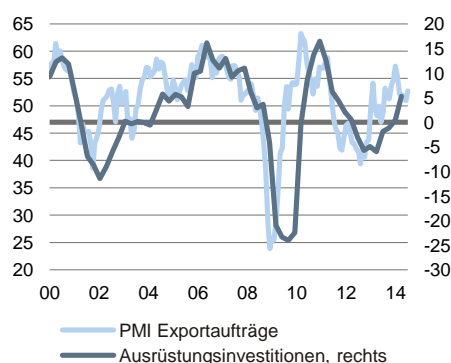
### Investitionsklima: Externe Belastungen ...

Obwohl die amerikanische und chinesische Wirtschaft sich im zweiten Quartal – wenn auch im Falle der USA z.T. wetterbedingt – erholt haben, trat der Welthandel bis zuletzt nahezu auf der Stelle und lag im Mai um real 2,9% über Vorjahr. Der Index neuer Exportaufträge im globalen PMI ist in Q2 gegenüber Q1 gesunken und verbuchte mit 51,1 im Juni den schwächsten Wert seit zehn Monaten. Hoffnungen auf deutliche globale Impulse für den deutschen Export dürften sich damit zunächst nicht realisieren. In die gleiche Richtung wirkt die jüngste Verschärfung der Sanktionen gegen Russland. In den Monaten Januar bis Mai sind die deutschen Exporte nach Russland bereits um 15% gegenüber Vorjahr eingebrochen. Die EU-Kommission erwartet, dass die Sanktionen in der EU in diesem Jahr zu Verlusten von EUR 40 Mrd. (0,3% des BIP) führen könnten. Obwohl diese Rechnung auch die Effekte von russischen Gegenmaßnahmen beinhaltet, erscheint die Zahl für das laufende Jahr recht hoch. Unterstellt man allerdings einen Rückgang der deutschen Exporte von 20% bis 25% im Gesamtjahr, würde dies das deutsche Exportwachstum zwischen 0,5 und 0,7 Prozentpunkte reduzieren. Aufgrund importierter Vorleistungen wäre der Effekt auf den Netto-Export zwar etwas geringer, so dass der Verlust beim BIP – in der Tat – in der Nähe von ¼ Prozentpunkt liegen könnte. Bei einer relativ robusten inländischen Nachfrage müssten sich daraus nicht notwendigerweise spürbare Belastungen des deutschen Investitionsklimas ergeben. Es wäre allerdings überraschend, wenn die Sanktionsspirale bald zum Stillstand käme. Insbesondere dürfte Russland westeuropäische Sorgen über die Gasversorgung schüren. Da Russland schon aufgrund fehlender Netzwerke nicht kurzfristig sein Gas anderweitig absetzen kann, entstünden dem Land erhebliche Einnahmeausfälle, die das Staatsbudget bei ohnehin anämischer Konjunktur zusätzlich belasten würden. Andererseits gibt es aber auch auf Seiten der EU kurzfristig wenige Substitutionsmöglichkeiten. Auch wenn Russland seine langfristigen Lieferverträge erfüllt und nicht – wie angedroht – höhere Preise fordern sollte, dürfte doch die Unsicherheit in diesem Bereich zunächst eher zunehmen und damit das Investitionsklima belasten.

### Investitionen und Exportnachfrage

5

Index (links), % gg. Vj. (rechts)



Quelle: Thomson Reuters

### ... und hausgemachte Verunsicherungen

Die Beschlüsse der Großen Koalition und die dadurch verursachte Erhöhung der Arbeits- und Energiekosten, insbesondere der absehbare mittelfristige An-

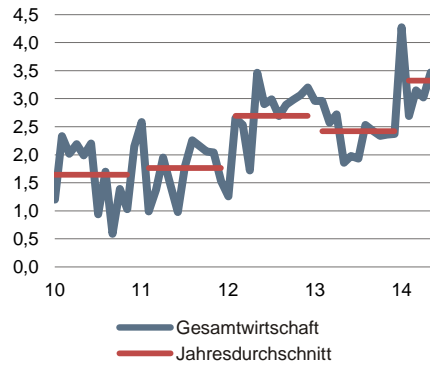


Ausblick Deutschland

Tarifliche Stundenlöhne steigen  
(wie "empfohlen")

6

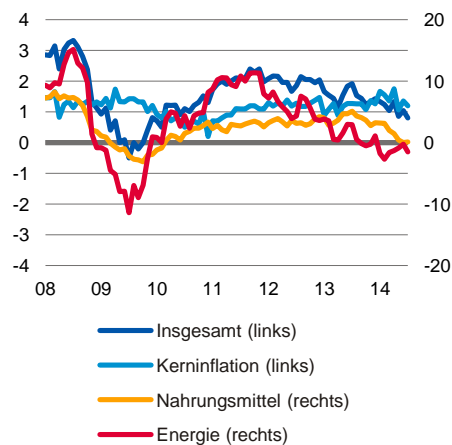
% gg. Vorjahr



Quelle: Deutsche Bundesbank

Verbraucherpreise (% gg. Vj.)

7



Quelle: Statistisches Bundesamt

stieg der Sozialbeiträge, dürften die Investitionsneigung ohnehin dämpfen. Dazu kommt eine durch Äußerung seitens der Bundesbank und EZB angestoßene Lohndebatte, die den Eindruck vermittelt, im falschen Film zu sein. Der Chefvolkswirt der EZB, Peter Praet, sagte, dass in Ländern mit guter Arbeitsmarktentwicklung wie Deutschland höhere Verdienststeigerungen (im Vergleich zu den europäischen Krisenländern) angemessen seien. Die Bundesbank präzierte, in dem sie einen „höheren Lohnanstieg“ auf etwa 3% bezifferte, da dieser den durch Produktivität und Inflationsentwicklung mittelfristig vorgegebenen verteilungsneutralen Spielraum ausschöpft, was angesichts der guten Arbeitsmarktsituation adäquat sei. Keynesianer jubelten, stabilitätsorientierte Ökonomen sahen dagegen – wieder einmal – die Kapitulation der Bundesbank und die Finanzpresse witterte dahinter sogar eine Strategie, mögliche ABS-Käufe der EZB zu verhindern. Was alle bei der Aufregung übersahen, ist, dass sich der deutsche Lohnanstieg im Vergleich zu 2013 (2,5%) schon beschleunigt hat und mit 3,2% (tarifliche Stundenlöhne in der Gesamtwirtschaft) sogar knapp über der 3%-Empfehlung der Bundesbank liegt – damit den verteilungsneutralen Spielraum also sogar leicht übersteigt. Interessanter war dagegen der Vorschlag der Bundesbank, bei der Ableitung des verteilungsneutralen Spielraums das mittelfristige „Inflationsziel“ von knapp 2% zu berücksichtigen anstatt der im laufenden Jahr wohl eher bei 1% liegenden aktuellen Inflationsrate. Damit könnte vermieden werden, dass sich eine temporär niedrigere Inflationsrate verfestigt. In Zeiten niedriger Inflation würde dies allerdings den verteilungsneutralen Spielraum – wie aktuell – übersteigen und damit der Lohnanstieg auf Kosten der Unternehmensgewinne gehen. Derzeit sollte dies zwar für die Unternehmen zu verkraften sein. In einem klassischen Abschwung, bei dem die Löhne ohnehin mit Verzögerung auf die verschlechterte Konjunktur- und Gewinnentwicklung reagieren, könnte eine derartige Strategie allerdings prozyklisch wirken und die Investitionstätigkeit zusätzlich belasten. Insbesondere, wenn es unklar bleibt, ob eine im späteren Zyklus eventuell über 2% steigende Inflationsrate dann bei der Lohnsetzung ebenfalls unberücksichtigt bleibt. Daher würde es insgesamt nicht überraschen, wenn die aktuelle „Lohndebatte“ – obwohl eigentlich nicht mehr als ein Sturm im Wasserglas – bei den Unternehmen mit gemischten Gefühlen verfolgt wird.

BIP-Prognose von 1,8% für 2014 zunehmend mit Fragezeichen

Spitz gerechnet, d.h. mit 0% BIP-Wachstum in Q2 und dem Risiko, dass die Wachstumsdynamik in H2 aufgrund der oben diskutierten Faktoren etwas unter unseren Erwartungen (Q3 0,4%, Q4 0,5%) liegen könnte, müssten wir eigentlich unsere BIP-Prognose von 1,8% für 2014 wieder nach unten korrigieren. Aufgrund der hohen Unsicherheiten (Witterungs- und Kalendereffekte in Q2, Geopolitik) warten wir zunächst ab und hoffen, dass die Konjunkturschwäche in der Eurozone ein temporäres Phänomen des zweiten Quartals bleibt.

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

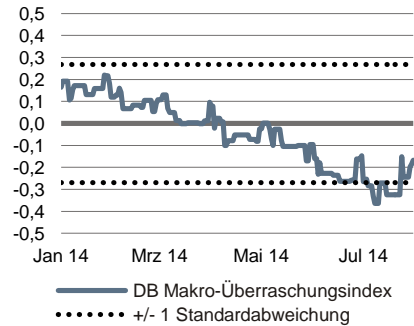


Ausblick Deutschland

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland seit Mai im negativen Bereich

1

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberrassungen



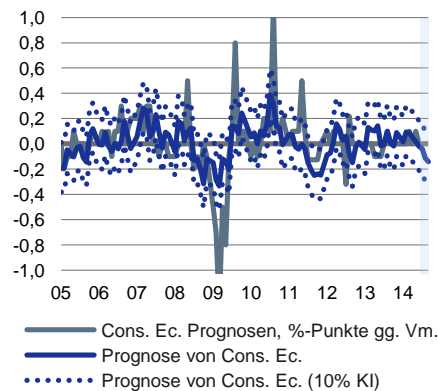
Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland: Abwärtsrisiken für BIP-Prognosen überwiegen

2

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



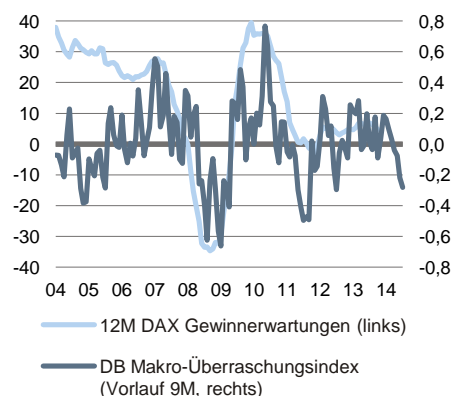
KI: 10% Konfidenzintervall

Quellen: Consensus Economics Inc., Deutsche Bank Research

DB Makro-Überraschungsindex deutet auf Abwärtsrisiken für DAX 12M-Gewinnererwartungen

3

% gg. Vj. (links); Durchschnitt der z-Werte (letzte 20 Datenüberrassungen, rechts)



Quellen: IBES, Deutsche Bank Research

## DB Makro-Überraschungsindex Deutschland: Letzte Konjunkturdaten überwiegend enttäuschend

- Der von uns berechnete DB Makro-Überraschungsindex vergleicht den Wert der veröffentlichten Konjunkturdaten mit den Markterwartungen.
- Der Index liefert Informationen über künftige Prognoseanpassungen und hat gegenüber der Revision der Consensus Economics Prognosen für das deutsche BIP einen Vorlauf von 3 Monaten.
- Der DB Makro-Überraschungsindex liegt seit Mitte Mai durchweg im negativen Bereich. Teilweise ging die Enttäuschung aber auf Einmaleffekte zurück, die Abwärtsrisiken für die deutsche BIP-Prognose dürften derzeit jedoch überwiegen. Basierend auf der historischen Korrelation dürfte der Mittelwert der deutschen BIP-Prognosen für das Jahr 2014 von derzeit 2% (Juli – Consensus Economics) in den kommenden 3 Monaten um 0,3%-Punkte fallen, was etwas unter unserer aktuellen BIP-Prognose von 1,8% liegen würde.

## DB Makro-Überraschungsindex: Zeitnahe neue Informationen über Aufwärts- oder Abwärtsrisiken

Für eine zeitnahe Einschätzung der deutschen Konjunkturlage relativ zu den Markterwartungen (Bloomberg Finance LP Konsensus), haben wir den DB Makro-Überraschungsindex berechnet.<sup>1</sup> Er basiert auf Stimmungs- und realwirtschaftlichen Indikatoren, Preisen, der Entwicklung des Arbeitsmarktes und des außenwirtschaftlichen Umfelds.<sup>2</sup> Der Index misst, ob die Konsensus-Umfrageteilnehmer die aktuelle Konjunkturlage zu pessimistisch (positiver Bereich) oder zu optimistisch (negativer Bereich) einschätzten.

Weichen die veröffentlichten Konjunkturdaten signifikant oder über einen längeren Zeitraum von den Markterwartungen ab, ist damit zu rechnen, dass Prognostiker und Marktteilnehmer ihre Erwartungen und Prognosen anpassen.

Die Anpassungen der Prognosen finden allerdings häufig mit Verzögerungen statt, da die Prognostiker bspw. erst einmal weiter an ihren Prognosen festhalten und Abweichungen von Ihrer Einschätzung zunächst auf Volatilitäten d.h. Rauschen oder Einmaleffekte zurückführen, die in der Folge wieder ausgeglichen werden, oder fixe Termine für Aktualisierungen ihrer Prognosen bestehen. Dadurch reagieren die Erwartungen verzögert auf die Erwartungsfehler der Vergangenheit, außerdem würde eine zu häufige Änderung der Prognosen infolge der letzten verfügbaren Daten in vielen Fällen den Nutzen der Prognosen für den Empfänger (z.B. in der Unternehmensplanung) erheblich reduzieren.

## Abwärtsrisiken für BIP Prognosen durch überwiegend enttäuschende deutsche Konjunkturdaten

Der DB Makro-Überraschungsindex<sup>3</sup> hat gegenüber den Veränderungen der Consensus Economics Prognosen für das deutsche BIP einen zeitlichen Vorlauf von 3 Monaten. Seit Ende Januar bewegt sich der Überraschungsindex trend-

<sup>1</sup> Mit dem DB Macro Pulse Index berechnen Daniel Brehon und Bilal Hafeez (FX-Strategen) bereits seit längerer Zeit einen Überraschungsindex für die großen Währungsräume. Siehe <http://gm.db.com/FXProduct>.

<sup>2</sup> Informationen über die Indikatoren und die Berechnung befinden sich im Anhang.

<sup>3</sup> Der Überraschungsindex ist stationär.

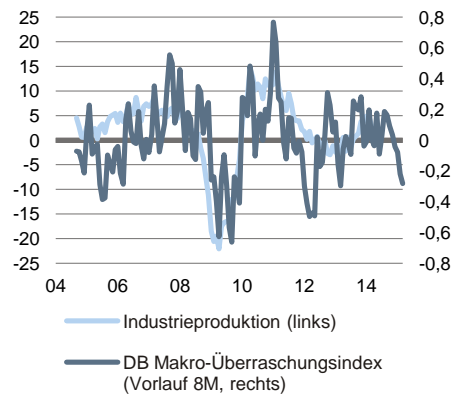


## Ausblick Deutschland

### Abwärtsrisiken für realwirtschaftliche Entwicklung

4

% gg. Vj. (links); Durchschnitt der z-Werte (letzte 20 Datenüberschungen, rechts)

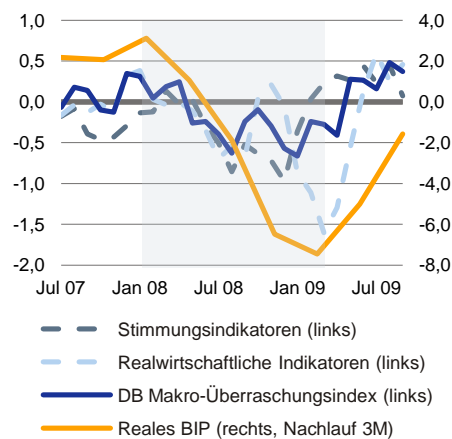


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Datenüberraschungen im Verlauf der tiefen Wirtschaftskrise 2008/2009

6

Standardisierte Werte (Laufender 3M-Durchschnitt, links), % gg. Vj. (rechts)

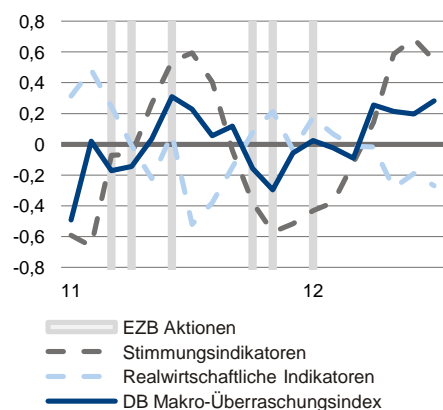


Quelle: Deutsche Bank Research

### EZB Politik sorgt für hohe Volatilität bei Überraschungen bei Stimmungskindikatoren im Abschwun 2011/13

7

Standardisierte Werte (Laufender 3M-Durchschnitt)



Quelle: Deutsche Bank Research

mäßig abwärts und liegt seit Mitte Mai durchweg im negativen Bereich. Teilweise ist dies allerdings Einmaleffekten geschuldet, bspw. einem negativen Brückentageeffekt bei der Industrieproduktion.<sup>4</sup> Trotzdem deuten die enttäuschenden Daten angesichts der historischen Korrelation darauf hin, dass die Consensus Prognosen für das Jahr 2014 in den nächsten Monaten von derzeit 2% (Juli) um 0,3%-Punkte nach unten revidiert werden könnten – bei einem relativ großen Konfidenzintervall, was etwas unter der durchschnittlichen BIP-Prognose Anfang des Jahres und unserer aktuellen Prognose liegt.

Der Überraschungsindex hat ebenfalls einen Vorlauf vor den 12M DAX-Gewinnerwartungen (% gg. Vj. – Vorlauf von 9 Monaten) und der Entwicklung der Industrieproduktion (% gg. Vj. – Vorlauf von 8 Monaten). Der Überraschungsindex liefert somit frühzeitig Informationen darüber, ob zukünftig Aufwärts- oder Abwärtsrisiken aktueller Prognosen bestehen und in welche Richtung sich die Realwirtschaft entwickeln dürfte.

### Regressionsergebnisse

5

	Cons. Eco. Mittelwert BIP-Prognose % gg. Vj.	Industrieproduktion % gg. Vj.	12M DAX Gewinnerwartungen % gg. Vj.
DB Makro-Überraschungsindex			
(t-3)	0,50***		
(t-8)		15,53***	
(t-9)			31,37***
Konstante	0,00	1,82**	12,77***
R <sup>2</sup>	0,27	0,30	0,18
Beobachtungen	114	117	117

\* p<0,05, \*\* p<0,01, \*\*\* p<0,001

Quellen: Consensus Economics Inc., IBES, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Erkennung von Abschwungrisiken durch EZB Politik erschwert

Inwieweit der Überraschungsindex frühzeitig Informationen über den Beginn einer Rezession liefert, kann aufgrund der Datenverfügbarkeit der Konsensuserwartungen für alle Indikatoren (ab 2004) bisher nur für zwei Abschwungphasen überprüft werden.

In der ersten Abschwungphase der tiefen Wirtschafts- und Finanzkrise, die vom ersten Quartal 2008 bis zum zweiten Quartal 2009 dauerte, deuteten die negativen Datenüberraschungen frühzeitig den Einbruch der Wirtschaftsaktivität an. Die Stimmungskindikatoren und realwirtschaftlichen Indikatoren fingen in etwa zum gleichen Zeitpunkt an zu enttäuschen. Die Stimmungskindikatoren begannen aber auf Grund ihrer Vorlaufeigenschaft – erwartungsgemäß – früher positiv zu überraschen als die Indikatoren für die Realwirtschaft. Das Ende der Abschwungphase wird ebenfalls relativ gut mit einem Vorlauf von etwa einem Quartal vom Überraschungsindex erkannt.

Während der zweiten Abschwungphase, die vom dritten Quartal 2011 bis zum ersten Quartal 2013 andauerte, lieferte der Überraschungsindex keine so gute Indikation. Dies lag allerdings hauptsächlich an der deutlich expansiveren Ausrichtung der Geldpolitik der EZB zum Höhepunkt der Eurokrise, die für eine hohe Volatilität bei den Datenüberraschungen der Stimmungskindikatoren (ifo, PMI, ZEW) sorgte, die den Verlauf des DB Makro-Überraschungsindex maßgeblich bestimmten. Die EZB reduzierte den Leitzins im Verlauf der Abschwungphase

<sup>4</sup> Siehe Grafik des Monats.



von 1,50% auf 0,75% und pumpte mit den beiden 3-jährigen LTROs massiv Liquidität ins Bankensystem. Draghi sagte auf der Rede Mitte 2012 „the ECB is ready to do whatever it takes to preserve the Euro. And believe me, it will be enough.“ und kurz darauf wurde das OMT-Programm angekündigt.

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

Letzte 20 veröffentlichte deutsche Konjunkturdaten

8

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	6 2014	17.06.14	67,7	62,1	5,6	0,7	0,8
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	6 2014	24.06.14	109,7	110,3	-0,6	-0,6	0,2
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	5 2014	27.06.14	-2,1	-2,2	0,1	0,4	0,7
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	5 2014	30.06.14	-0,2	0,8	-1,0	-0,5	0,2
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	6 2014	01.07.14	7,0	-10,0	-17,0	-0,8	0,2
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	6 2014	01.07.14	52,0	52,4	-0,4	-0,7	0,2
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	6 2014	03.07.14	54,6	54,8	-0,2	-0,2	0,4
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	5 2014	04.07.14	-1,7	-1,1	-0,6	-0,3	0,3
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	5 2014	07.07.14	-1,8	0,0	-1,8	-1,5	0,1
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	5 2014	08.07.14	13,2	14,5	-1,3	-0,8	0,2
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	6 2014	11.07.14	1,0	1,0	0,0	0,3	0,4
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	7 2014	15.07.14	61,8	67,4	-5,6	-0,9	0,1
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	7 2014	15.07.14	27,1	28,2	-1,1	-0,1	0,5
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	7 2014	24.07.14	56,6	54,5	2,1	2,2	1,0
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	7 2014	24.07.14	52,9	52,9	0,0	0,0	0,4
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	7 2014	25.07.14	108,0	109,4	-1,4	-1,2	0,1
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	6 2014	29.07.14	-1,2	-1,2	0,0	0,4	0,7
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	7 2014	30.07.14	0,8	0,8	0,0	0,3	0,4
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	7 2014	31.07.14	-12,0	-5,0	7,0	0,1	0,5
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	6 2014	31.07.14	1,3	1,0	0,3	0,5	0,7

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research





## Anhang: Konstruktion des DB Makro-Überraschungsindex

Der DB Makro-Überraschungsindex Deutschland wird wie folgt berechnet:

- i. Für die einzelnen Konjunkturindikatoren wird die Abweichung des veröffentlichten Wertes vom erwarteten Bloomberg Konsensus Wert berechnet. Ein positiver (negativer) Wert ist dann eine positive (negative) Überraschung. Wir verwenden 13 deutsche Konjunkturindikatoren: Stimmungsindikatoren (Einschätzung der Einkaufsmanager, ifo-Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturindex), Indikatoren für die Entwicklung der Realwirtschaft (BIP, Auftragseingänge, Industrieproduktion, Einzelhandelsumsätze), der Preise (VPI, Importpreise), des Arbeitsmarktes (Veränderung der Arbeitslosen) und des außenwirtschaftlichen Umfelds (Leistungsbilanzsaldo). Der Startzeitraum variiert – je nach frühester Verfügbarkeit der Bloomberg Konsensus Daten – von 1996 bis 2004 und die Anzahl der Umfrageteilnehmer von 6 bis 40 (siehe Grafik 9).
- ii. Die Datenüberraschungen der jeweiligen Indikatoren werden dann standardisiert, indem die Abweichung vom – über den Beobachtungszeitraum berechneten – Mittelwert durch die Standardabweichung dividiert wird (z-Wert).
- iii. Der DB Makro-Überraschungsindex ist dann der Durchschnitt der z-Werte der letzten 20 veröffentlichten Konjunkturdaten, die damit mit dem gleichen Gewichtungsfaktor eingehen. Liegt der Index im positiven Bereich bedeutet dies, dass die veröffentlichten Daten über (unter) den Markterwartungen lagen und die Markterwartungen damit zu pessimistisch (optimistisch) waren.

Konjunkturindikatoren für die Berechnung des DB Makro-Überraschungsindex

9

Bloomberg Ticker	Indikator	Startdatum	Anzahl der Umfrageteilnehmer
<b>Stimmungsindikatoren</b>			
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	29.02.2004	40
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	31.04.2004	22
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	31.04.2004	19
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	29.02.2004	22
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	31.03.2002	35
<b>Realwirtschaftliche Indikatoren</b>			
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	31.12.1996	29
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	31.10.1998	30
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	28.02.1997	35
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	01.02.1997	20
<b>Außenwirtschaftliches Umfeld</b>			
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	31.12.2001	7
<b>Arbeitsmarkt</b>			
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	31.08.1998	24
<b>Preise</b>			
GRIMP95Y Index	VPI (% gg. Vj.)	31.01.1999	6
GRCP20YY Index	Importpreise (% gg. Vj.)	31.01.2003	27

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



## Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen 2014: Rund 3% höheres BIP zu erwarten

- Im September steht eine „große“ Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen an.
- Neben einer Vielzahl von Präzisierungen der Methodik und anderen Revisionen sind vor allem drei Änderungen quantitativ relevant: die Präzisierung der Abgrenzung der Sektoren, insbesondere des Staates, sowie die Behandlung von Militärausgaben und Forschungs- und Entwicklungsaufwendungen als Investitionen.
- Insgesamt könnte durch die Revision das BIP-Niveau rund 3% höher ausfallen.
- Die Wachstumsrevisionen dürften sich aber in engen Grenzen halten, da es sich zum größten Teil um Niveaueffekte handelt.
- Erfreulicher Nebeneffekt der Revision: Das BIP pro Kopf wird um gut EUR 1.000 und die Investitionsquote um über 2 Prozentpunkte des BIP steigen, während die deutsche Staatsschuldenquote um 2,5 Prozentpunkte des BIP sinkt.

### „Große“ Revision der VGR steht an

Anfang September wird das Statistische Bundesamt – zusammen mit der Veröffentlichung der Ergebnisse für das 2. Quartal – Änderungen infolge der „großen“ Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) bekanntgeben.

Neben den üblichen, laufenden Aktualisierungen der vorläufigen Quartalsergebnisse aufgrund neuerer verfügbarer Ausgangsdaten sowie den jährlichen Hauptberechnungen der VGR mit einer umfassenden Überprüfung der letzten vier Berichtsjahre, gibt es etwa alle 5 Jahre so genannte „große“ Revisionen. Diese umfassen grundlegende methodische Weiterentwicklungen der VGR. Große Revisionen gab es zuletzt 2005<sup>5</sup> mit der Umstellung der VGR auf Vorjahrespreisbasis sowie Verkettung, der Einführung neuer Deflationierungsmethoden, u.a. Hedonik, der Neuregelung der Berechnung der Bankdienstleistungen (FISIM) sowie der Integration insbesondere der Dienstleistungsstatistik, und 2011<sup>6</sup> mit der Umstellung der Statistik auf neue Wirtschaftszweig- und Güterklassifikationen.

Solche Revisionen sind angesichts der sich verändernden wirtschaftlichen Gegebenheiten notwendig, damit die amtliche Statistik stets ein möglichst realistisches Bild der Volkswirtschaft zeichnet.<sup>7</sup> Die jetzt anstehende Revision der VGR findet im Rahmen der europaweiten Einführung des neuen Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010 (ESVG 2010) statt und ist für alle EU-Mitgliedsstaaten verpflichtend.

### VGR: Umfassende Beschreibung einer Volkswirtschaft

Die Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen sind eine umfassende quantitative Beschreibung des Wirtschaftsgeschehens einer Volkswirtschaft. Sie bilden die

<sup>5</sup> Vgl. Gräf, B. (2005). Statistisches Bundesamt revidiert VGR: Vergleiche mit den USA werden aussagekräftiger. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen Nr. 314. 15. Februar 2005.

<sup>6</sup> Vgl. Rätz, N. (2011). Revision der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen 2011 für den Zeitraum 1991 bis 2010. Statistisches Bundesamt. Wirtschaft und Statistik. September 2011.

<sup>7</sup> Statistisches Bundesamt (2007). Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen. Revisionsbedarf des Bruttoinlandsprodukts.



## Ausblick Deutschland

Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen	1
	2013
	EUR Mrd.
<b>Entstehung des BIP</b>	
Land- u. Forstwirtschaft, Fischerei	19
Produzierendes Gewerbe	625
Baugewerbe	116
Handel, Verkehr, Gastgewerbe	356
Information und Kommunikation	97
Finanz- und Versicherungs- dienstleister	99
Grundstücks- und Wohnungswesen	299
Unternehmensdienstleister	281
Öffentliche Dienstleister, Erziehung, Gesundheit	451
Sonstige Dienstleister	112
= Bruttowertschöpfung	2.454
+ Gütersteuern abzüglich Subven- tionen	284
= Bruttoinlandsprodukt	2.738
<b>Verwendung des BIP</b>	
+ Private Konsumausgaben	1.572
+ Konsumausgaben des Staates	533
+ Bruttoanlageinvestitionen	472
+ Vorratsveränderungen	-14
+ Exporte	1.385
- Importe	1.212
Bruttoinlandsprodukt	2.738
<b>Verteilung des BIP</b>	
+ Arbeitnehmerentgelt	1.416
+ Unternehmens- und Vermögenseinkommen	703
= Volkseinkommen	2.119
+ Produktions- und Importabgaben abzüglich Subventionen	277
+ Abschreibungen	409
= Bruttonationaleinkommen	2.805
- Saldo der Primäreinkommen aus der übrigen Welt	67
= Bruttoinlandsprodukt	2.738

Quelle: Statistisches Bundesamt

Informationsgrundlage für viele wirtschaftliche Entscheidungen und dienen der Politik bei der Bestimmung der Wirtschaftspolitik, Gewerkschaften und Arbeitgebern zur Orientierung bei Tarifverhandlungen, Anlegern bei der Strukturierung ihrer Portfolios, Unternehmen bei ihrer Planung und der Europäischen Zentralbank bei der Festlegung ihres geldpolitischen Kurses. Darüber hinaus haben sie auch europaspezifische Aufgaben: Sie bilden die Grundlage für die Berechnung der Beiträge der Mitgliedsländer bei der Finanzierung des EU-Haushaltes und sind Basis für die Verteilung der Mittel aus den EU-Struktur- und Regionalfonds sowie für die Überprüfung der Einhaltung des Stabilitäts- und Wachstumspaktes.

Zentrale Größe der VGR ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP). Es ist eine statistische Kennzahl für die wirtschaftliche Leistung einer Volkswirtschaft und misst den Wert aller im Inland innerhalb eines bestimmten Zeitraums hergestellten Waren und Dienstleistungen, also grob gesprochen die in diesem Zeitraum in einer Volkswirtschaft entstandene Wertschöpfung. Die Berechnung des BIP erfolgt nach international harmonisierten Konzepten, dient der Berechnung des Wirtschaftswachstums und spielt deshalb bei Ländervergleichen eine wichtige Rolle. Die wichtigsten Teilbereiche der VGR sind die Entstehungs-, die Verwendungs- und Verteilungsrechnung, die in der nebenstehenden Tabelle dargestellt sind. Darin wird aufgezeigt, welche Sektoren wie viel zur gesamten Wirtschaftsleistung beitragen, u.a. das Produzierende Gewerbe, das Baugewerbe oder der Handel, wie das geschaffene Einkommen verwendet wird, beispielsweise für Konsum und Investitionen, und wie sich das Einkommen auf die Produktionsfaktoren Arbeit (Arbeitnehmerentgelt) bzw. Kapital (Unternehmens- und Vermögenseinkommen) verteilt. Weitere Bereiche der VGR umfassen die Input-Output-Statistik, die Tabellen der einzelnen Wirtschaftssektoren und die Finanzierungs- und Vermögensrechnung. Während erstere die Ströme zwischen den einzelnen Wirtschaftssektoren, wie beispielsweise private Haushalte, Unternehmen, Staat und Ausland, darstellen, also die Beziehungen zwischen den Sektoren innerhalb eines bestimmten Zeitraums aufzeichnen, werden mit der Finanzierungs- und Vermögensrechnung Bestände, z.B. Vermögen und Verbindlichkeiten der Sektoren, zu einem bestimmten Zeitpunkt ermittelt.

### Die wichtigsten Änderungen

Die anstehende ESVG 2010 Revision umfasst eine Vielzahl von Änderungen.<sup>8</sup> So wird beispielsweise die Berechnung der Wertschöpfung von Versicherungsunternehmen neu geregelt, die Behandlung von Staatsbürgschaften präzisiert, Zusatztabellen, u.a. über die Alterssicherungsansprüche privater Haushalte nach versicherungsmathematischen Grundsätzen<sup>9</sup>, erstellt und auch illegale wirtschaftliche Vorgänge, wie z.B. der Kauf bzw. Verkauf von Drogen und Diebesgut, in die Berechnung einbezogen. Ein Großteil dieser Änderungen dürfte jedoch für viele Nutzer kaum von Interesse sein und wohl auch nur zu geringen Resultatänderungen führen. Hierbei handelt es sich vor allem um methodische Präzisierungen und Klarstellungen.<sup>10</sup>

<sup>8</sup> Vgl. Verordnung (EU) Nr. 549/2013 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. Mai 2013 zum Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen auf nationaler und regionaler Ebene in der Europäischen Union. Amtsblatt der Europäischen Union.

<sup>9</sup> Die Zusatztafel wird einen Überblick über die gesamten Pensions- und Rentenansprüche privater Haushalte an private und staatliche Träger von Alterssicherungssystemen geben und ist damit im Hinblick auf die implizite Staatsverschuldung von besonderem Interesse.

<sup>10</sup> Eine systematische Darstellung würde hier den Rahmen sprengen. So umfasst die oben erwähnte Verordnung des EU Parlaments zur ESVG 2010 mehr als 700 Seiten.



Wesentlich wichtiger – insbesondere für die Klarheit, was zu einem Sektor aggregiert wird, und vor allem hinsichtlich ihrer quantitativen Relevanz – sind vor allem drei Änderungen:

- die Präzisierung der Abgrenzung der Sektoren, insbesondere des Staates,
- die Behandlung von Militärausgaben und
- die Behandlung von Forschungs- und Entwicklungsausgaben.

## Was gehört zum Staatssektor?

Vor dem Hintergrund der europäischen Staatsschuldenkrise, der europäischen Haushaltsüberwachung und des Verfahrens bei einem übermäßigen Defizit ist die Sektorabgrenzung Staat besonders wichtig. Daher ist dieser bei der Überarbeitung des ESGV ein eigenes Kapitel gewidmet. Präzisiert wurde, wann eine institutionelle Einheit dem Staatssektor zuzuordnen ist. Eine institutionelle Einheit, die durch den Staat kontrolliert wird und ein Nichtmarktproduzent ist, d.h. die von dieser Einheit produzierten Güter oder Leistungen werden umsonst oder zu wirtschaftlich nicht signifikanten Preisen abgeben, zählen zum Staatssektor.

Weiterhin gilt das so genannte 50%-Kriterium, wonach vom Staat kontrollierte Einheiten, deren Produktionskosten nicht mindestens zur Hälfte durch Verkaufserlöse gedeckt sind, dem Staatssektor zuzuordnen sind. Dieses Kriterium wurde jedoch verschärft. So gelten als Kosten nicht nur wie bisher Vorleistungen, Löhne und Gehälter, Abschreibungen und sonstige Produktionsabgaben, sondern zusätzlich auch die Nettozinszahlungen. Damit wird der Kreis der Einheiten, die dem Staat zuzurechnen sind, prinzipiell größer<sup>11</sup>. Hierzu können beispielsweise städtische Bauhöfe und Stadtentwicklungsgesellschaften zählen. Allerdings dürften die Effekte der Umstellung in Deutschland im internationalen Vergleich relativ klein ausfallen, da schon in der aktuellen Rechnung (ESGV 1995) die Abgrenzungsregeln strikt bzw. teilweise deutlich schärfer ausgelegt wurden.

## Militärische Waffensysteme = Investitionen

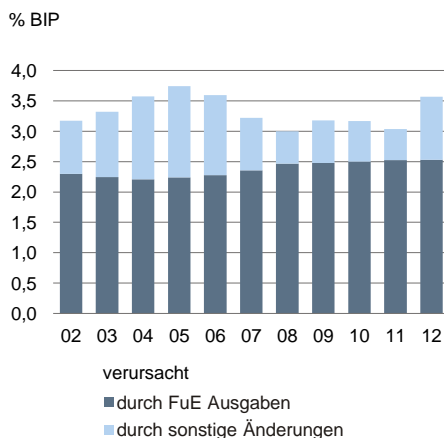
Nach der bisherigen ESGV 1995 wurden zivil nutzbare militärische Einrichtungen, wie z.B. Flughäfen, Kasernen und Lazarette, als Investitionen des Staates gebucht, während alle anderen Militärgüter und entsprechend auch militärische Waffensysteme als Vorleistungen und damit als Konsum des Staates behandelt wurden. Diese Militärgüter werden künftig auch als Investitionen des Staates gewertet, da militärische Waffensysteme kontinuierlich für die Bereitstellung von Sicherheitsdienstleistungen genutzt werden und entsprechend Investitionscharakter haben.<sup>12</sup> Durch die Umstellung kommt es zu einem Anstieg der über die Kosten berechneten Bruttowertschöpfung des Staates und somit auch zu einem höheren Bruttoinlandsprodukt.<sup>13</sup>

## FuE-Aufwendungen = Investitionen

Die quantitativ wohl wichtigste Änderung stellt die künftige Behandlung der Aufwendungen für Forschung und Entwicklung (FuE) dar, die bisher im Wesentlichen als Vorleistungen verbucht wurden und somit im Produktionsprozess

USA: Effekte der VGR-Revision 2013 auf das Bruttoinlandsprodukt

2



Quelle: BEA

<sup>11</sup> Vgl. Braakmann, A. (2013). Revidierte Konzepte für Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen. Statistisches Bundesamt. Wirtschaft und Statistik. August 2013.

<sup>12</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt (2014). Generalrevision 2014: Methodische Weiterentwicklung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Januar 2014.

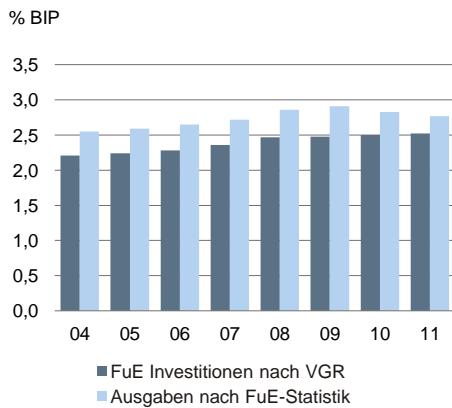
<sup>13</sup> Vgl. Braakmann, A. (2013). Revidierte Konzepte für Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen. Statistisches Bundesamt. Wirtschaft und Statistik. August 2013.



## Ausblick Deutschland

USA: Ausgaben für Forschung und Entwicklung

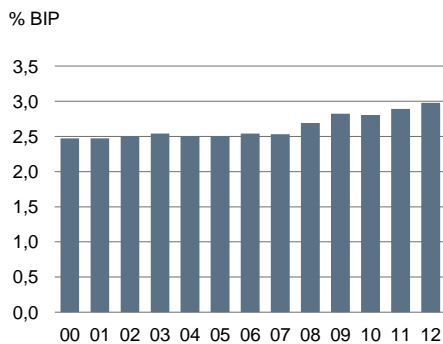
3



Quellen: BEA, OECD

Deutschland: Ausgaben für Forschung und Entwicklung

4

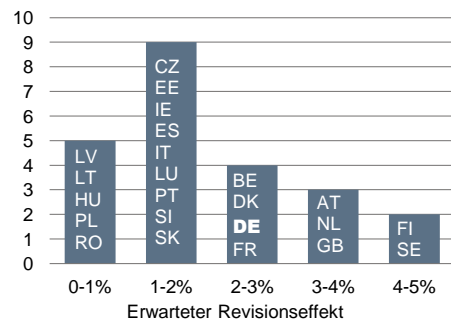


Quelle: Statistisches Bundesamt

Höhe der erwarteten Revisionseffekte

5

Anzahl der Länder nach der Höhe des Revisions-effektes auf das BIP



Quelle: EU-Kommission

„untergingen“. <sup>14</sup> Forschungs- und Entwicklungsausgaben sind Ausgaben für die systematische, kreative Arbeit zur Erweiterung des Kenntnisstands mit dem Ziel, neue Anwendungsmöglichkeiten zu finden. Dabei kann es sich um private und öffentliche Ausgaben für die Grundlagenforschung, aber auch für eine zielgerichtete anwendungsorientierte Forschung handeln, die in einer Unternehmung selbst, oder außerhalb, z.B. über die Vergabe von Forschungsaufträgen an andere Unternehmen, an Forschungsinstitute oder Universitäten erbracht wird. FuE-Ausgaben setzen sich zusammen aus den Vergütungen des FuE-Personals, beispielsweise für Ingenieursleistungen, sowie den FuE-Sachaufwendungen, beispielsweise Aufwendungen für Material und Ausrüstungen, Energiekosten, Fachliteratur, Labormaterial, Overheadkosten (Bürodienste, Telekommunikation), aber auch Raummieten und Nutzungsgebühren.

Mit dieser Umstellung hat man der schon seit langem herrschenden Auffassung, dass FuE-Ausgaben den Investitionen zuzurechnen sind, Rechnung getragen. Dies wird zu einer merklichen Niveauanhebung des BIP führen. Wie stark diese ausfallen könnte, kann mit den verfügbaren Daten zu den FuE-Aufwendungen sowie den Ergebnissen der VGR-Revision in den USA abgeschätzt werden. Dort erfolgte die große VGR-Revision, die auch die Einrechnung der FuE-Ausgaben zu den Investitionen umfasste, schon Ende Juli 2013 und führte zu einem zwischen 2002 und 2012 um 3,3% bis 3,6% höheren BIP. Dazu trug alleine die Umstellung bei den FuE-Ausgaben bis zu 75% bei. <sup>15</sup> OECD-Daten zufolge entsprachen die FuE-Ausgaben in den USA in der letzten Dekade etwa 2 ¾% des BIP. Eine ähnliche Größenordnung ist auch in Deutschland festzustellen, wo die FuE-Ausgaben von 2000 bis 2006 rund 2,5% des BIP betragen und sich seither auf 3% des BIP erhöht haben. Durch die Änderung der Methodik werden bei den Kapitalgesellschaften die Bruttoanlageinvestitionen im Ausmaß der kapitalisierten FuE-Aufwendungen und damit auch die Bruttowertschöpfung aufgrund der nun geringer ausfallenden Vorleistungen steigen.

### Effekt der VGR-Revision: BIP wohl 3% höher

Groben Schätzungen zufolge könnte das Bruttoinlandsprodukt durch die Revision der VGR im Niveau um 3% höher ausfallen, wobei die Einrechnung der FuE-Ausgaben als Investitionen den größten Effekt haben wird. <sup>16</sup>

Ähnlich große Auswirkungen auf das BIP wie in Deutschland sind auch in Belgien, Dänemark und Frankreich zu erwarten. Stärkere Effekte der Statistikumstellung erwartet die EU-Kommission in Österreich, den Niederlanden und Großbritannien sowie in Finnland und Schweden, wo das BIP sogar um 4% bis 5% steigen könnte. <sup>17</sup>

### Wachstumseffekte der VGR-Revision gering

Die Auswirkungen der anstehenden Revision auf die absolute Höhe des BIP sind zwar beachtlich, die Effekte auf die konjunkturelle Entwicklung, d.h. die laufenden Wachstumsraten, aber wohl gering. Das hat die Revision der VGR in den USA im vergangenen Jahr gezeigt, bei der vergleichbare methodische Änderungen eingeführt wurden, wie die jetzt anstehenden in Deutschland. In den

<sup>14</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt (2014). Generalrevision 2014: Methodische Weiterentwicklung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Januar 2014.

<sup>15</sup> Vgl. McCulla, S., A.E. Holdren, S. Smith (2013). Improved Estimates of the National Income and Product Accounts. Results of the 2013 Comprehensive Revision. Bureau of Economic Analysis. Survey of Current Business 93. September 2013.

<sup>16</sup> Vgl. Statistisches Bundesamt (2014). Generalrevision 2014: Methodische Weiterentwicklung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Januar 2014.

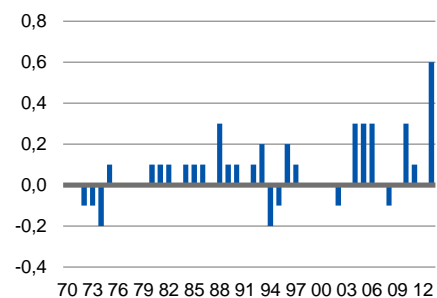
<sup>17</sup> Vgl. EU Commission (2014). Questions and Answers: European System of Accounts 2010. Memo 14/21. 16. Januar 2014.



USA: Revision Wirtschaftswachstum\*

6

%-Punkte



\* Revision der Veränderungsrate des realen BIP durch die VGR Umstellung 2013

Quelle: BEA

USA bewegten sich die Revisionen des jahresdurchschnittlichen Wirtschaftswachstums seit 1929 in 59 von 83 Jahren in einem engen Intervall von -0,1 bis +0,1 Prozentpunkten, und lediglich in 6 Jahren waren die Wachstumsrevisionen größer als 0,3 Prozentpunkte.

### BIP pro Kopf und Investitionsquote steigen, Schuldenquote sinkt

Erfreulicher Nebeneffekt der VGR-Revision: Das BIP pro Kopf wird für 2013 um gut EUR 1.000 auf EUR 35.000 steigen und die Investitionsquote um über 2 Prozentpunkte steigen und für 2013 fast 19 ½% statt 17,3% betragen haben. Zudem wird die deutsche Staatsschuldenquote um rund 2 ½% des BIP sinken, da der Divisor (das BIP) größer wird. Statt bei 78,4% des BIP dürfte die öffentliche Verschuldung Ende 2013 nur noch bei etwa 76% gelegen haben. Auch in den europäischen Peripherieländern wird die Schuldenquote sinken. Da allerdings die Revisionseffekte auf das BIP dieser Länder geringer als in Deutschland zu veranschlagen sind, wird der Abstand zur deutschen Staatsschuldenquote aber zunehmen.

Bernhard Gräf (+49 69 910-31738, [bernhard.graef@db.com](mailto:bernhard.graef@db.com))



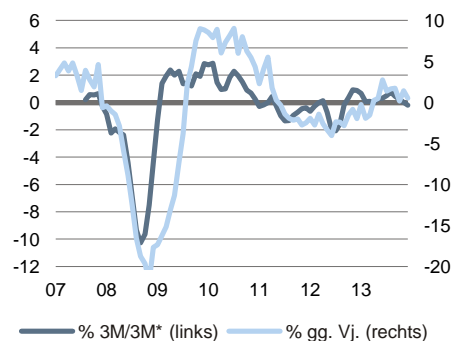
## EZB-Ausblick: Weitere Maßnahmen nicht ausgeschlossen

- Die letzten Konjunkturindikatoren für die Eurozone waren zwar eher durchwachsen, stützen aber insgesamt unsere Erwartung einer weiteren konjunkturellen Aufhellung in H2. Die Risiken durch die Ukraine-Krise haben mit der Verschärfung der EU-Sanktionen zugenommen, doch steht dem eine verbesserte binnenwirtschaftliche Entwicklung (PMI, Konsumentenvertrauen, Kreditimpuls) und günstigere Konjunkturdaten aus den USA und China gegenüber.
- Die Inflation in der Eurozone hat im Juli wegen niedrigerer Ölpreise einen neuen zyklischen Tiefpunkt erreicht. Die Kerninflation zeigt Stabilisierungstendenzen. Da Inflation verzögert dem Konjunkturzyklus folgt, kann die EZB angesichts ihrer Konjunkturerwartungen und des schwächeren Euro – nicht zuletzt aber wegen der vorbeugenden Ausrichtung ihres Maßnahmenpakets vom Juni – getrost abwarten.
- Allerdings sind sowohl der Konjunktur- als auch der Inflationsausblick nach wie vor mit Abwärtsrisiken behaftet, so dass sich der EZB bis dato lediglich eine Verschnaufpause eröffnet, sie daher auf ihrer Sitzung am 7. August wohl ihre „bedingte Lockerungsbereitschaft“ bestätigen dürfte. Insbesondere dürfte sie erneut ein ABS-Ankaufprogramm in Aussicht stellen, falls die TLTROs nicht den gewünschten Erfolg bringen. Die Entscheidung darüber wird aber wohl erst in H1 2015 fallen.

Industrie bislang ohne nachhaltigen Schwung in 2014...

1

Eurozone, reale Industrieproduktion ohne Bau



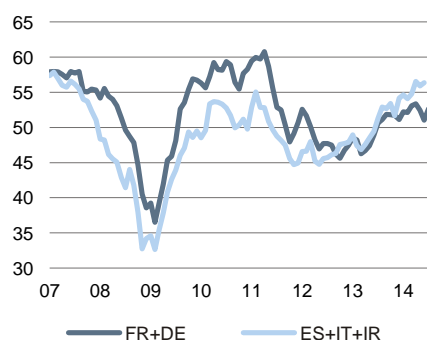
\*letzte 3 Monate ggü. 3 Monaten zuvor

Quelle: Eurostat

... die PMIs deuten jedoch auf anstehende Erholung hin

2

Gesamt PMI (Composite PMI)



Quelle: Markit

### Konjunkturelle Aufhellung in H2 immer noch wahrscheinlich

Ein vermutlich hinter den Erwartungen zurückbleibendes BIP-Wachstum in der Eurozone in Q2 sollte in Q3 wieder korrigiert werden. Die zweifellos gestiegenen geopolitischen Risiken können bis jetzt wohl durch die verbesserte Binnenkonjunktur und günstigeren Nachrichten von der Weltkonjunktur – insbesondere das über den Erwartungen liegende US-Wachstum in Q2 und den besten chinesischen PMI seit 18 Monaten – kompensiert werden, so dass weder die EZB noch wir aktuell unsere Prognosen anpassen.

Allerdings waren die jüngsten Konjunkturdaten eher durchwachsen. Dies gilt nicht nur für den 1,1%-Rückgang der Industrieproduktion im Mai, bei der Brückentage eine Rolle gespielt haben könnten, sondern auch für den bescheidenen Anstieg der Einzelhandelsumsätze (ohne Autos) um 0,1% in Q2 gegenüber Q1. Andererseits haben sich die PKW-Zulassungen auch in Q2 robust entwickelt. Dies bestätigt das stabile Konsumentenvertrauen, ungeachtet des leichten Rückschlags im Juli.

Allerdings dürfte nicht zuletzt wegen unserer Erwartung, dass das deutsche BIP wohl stagniert haben dürfte, auch unsere Q2 BIP-Prognose für die Eurozone (0,3%) gefährdet sein, insbesondere da die beiden anderen großen Volkswirtschaften des Euroraumes, Frankreich und Italien, ebenfalls hinter den Erwartungen zurückbleiben könnten. Allerdings glauben wir, dass es sich hier um eine vorübergehende Schwäche handelt. Der Anstieg des Composite EMU PMI im Juli auf den höchsten Wert seit Mai 2011 ist ein ermutigendes Zeichen. Der überdurchschnittliche Beitrag des Dienstleistungssektors zu dem Anstieg des Composite Index ist dabei ein Anzeichen für binnenwirtschaftliche Robustheit. Falls das Juli-Niveau im Schnitt des Quartals gehalten werden kann, impliziert dies einen Anstieg des Q3-BIPs um 0,4%, was über der Marktschätzung von 0,3% liegt.

Insgesamt sollten die Wachstumserwartungen für 2014 durch eine enttäuschende Q2 BIP-Zahl am 14. August nur marginal belastet werden. Der positive

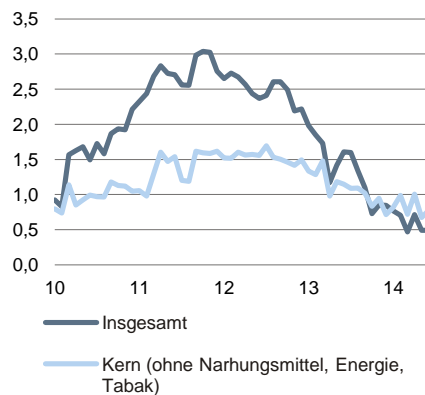


## Ausblick Deutschland

### Kerninflation hat sich stabilisiert

3

Eurozone, harmonisierte Inflation, % gg. Vj.



Quelle: Eurostat

Ausblick für 2015 wird wohl beibehalten werden. Der Schlüssel für die Erwartungen ist das Kreditwachstum. Ein Anstieg der privaten Kreditvergabe um etwa EUR 80 bis 90 Mrd. in 2015 ist nötig, damit die Wachstumserwartungen des Marktes realisiert werden können. Da der erste „zusätzliche“ TLTRO-Tender erst im März 2015 zugeteilt wird, ist es hier für eine Einschätzung noch zu früh.

### Inflation: Nahe dem Wendepunkt

Aufgrund niedrigerer Ölpreise hat die Inflationsrate im Juli mit 0,4% einen neuen zyklischen Tiefpunkt erreicht. Die Kernrate verharrte bei 0,8%. Wir glauben weiterhin, dass die Inflationsrate innerhalb der nächsten 3 bis 4 Monate ihren zyklischen Wendepunkt markiert, nicht zuletzt wegen des jüngst schwächeren Euro. In diese Richtung deuten auch die mittelfristigen Inflationserwartungen des Marktes, die seit den EZB-Ankündigungen vom 5. Juni wieder leicht gestiegen sind. Auch hier hat sich die EZB mit der letzten Prognose ihres Stabes (2014 0,7% und 2015 1,1%) genügend Spielraum verschafft, um nicht kurzfristig unter Rechtfertigungs-/Handlungszwang zu kommen, obwohl aufgrund der letzten Werte ein Jahresdurchschnitt von 0,6% wahrscheinlicher geworden ist.

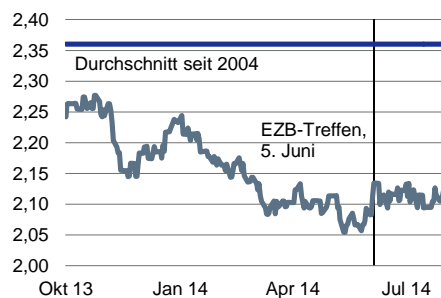
Zuletzt hat der Euro erstmals seit November wieder unter USD 1,34 notiert. Im Vergleich zum März-Höchststand hat sich der handelsgewichtete Wechselkurs um 3,2% abgeschwächt. Eine weitere Abschwächung würde sicherlich die Disinflationssorgen der EZB verringern. Allerdings haben die Finanzinstitute in den letzten Monaten deutliche Zuflüsse aus dem Ausland erhalten. Der Anstieg ihrer Nettoauslandsforderungen speist sich dabei ungefähr hälftig aus Portfoliozuflüssen und den hohen Leistungsbilanzüberschüssen. Eine deutlichere Abschwächung des Euro ist wohl unwahrscheinlich, solange die Zuflüsse in diesem Ausmaß anhalten.

Insgesamt deutet dies alles darauf hin, dass zwar der Wendepunkt des Inflationszyklus bevorsteht, aber die Inflationsentwicklung der kommenden Jahre sehr gedämpft und damit anfällig für Schocks bleiben dürfte. Das Erreichen des Wendepunktes allein signalisiert daher nicht, dass die EZB ihr Ziel erreicht hat.

### Inflationserwartungen auf leicht höherem Niveau stabilisiert

4

EUR 5y5y Breakeven



Quelle: Reuters

### Geld und Kredit: Verbesserung des Kreditimpulses

Der Kreditimpuls in der Eurozone hat sich im Juni verstärkt und signalisiert mittlerweile Aufwärtsrisiken für die Inlandsnachfrage. Inwieweit die angekündigten TLTROs Kredit, Konjunktur und Inflation stimulieren, bleibt allerdings die „Millionen-Dollar-Frage“. Die Juli-Umfrage zum Kreditgeschäft (bank lending survey) beinhaltete einige positive Aspekte, wir bleiben aber skeptisch, ob die TLTROs eine ausreichende Antwort auf die wohl vor uns liegende mehrjährige Periode mit unterdurchschnittlicher Inflation darstellt. Der Kern unseres Kreditimpuls-Arguments ist, dass bereits eine Verlangsamung der Schrumpfung ausreicht, um die Binnennachfrage zu stimulieren. Nachdem die Banken in 2013 ihre Bilanzen massiv verkürzt haben, hat sich dieser Prozess im ersten Halbjahr 2014 verlangsamt. Obwohl die Bekanntgabe der Ergebnisse der Prüfung der Aktivaqualität (AQR) und des Stresstests der Banken im Oktober für erneute Verunsicherungen sorgen könnte, zeigt die Dynamik des Kreditimpulses insgesamt aber leichte Aufwärtsrisiken für die Inlandsnachfrage.

Dabei hat schon die Ankündigung der TLTROs zu einer leichten Verbesserung der Refinanzierungssituation der Banken geführt. Gegenüber dem 4. Juli haben sich die Kosten für vierjährige, erstrangige, unbesicherte Bankanleihen in der Eurozone insgesamt leicht reduziert, wengleich aufgrund der jüngsten Nachrichten aus dem portugiesischen Bankensektor die Kosten in der Peripherie leicht gestiegen sind.

### EUR seit März um 3% gefallen

5

Handelsgewichteter Wechselkurs, 2000=100



Quelle: EU Kommission



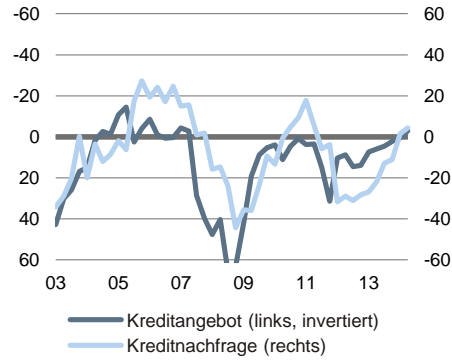


Ausblick Deutschland

Kreditbedingungen verbessern sich weiter

6

Bank Lending Survey, Saldo aus pos. u. neg. Antworten der Banken

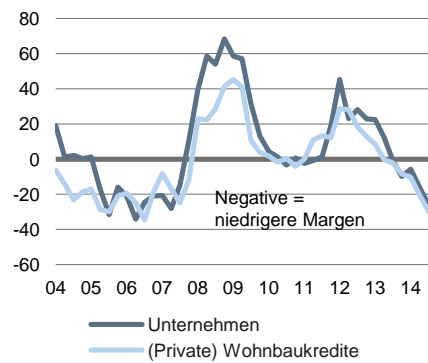


Quelle: EZB

Positive Auswirkung der TLTRO-Ankündigung: Margen fallen stark

7

Änderung der Margen auf durchschnittl. Kredite, Saldo aus pos. u. neg. Antworten der Banken, %



Quelle: EZB

Bank Lending Survey: Positiv Signale

Die Umfrage zum Kreditgeschäft im zweiten Quartal war insgesamt aus Sicht der EZB erfreulich. Die gewichteten Kreditvergabestandards wurden zum zweiten Mal in Folge gelockert. Dabei war die Lockerung in Q2 umfangreicher, als noch vor einem Quartal von den Banken erwartet wurde, und fiel für KMU sogar umfangreicher als für Großunternehmen aus. Erstmals haben in allen Bereichen verbesserte Kapitalbedingungen der Banken zum Rückgang der Kreditvergabestandards beigetragen.

Implikationen für die EZB

Trotz der erneut unter den Erwartungen liegenden aktuellen Inflationsrate kann die EZB zunächst abwarten; insbesondere da eine Belebung der Konjunktur nach dem enttäuschenden Q2-BIP immer noch das wahrscheinlichste Szenario ist. Angesichts der noch unklaren TLTRO-Effekte dürfte die EZB wohl frühestens im Dezember eine Neueinschätzung der Lage vornehmen. Wir erwarten für die kommende Sitzung daher keine Änderung in der Tonlage, ganz zu schweigen von einer Veränderung der Politikausrichtung. Mario Draghi dürfte die prinzipielle Bereitschaft der EZB, gegebenenfalls mit einem ABS-Ankaufprogramm nachzulegen, wiederholen. Die Entscheidung darüber dürfte aber nicht vor H1 2015 anstehen. Daher ist es unwahrscheinlich, dass die EZB bereits in den nächsten Sitzungen Details eines solchen Programms verrät.

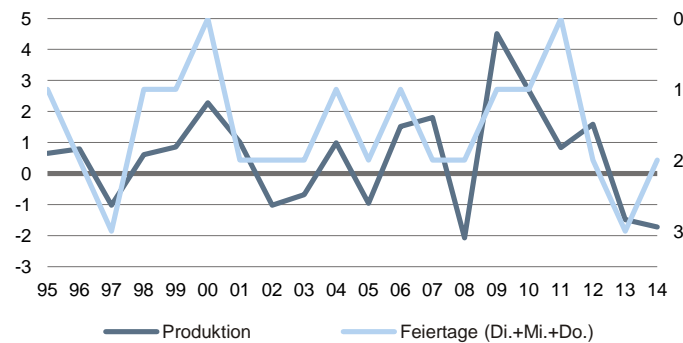
Gilles Moec (+44 20 754-52088, gilles.moec@db.com)  
Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)  
Mark Wall (+44 20 754-52087, mark.wall@db.com)



## Grafik des Monats

### Brückentage sorgen für Produktionsschwankungen im Mai

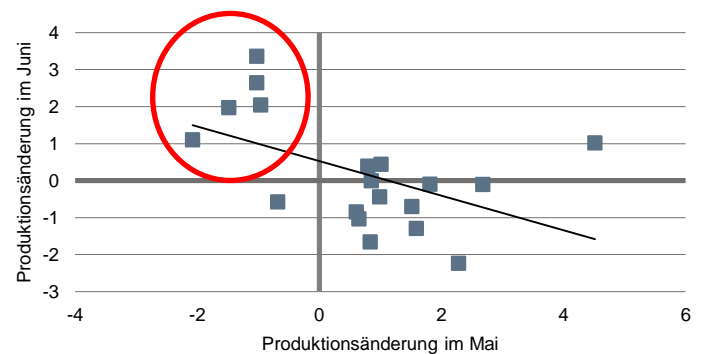
Produktion im Verarbeitenden Gewerbe im Mai, % gg. Vm., saison- und arbeitstäg. bereinigt (links); Anzahl Feiertage an Di.+Mi.+Do. im Mai (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Schwacher Mai meist von starkem Juni gefolgt

Produktion im Mai und Juni, Verarbeitendes Gewerbe, % gg. Vm., saison- und arbeitstäg. bereinigt; Daten für 1995-2013



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Brückentage wichtiger Faktor für Produktionsrückgang im Mai

Der erste Artikel in diesem „Ausblick Deutschland“ hat gezeigt, dass die deutschen Konjunkturdaten zuletzt enttäuscht haben. Für die Wachstumseinschätzung für Q2 war der starke Rückgang der Industrieproduktion im Mai (-1,8% gg. Vm.) die größte Enttäuschung. Auch wenn man nur auf die Fertigung im Verarbeitenden Gewerbe blickt (-1,7%) und damit die teilweise erwartete Normalisierung im Bau (-4,9%) ausschaltet, bleibt ein unerwarteter und markanter Rückgang. Vor allem die Lage der Feiertage im Mai 2014, die mit einer überdurchschnittlichen Zahl von Brückentagen einherging, deuten jedoch darauf hin, dass der starke Rückgang die Lage negativ überzeichnet und im Juni eine Gegenbewegung folgt.

Der Mai hat im Schnitt die höchste Dichte an Feiertagen. Fallen diese auf einen Dienstag, Mittwoch oder Donnerstag wird es für Arbeitnehmer attraktiv mit wenigen Urlaubstagen viele freie Tage am Stück zu erzeugen. Die so entstehenden Brückentageeffekte werden von den Saisonbereinigungsverfahren aber nicht bzw. nur unzureichend ausgeglichen, da die Zahl der Brückentage von Jahr zu Jahr deutlich schwanken kann und sich je nach Bundesland unterscheiden. Grafik 1 zeigt, dass die Zahl der Feiertage eine nicht zu vernachlässigende Korrelation (knapp 60%) mit den Produktionsauschlägen im Mai hat.

Produktionsdaten sind zudem generell schwankungsanfällig (z.B. Brückentage, Werksferien, Wettereinflüsse, Lage der Schulferien). Im historischen Vergleich war der Rückgang im Mai 2014 nicht außergewöhnlich; er war leicht stärker als eine Standardabweichung. Zudem folgte seit 1995 in über 60% der Monate auf einen Rückgang ein Anstieg bzw. auf einen Anstieg ein Rückgang. Das Vorzeichen der Produktionsänderung drehte sich also in der Mehrzahl der Fälle von Monat zu Monat und auf einen schwachen Mai folgt meist ein starker Juni (Grafik 2).

Einige Faktoren sprechen jedoch auch gegen eine starke Gegenbewegung und deuten damit für unsere Q2-BIP-Prongose gewisse Abwärtsrisiken an. So hätten die zwei Feiertage plus Brückentageeffekt im Mai 2014 im historischen Vergleich einen geringeren Rückgang nahegelegt. Darüber hinaus waren die Aufträge (-3%), bei denen Brückentage einen geringeren Einfluss haben sollten, und die Exporte ebenfalls schwach. Außerdem sind die Stimmungsindikatoren



rückläufig und der VDA hat für Juni schon recht schwache Autoproduktionsdaten gemeldet.

Interessanterweise war der Rückgang im Mai in wenigen Branchen des Verarbeitenden Gewerbes konzentriert (z.B. Getränke -12%; Chemie -4%; Pharma -6%; Kokerei und Mineralölverarbeitung -7%). Dies sind Branchen, die technisch dominiert kontinuierliche Prozesse (wenig arbeitsintensiv) haben, was das Argument eines vorherrschenden Brückentageeffekts eher schwächt. Dem stehen zum Beispiel Tabak- (+5%), Maschinen- (+2%) und Autoproduzenten (+1%) gegenüber.

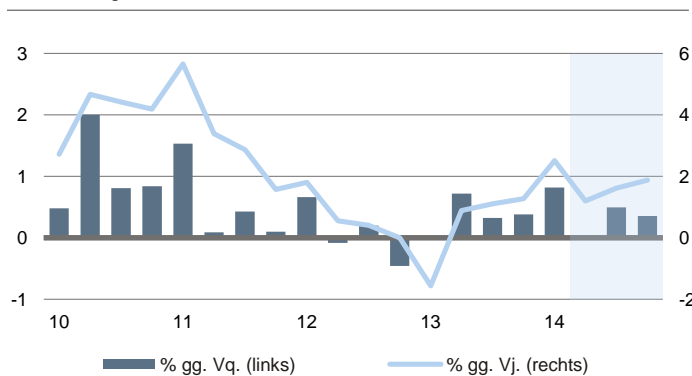
Oliver Rakau (+49 69 910-31875, [oliver.rakau@db.com](mailto:oliver.rakau@db.com))



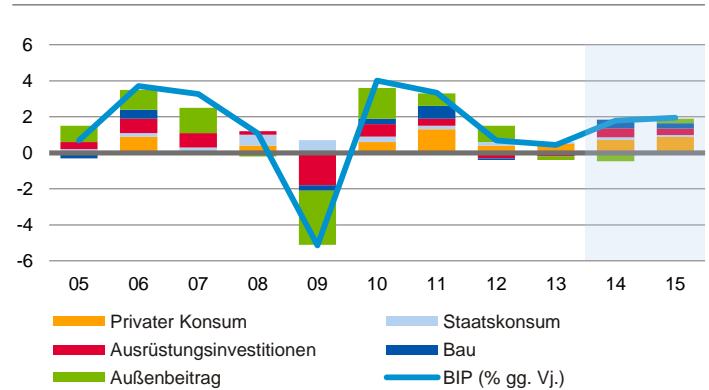
Chartbook – Gesamtwirtschaft

- Die deutsche Wirtschaft ist stark ins Jahr gestartet. Mit 0,8% gg. Vq. wuchs das BIP in Q1 2014 so stark wie seit Q1 2011 nicht mehr. Aufgrund des milden Winters und der dadurch begünstigten Bauinvestitionen (+3,6% gg. Vq.) überzeichnet die hohe Rate das zugrundeliegende Wachstumstempo allerdings. Dieses dürfte bei etwa 0,4% liegen – dem Durchschnitt der letzten fünf Quartale. Das hohe Wachstum geht teilweise auf die derzeit hohe Nettozuwanderung zurück.
- Allein die Binnenwirtschaft trug mit +1,7%-P. zum Wachstum in Q1 bei, maßgeblich waren vor allem der private Konsum und der Bau mit je 0,4%-P. Dagegen senkte der Außenhandel aufgrund des schwachen Exports das Wachstum um 0,9%-P. Dies ist eine Umkehr des ungewöhnlichen Bildes in Q4, als der Export alleiniger Wachstumstreiber war. Allerdings dominierte in den letzten fünf Quartalen die Binnenkonjunktur: Sie trug im Schnitt 0,5%-P. zum Wachstum bei, während der Außenhandel 0,1%-P. Wachstum kostete.
- In Q2 dürfte es beim BIP-Wachstum eine Gegenbewegung geben (+0,0% gg. Vq.), da sich die Bauinvestitionen normalisieren sollten. Dies deutete sich schon mit der stark rückläufigen Bauproduktion (Apr./Mai) an. Die Stimmungsindekatoren entwickeln sich zuletzt unterschiedlich, ihr Niveau deutet aber auf eine robuste zugrundeliegende konjunkturelle Entwicklung hin. So fiel der ifo-Index im Juli breit angelegt über seine Komponenten hinweg. Dies war der dritte Rückgang in Folge. Im Gegensatz dazu überraschte vor allem der PMI des inlandsorientierten Dienstleistungssektors im Juli positiv und stieg auf den höchsten Wert seit Mitte 2011. Die Details des Dienstleistungsbereichs (werden separat vom Gesamtindex abgefragt) entwickelten sich allerdings relativ schwach. Der Industrie-PMI überraschte ebenfalls positiv, weist aber ein insgesamt niedrigeres Niveau auf als der Dienstleistungs-PMI.
- Dank Quartalswachstumsraten von im Schnitt 0,4% gg. Vq. sollte das BIP 2014 um 1,8% zulegen. Die Binnenwirtschaft dürfte wie im Vorjahr der Hauptwachstumstreiber sein. Vor allem der private Konsum (+1,3% gg. Vj.) sollte dank der Arbeitsmarktdynamik Impulse geben. Bau- und Ausrüstungsinvestitionen sollten zulegen können. Der Außenbeitrag dürfte negativ ausfallen, da steigende Importe die moderate Exporterholung überkompensieren.

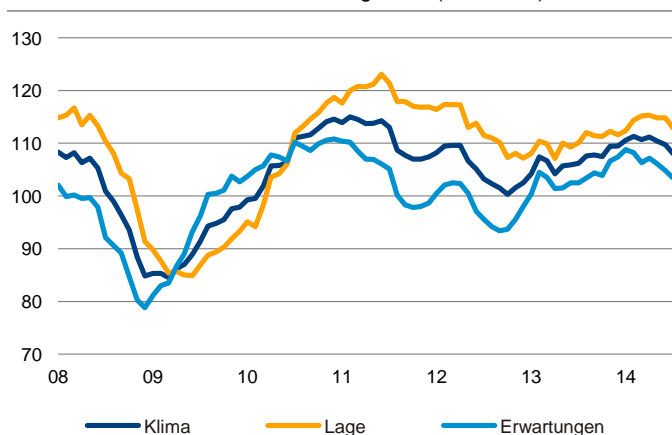
Entwicklung des realen BIP



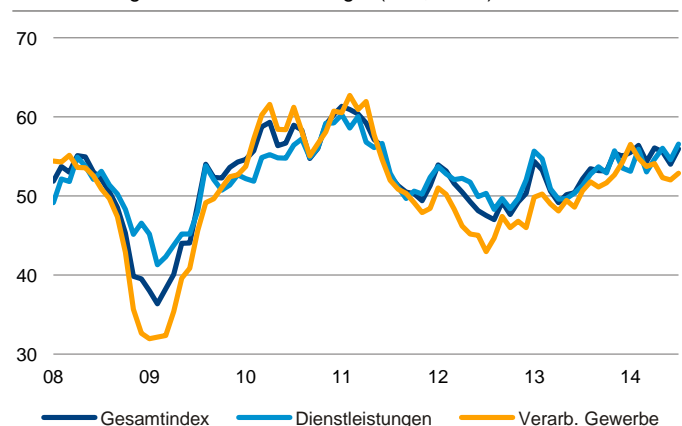
Beitrag zum realen BIP-Wachstum (%-Punkte)



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



Einschätzungen der Einkaufsmanager (PMI, Index)



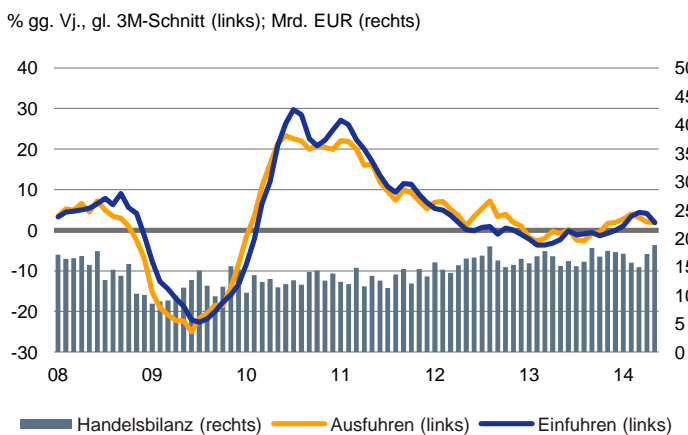
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research



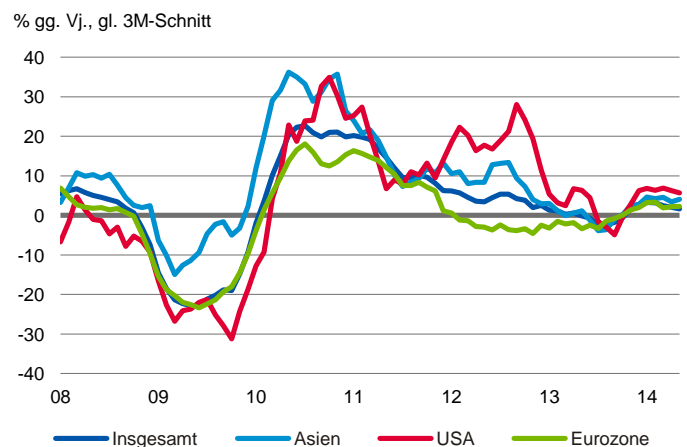
Chartbook – Außenhandel

- Der Außenhandel war 2013 schwach. Warenexporte stagnierten und Importe stiegen um gut 1%. Mitte 2013 schwenkte er auf einen moderaten Erholungskurs. Aufgrund des immer noch moderaten Welthandels (Mai: +2,9% gg. Vj.) konnten die deutschen Exporte noch keinen Schwung entfalten. Im Mai 2014 lagen die deutschen Ausfuhren 1,7% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt). Durch zuletzt noch schwächere Importe (insb. beim volatilen sonstigen Fahrzeugbau, Erdöl und -gas, Kokerei- und Mineralölherzeugnissen), stieg der Handelsbilanzüberschuss im Mai auf den Höchststand von EUR 18,8 Mrd. Die recht dynamische Binnennachfrage in Deutschland dürfte in den nächsten Monaten wieder zu einer höheren Importnachfrage führen.
- Der Dynamikverlust zeigt sich vor allem bei den deutschen Exporten in die EWU (Jan. +3,2% gg Vj.; Mai +2,2%, gl. 3M-Schnitt) mit ihrem Anteil von fast 40%. Die Exporte nach Asien (Jan. +4,6% ggü. Mai +4,1%) und in die USA (+6,8% ggü. +5,7% Jan.) haben sich ebenfalls abgeschwächt.
- Vor allem die Automobilexporte (Mai +5,3% gg. Vj.) stützen derzeit die moderate Exporterholung. Insbesondere im europäischen Automarkt dürfte es nach den Jahren der Krise und Konsumzurückhaltung einen gewissen Nachholbedarf geben. Die Exporte im Maschinenbau, der anderen deutschen Paradebranche, befinden sich dagegen unter Vorjahresniveau (-2,5%). Die Auslandsnachfrage im Metallgewerbe bleibt deutlich rückläufig (-6,0%).
- Frühindikatoren für den Export zeigen ein gemischtes Bild. Sowohl die ifo-Exportorerwartungen als auch die Neuaufträge laut PMI deuten derzeit höchstens auf eine verhaltende Exportkonjunktur hin. Dennoch erwarten wir im Jahresverlauf eine Beschleunigung der Weltwirtschaft, dank einer Belebung der US-Wirtschaft, einer graduellen Beschleunigung in China und der anhaltenden schwachen und fragilen Erholung in der EWU.

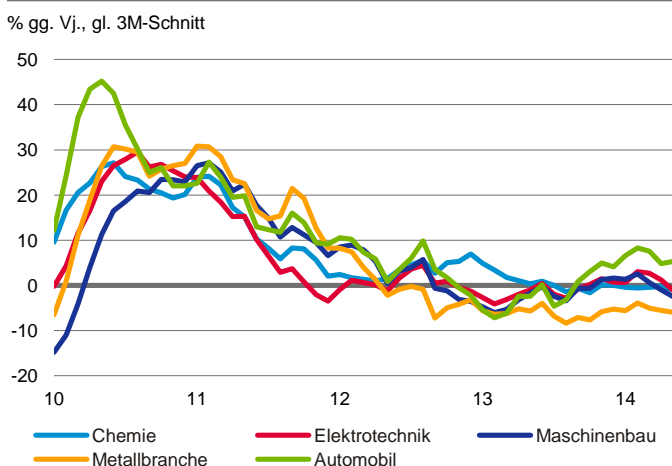
Warenhandel



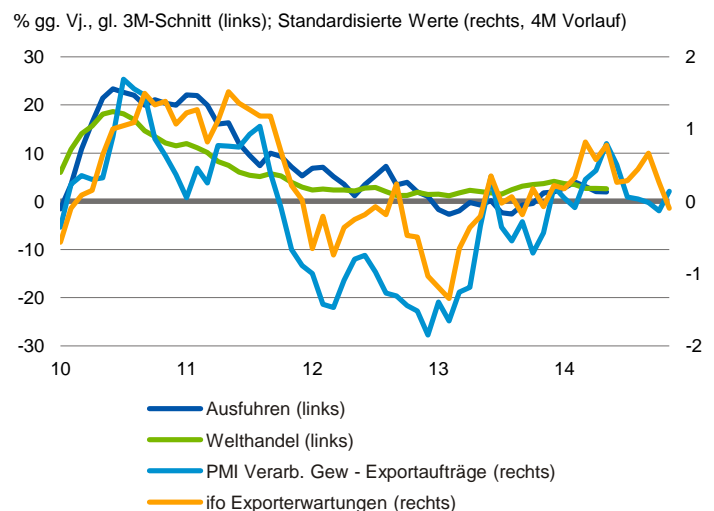
Deutsche Ausfuhren nach Regionen



Ausfuhren nach Sektoren



Ausfuhren und Frühindikatoren



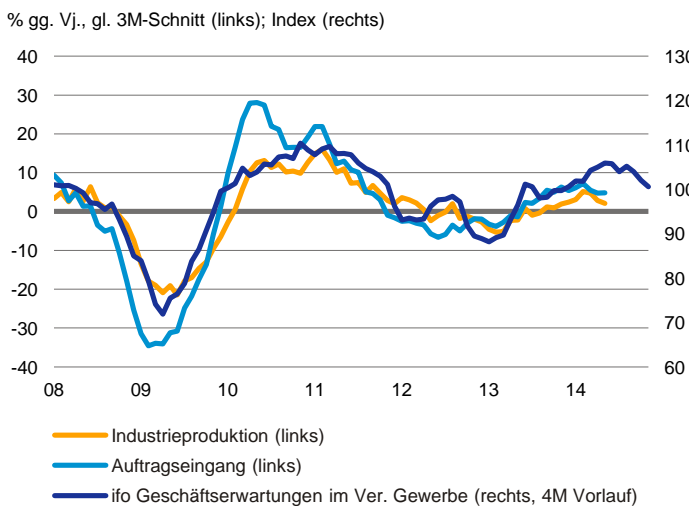
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research, CPB



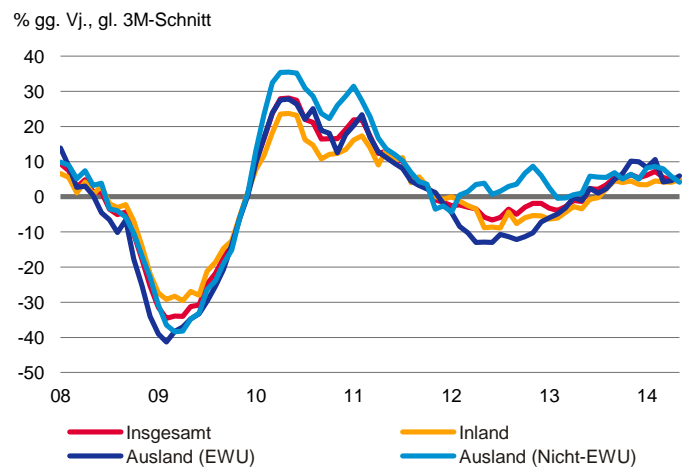
Chartbook – Industrie

- Die Industrie spiegelte im Verlauf des letzten Jahres zunehmend die konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft wieder. Wie bei den Exporten gingen die Wachstumsraten zuletzt wieder etwas zurück. Im Mai lag die Industrieproduktion und der Auftragseingang aber immer noch um 2,1% bzw. 4,8% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt). Bei der Produktion dämpften zuletzt die Normalisierung im Bausektor, der Q1 wetterbedingt sehr stark war, sowie der Brückentageeffekt.
- Der ifo-Index und der PMI für das Verarbeitende Gewerbe deuten darauf hin, dass sich die Industriekonjunktur Richtung Jahresende weiter abschwächt.
- Von den größten Industriebranchen dürfte 2014 die Automobilindustrie das höchste Produktionswachstum erzielen. Wir rechnen mit einem Zuwachs von real etwa 5%. Maßgeblich für den Aufschwung ist u.a. die wieder anziehende Auto-nachfrage aus Westeuropa. Hier kommen deutsche Hersteller auf einen Marktanteil von rd. 50%. Im Maschinenbau ist ein Fertigungsplus von etwa 2% möglich. Die Branche dürfte von steigenden Aufträgen aus dem Ausland und der günstigeren Investitionsneigung im Inland profitieren, wenngleich der Start ins Jahr 2014 noch schleppend verlief. Für die Elektrotechnik rechnen wir mit einem Anstieg der inländischen Fertigung 2014 um 3%. Die Metallindustrie könnte 2014 sogar mit einem Plus von 4% abschließen. Für die Chemieindustrie erwarten wir ein Plus von etwa 1%, wobei die ersten Monate von 2014 enttäuschend verliefen und eine Abwärtsrevision unserer Prognose wahrscheinlicher wird. Im Ernährungsgewerbe, einer ohnehin stabilen Branche, dürfte die Produktion im laufenden Jahr in etwa stagnieren. Unter dem Strich dürfte die inländische Produktion im Verarbeitenden Gewerbe 2014 um real etwa 4% steigen (nach -0,1% im Jahr 2013).

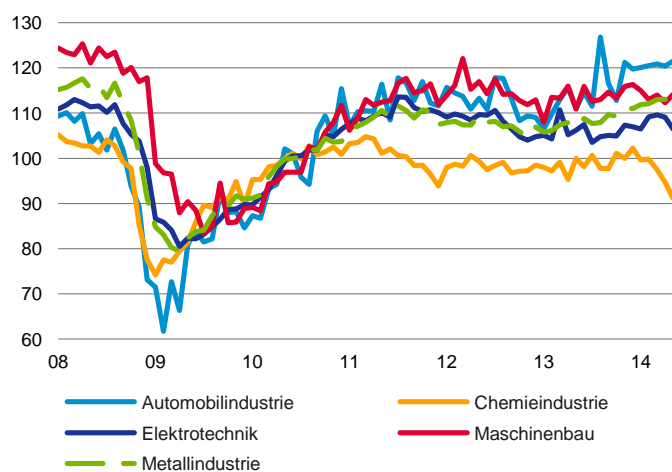
Industrieproduktion, Auftragseingang & ifo-Erwartungen



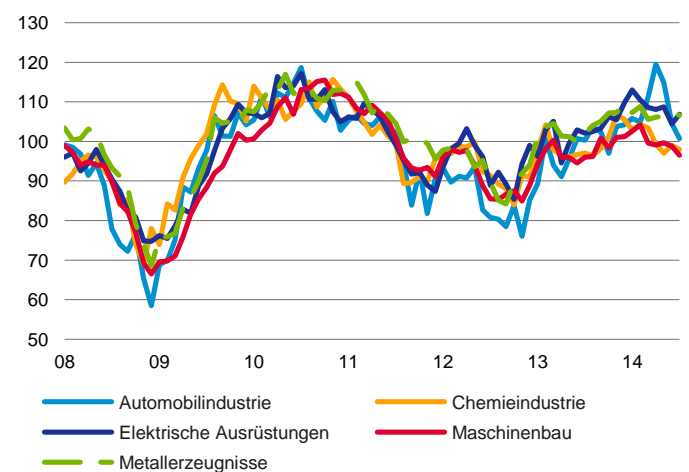
Auftragseingang nach Ursprung



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



ifo-Geschäftserwartungen der größten Industriebranchen (2005=100)



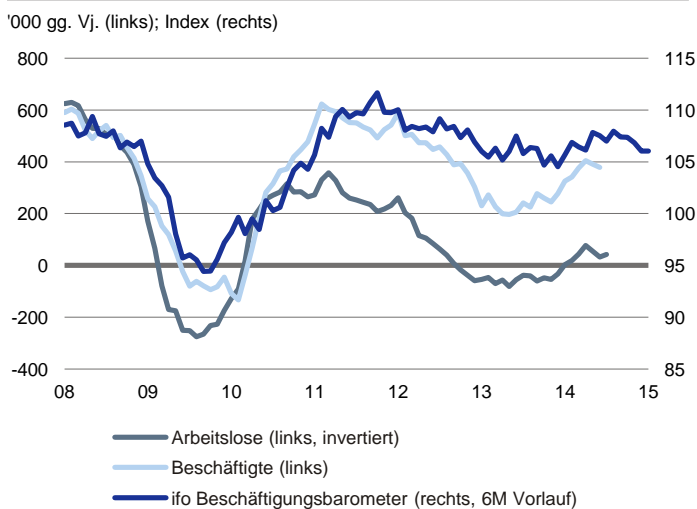
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo



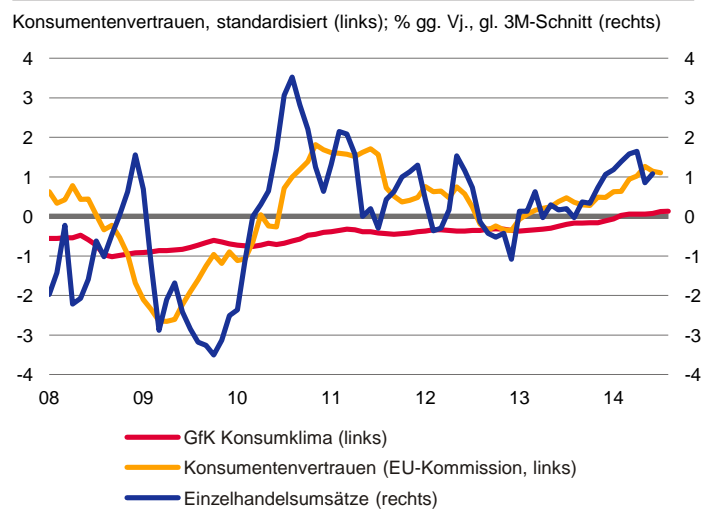
Chartbook – Inländische Nachfrage

- Die konjunkturelle Erholung im Frühjahr 2013 schlug sich Ende 2013 zunehmend in Aufwärtstendenzen am Arbeitsmarkt nieder. Nachdem der Arbeitsmarkt im Mai und Juni noch durch die Gegenbewegung nach der früher als üblich stattgefundenen Frühjahrsbelebung schwächelte, entwickelte er sich im Juli wieder positiv. Die Zahl der Arbeitslosen fiel stärker als erwartet (-12.000 Personen) und liegt um 43.000 Personen unter dem Vorjahresniveau. Hauptsächlich durch Zuwanderung legte die Beschäftigung im Vergleich zum Vorjahr um 350.000 Personen stärker zu als die Arbeitslosigkeit fiel. Frühindikatoren deuten für die nächsten Monate eine positive Entwicklung an. Die Arbeitslosenquote sollte 2014 auf 6,7% sinken (2013: 6,9%).
- Die realen Einzelhandelsumsätze lagen im Juni um 2,1% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt) – vor allem wegen des starken Aprils (+3,2%). Die Wachstumsrate dürfte somit im Juli etwas zurückgehen. Die Rekordstände beim GfK-Konsumklima (Höchststand seit Dez. 2006) sowie der stützende Arbeitsmarkt lassen eine anhaltend positive Entwicklung erwarten.
- Nach dem schwachen Vorjahresergebnis sollten sowohl die Ausrüstungs- als auch die Bauinvestitionen 2014 wieder zum BIP-Wachstum beitragen. Die Ausrüstungsinvestitionen waren in Q1 stark. Die inländischen Investitionsgüterbestellungen und Kapazitätsauslastung lassen aber keine deutliche Belebung im weiteren Jahresverlauf erwarten.
- Die Bauwirtschaft profitiert dank hoher Nettozuwanderung und steigender Einkommen von der zunehmenden Nachfrage nach Wohnraum. Sowohl die Bauaktivität (April +4,5% gg. Vj.) als auch die Auftragseingänge (+12,7%) liegen trotz schwachem April spürbar über Vorjahr. 2014 könnten die Bauinvestitionen etwa gut 5% zulegen (2013: -0,2%).

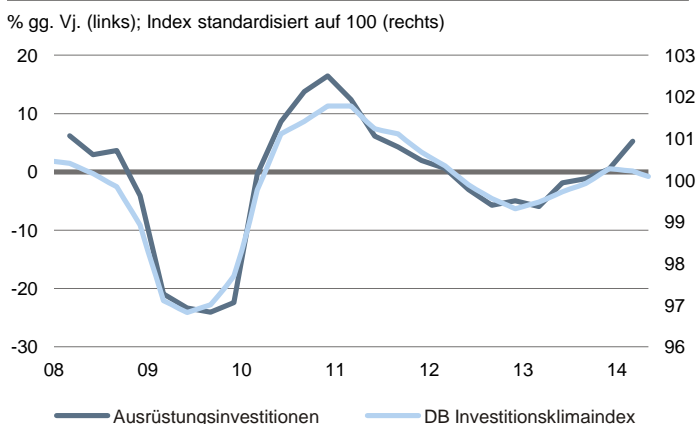
Arbeitslosigkeit, Beschäftigung und ifo Beschäftigungsbarometer



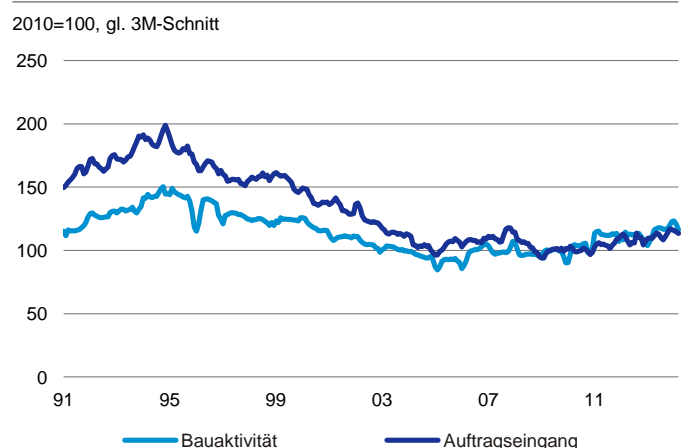
Einzelhandelsumsätze und Konsumentenvertrauen



Ausrüstungsinvestitionen und DB Investitionsklimaindex



Bauhauptgewerbe: Bauaktivität und Auftragseingang



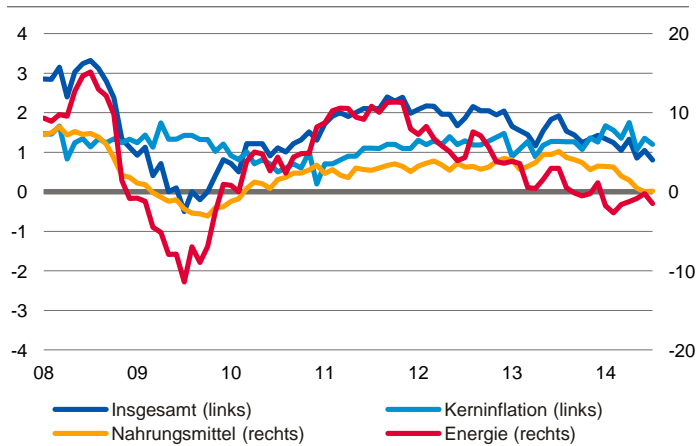
Quellen: Statistisches Bundesamt, GfK, EU-Kommission, ifo, Deutsche Bank Research



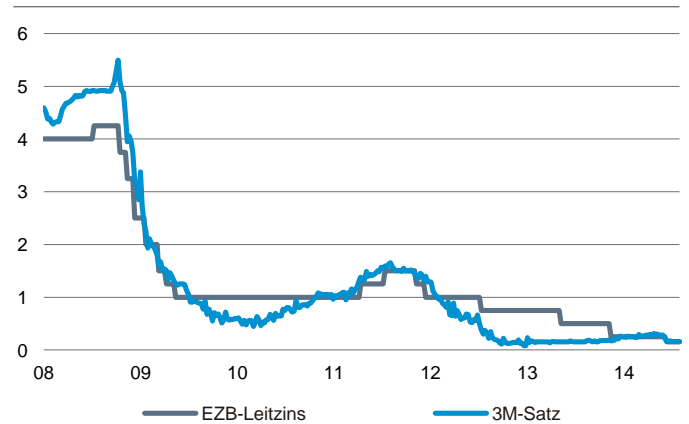
Chartbook – Finanzmärkte

- Die Inflation fiel im Juli auf den niedrigsten Stand seit Anfang 2010 (0,8% nach 1,0% im Juni). Dies spiegelt vor allem den – unserer Erwartung nach temporären – ölpreisbedingten deutlichen Rückgang der Energiepreise (-1,5% nach -0,3%). Nahrungsmittelpreise waren nahezu unverändert (+0,1% nach 0%). Weltmarktpreise und Preiserwartungen der Produzenten deuten auf höhere Raten in den nächsten Monaten hin. Die Kerninflation hat aufgrund des Rückgangs bei den zuletzt stark schwankenden Preisen für Pauschalreisen auf 1,2% nachgegeben (nach 1,4%).
- Die EZB beschloss im Juni ein umfangreiches Maßnahmenpaket. Der Leitzins wurde auf 0,15% und der Einlagenzinssatz mit -0,1% sogar das erste Mal in den negativen Bereich gesenkt. Darüber hinaus wurde die Vollzuteilung verlängert, die Sterilisierung des SMP-Programms aufgegeben, die Vorbereitungen für mögliche Käufe privater Anleihen (ABS) intensiviert und neue „gezielte“ Langfristender angekündigt. Dies soll die Liquiditätsversorgung der Banken auf absehbare Zeit sichern, die Zinsen am kurzen Ende niedriger halten und somit die Kreditvergabe stützen. Das Paket umfasst zwar viele Maßnahmen, dürfte das Wachstum aber nicht entscheidend stimulieren. Der Start eines Anleihekaufprogramms für ABS-Anleihen wird in H1 2015 erwartet.
- Seit Anfang des Jahres fielen die Renditen 10-jähriger US Treasuries von 3% auf zuletzt 2,5%. Dies ging auf die Unsicherheit über die zugrundeliegende Stärke der Konjunkturerholung, das Umfeld gedämpfter Inflationsraten und taubenhafte Äußerungen von Seiten der Fed zurück. Trotz Anzeichen für eine ansteigende Inflation ist die Fed-Chefin Yellen mit ihren Äußerungen hinsichtlich des ersten Zinsschrittes der Fed bislang zurückhaltend. 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%-Punkt ausgeweitet. Dank der besseren Konjunkturaussichten und der anhaltend akkommodierenden Politik reduzierten sich die Zinsabstände der Peripherieländer gegenüber Deutschland auf unter 1,5%-P. (Mitte 2013: rd. 3%-P.).
- Die divergierende Konjunktorentwicklung und geldpolitische Ausrichtung zwischen den USA und der Eurozone haben zuletzt für eine Abschwächung des EUR ggü. dem USD geführt.

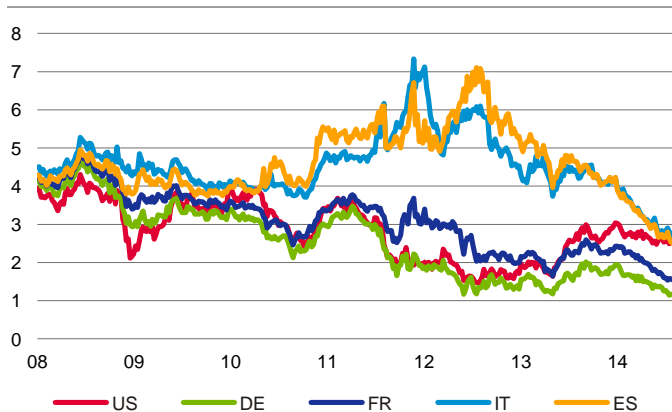
Verbraucherpreise (% gg. Vj.)



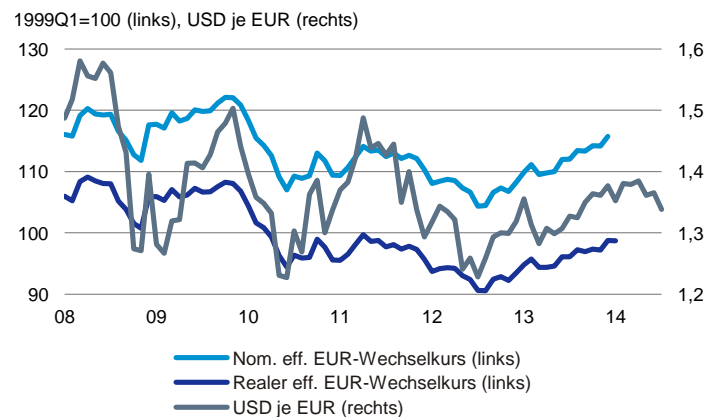
EWU: Leitzins und 3M-Satz (%)



Rendite 10J-Staatsanleihen (%)



Wechselkursentwicklung des Euro



Quellen: Statistisches Bundesamt, EZB, Global Insight, Reuters

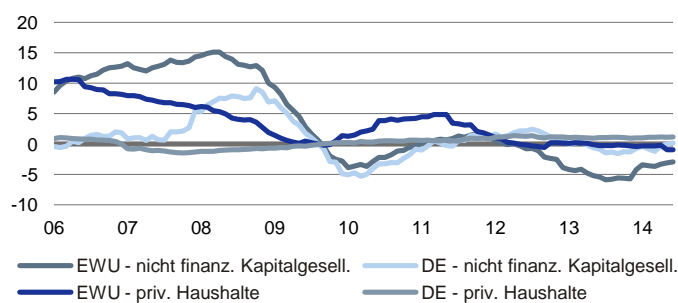




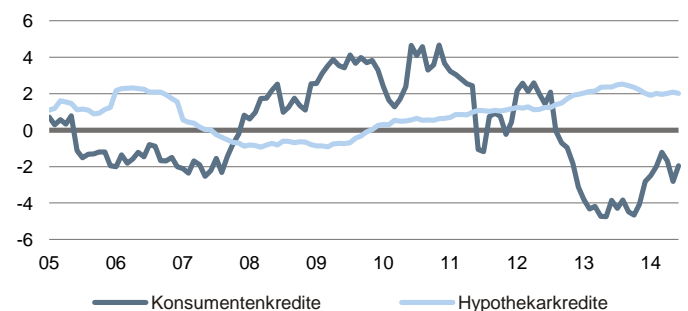
Chartbook – Kreditvergabe

- 2013 war die Kreditvergabe an Unternehmen anhaltend schwach geblieben, wobei der Rückgang in der Eurozone stärker ausgeprägt war als in Deutschland. In der Eurozone vor allem durch anhaltendes Deleveraging bedingt, spiegelt sich hier für Deutschland eher eine verhaltene Investitionstätigkeit und Rückgriffe auf alternative Finanzierungsmethoden wider. Seit Jahresbeginn verloren die Rückgänge in der Eurozone tendenziell an Schärfe. Im Juni mit -2,9% zuletzt der geringste Rückgang seit Jahresbeginn. Auch die letzten Ergebnisse des Bank Lending Survey für die Eurozone deuten zunehmende Nachfrage nach Unternehmenskrediten und die erste Lockerung bei Kreditstandards seit Q2 2007 an. In Deutschland ist im zweiten Quartal eine leichte Stabilisierung erkennbar: Im Juni wurde – erstmals seit März 2013 – wieder ein leichtes Wachstum bei Unternehmenskrediten verzeichnet (+0,1% gg. Vorjahr).
- Die Haushalte in der Eurozone bauen weiter Verbindlichkeiten ab (Juni: -0,9% gg. Vj.). Dagegen steigt die Kreditvergabe an Haushalte in Deutschland weiter leicht an (Juni Zuwächse von rd. 1,2%).
- Das stabile, aber insgesamt nur leichte Kreditwachstum der Haushalte in Deutschland ist durch die Entwicklungen bei Hypothekarkrediten bedingt (Juni erneut +2% gg. Vj.). Die Zuwächse verzeichnen ein hohes Maß an Kontinuität: Seit Jahresbeginn beträgt das Wachstum rd. 2% und liegt damit in ähnlicher Größenordnung wie bereits 2013. Trotz der günstigen Zinsen für Hypothekarkredite – Mai: 2,6% – bleibt das Wachstum bei Immobilienkrediten vergleichsweise moderat, was teils Portfolioumschichtungen sowie lokalen Angebotsknappheiten geschuldet sein dürfte. Das Geschäft mit Konsumentenkrediten war dagegen auch im Mai weiter rückläufig (-2% gg. Vj.). Die gute Einkommensentwicklung in Deutschland führt – trotz des niedrigen Zinsniveaus – zu einer gebremsten Kreditnachfrage auf Seiten vieler Haushalte, da Anschaffungen auch aus Einkommen bzw. Vermögen finanziert werden.
- Angesichts der historisch niedrigen Leitzinsen bleiben den deutschen Unternehmen die günstigen Zinssätze erhalten. Zuletzt hatten die Zinsen für Unternehmenskredite jedoch leicht angezogen (+11 Basispunkte) und lagen im Mai bei rd. 3,1%.
- Insgesamt sind die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen weiter außergewöhnlich günstig. Die Kredithürde verblieb auch im Juni auf sehr niedrigem Niveau; nur 18,3% der Unternehmen aus der gewerblichen Wirtschaft schätzen die Kreditvergabe ggw. als restriktiv ein (Baugewerbe: 22,6%). Die aktuellen Ergebnisse des Bank Lending Survey zeigen unveränderte Kreditstandards für Q2. Die Nachfrage nach Unternehmenskrediten stieg dagegen leicht. Insgesamt wirken alternative Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen nach wie vor dämpfend auf die Kreditnachfrage – wenn auch zuletzt weniger deutlich. Für das dritte Quartal erwarten deutsche Banken eine deutliche Lockerung der Kreditstandards bei Unternehmenskrediten.

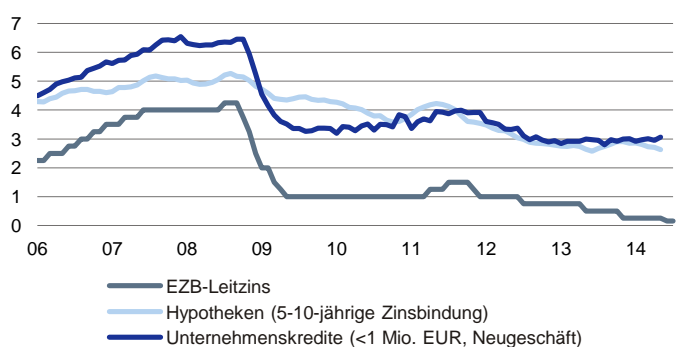
Kredite an den privaten Sektor (% gg. Vj.)



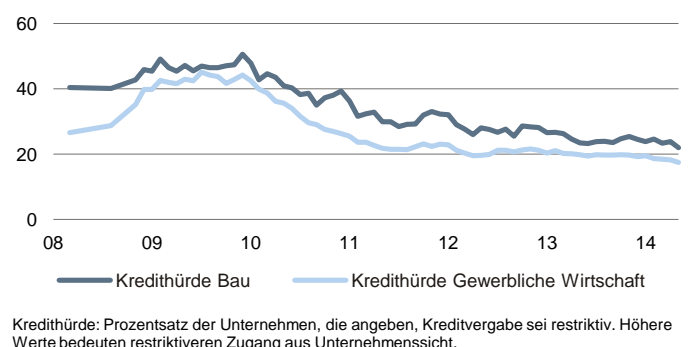
Kredite an private Haushalte (% gg. Vj.)



Zinssätze (%)



Kreditbedingungen aus Sicht der Unternehmen



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

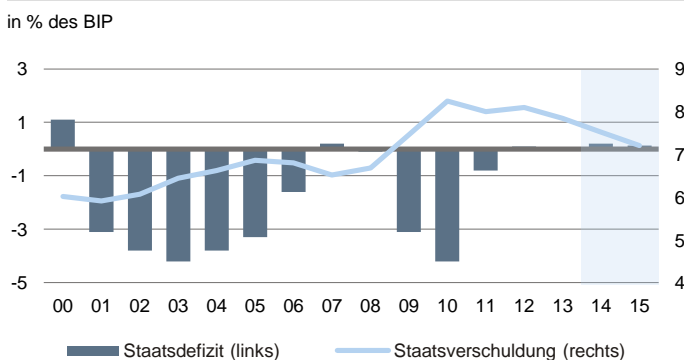
Quellen: EZB, ifo, Deutsche Bank Research



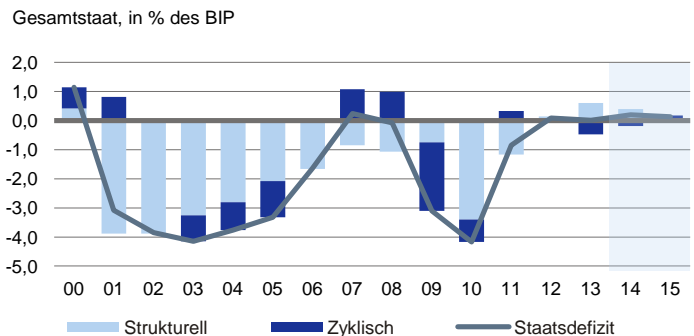
Chartbook – Staatsfinanzen

- Deutschland konnte neben Luxemburg als einziges Euroland 2013 ohne ein Defizit im Gesamthaushalt auskommen. Bund und Länder weisen aber nach wie vor Defizite aus. Nur dank der Überschüsse von Kommunen und Sozialversicherungen konnte der Gesamthaushalt einen kleinen Überschuss verzeichnen. 2014 und 2015 dürfte der Haushalt ebenfalls mit einem kleinen Überschuss abschließen.
- Der öffentliche Schuldenstand belief sich Ende Q1 2014 auf 77,3% des BIP (Q4 2013: 78,4). Dies spiegelt einerseits die gute Situation auf der Einnahmeseite wider, andererseits führt der anhaltende Portfolioabbau bei den Bad Banks quasi automatisch zu einem Rückgang der Verschuldung. In der Eurozone dagegen ist der Schuldenstand im gleichen Zeitraum von 92,7% auf 93,9% gestiegen.
- Auch in den nächsten Jahren dürfte die deutsche Staatsverschuldung kontinuierlich zurückgehen. Alleine der Portfolioabbau bei den Bad Banks wird den Schuldenstand um etwa 0,5% des BIP p.a. zurückführen, ein über Potential liegendes Wachstum wird ebenfalls zum Absenken der Schuldenstandsquote beitragen.
- Nach dem starken Rückgang im Mai sind die gesamten Steuereinnahmen im Juni im Vorjahresvergleich wie erwartet wieder gestiegen – sogar recht deutlich um gut 6%. Die Sondereffekte bei der Abgeltungsteuer auf Dividenden und bei der Kfz-Steuer im Mai konnten im Juni ausgeglichen werden. In H1 liegen die Steuereinnahmen nunmehr wieder rund 2,5% über dem gleichen Zeitraum des Vorjahres (+1,4% im Mai). Im 12-Monatsdurchschnitt liegt die Zunahme sogar bei 2,6%. Die Lohnsteuer (als wichtigste Komponente der Einkommensteuer) und die Umsatzsteuer wachsen nach wie vor solide. Die anderen Komponenten der Einkommensteuer – insbesondere die stark gewinnabhängigen Steuern wie die Körperschaftsteuer, die Abgeltungsteuern auf Zinsen und sowie die nicht veranlagten Steuern vom Ertrag (entspricht weitgehend der Abgeltungsteuer auf Dividenden) – liegen kumuliert jedoch deutlich unter den Werten des Vorjahres.

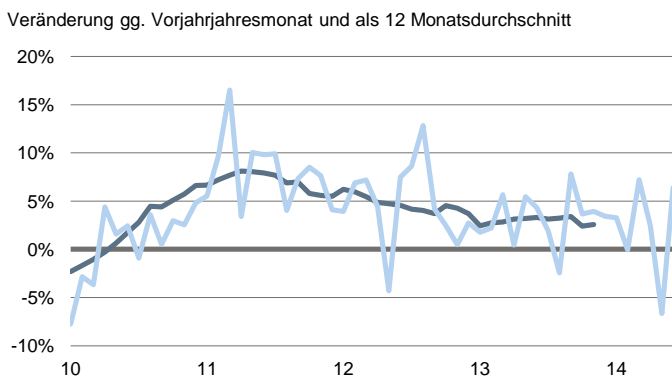
Staatsverschuldung und -defizit



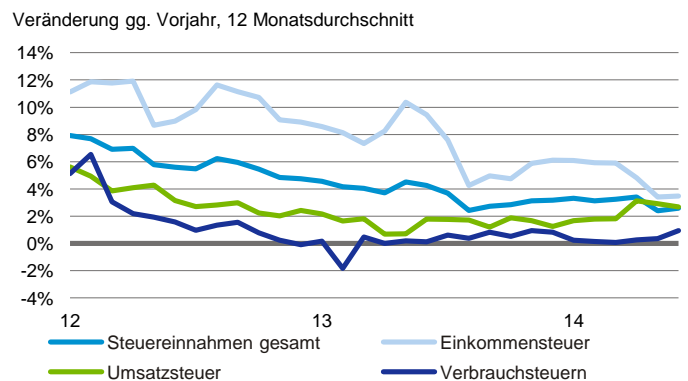
Staatsdefizit



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
7. Aug.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
30. Aug.	Sondersitzung des Europäischen Rates in Brüssel	Beschlüsse über Ernennungen für den nächsten institutionellen Zyklus.
31. Aug.	Landtagswahl in Sachsen	CDU dürfte erneut klar stärkste Partei werden, voraussichtlich aber auch zukünftig auf einen Koalitionspartner angewiesen sein. Dabei kann die CDU wohl zwischen SPD, Grünen und AfD wählen.
4. Sep.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses
11./12. Sep.	ASEM-Finanzministertreffen in Mailand	Finanzminister aus 52 europäischen und asiatischen Ländern debattieren über wirtschaftliche Beziehungen und bereiten das ASEM-Gipfeltreffen am 16./17. Oktober vor.
12./13. Sep.	Eurogruppe und informeller ECOFIN in Mailand	Stabilität im Euroraum; Wirtschaftsprognosen 2014 u. 2015, Überprüfung der Anpassungsprogramme Griechenlands und Zyperns; Bankenunion.
14. Sep.	Landtagswahlen in Brandenburg sowie in Thüringen	In Thüringen ist eine Fortsetzung der CDU/SPD-Koalition wahrscheinlich. Allerdings hat die SPD eine Koalition mit der Linken noch nicht ausgeschlossen. In Brandenburg ist ein erneutes Bündnis zwischen SPD und Linke zu erwarten.
20./21. Sep.	Treffen der G20-Finanzminister und Notenbankgouverneure in Cairns/Australien	Debatte über Fiskal- u. Geldpolitik (Stärkung privater Investitionen, von Handel u. Beschäftigung), Finanzmarktregulierung (Schattenbanken u.a.) u. Steuerfragen (Steuervermeidung, internat. Transparenz u.a.).

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
6. Aug. 2014	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Juni	0,5	-1,7
7. Aug. 2014	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Juni	1,2	-1,8
8. Aug. 2014	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Juni	17,8	18,8
8. Aug. 2014	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juni	1,2 (3,2)	-1.1 (2.4)
8. Aug. 2014	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juni	2,8 (1,5)	-3.4 (-1.9)
14. Aug. 2014	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q2 2014	0,0	0,8
21. Aug. 2014	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	August	52,5	52,9
21. Aug. 2014	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	August	55,5	56,6
25. Aug. 2014	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	August	107,5	108,0
28. Aug. 2014	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	August	6,6	6,7
28. Aug. 2014	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	August	0,1 (0,9)	0.3 (0.8)
29. Aug. 2014	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juli	-0,7 (-2,0)	0.2 (-1.2)
29. Aug. 2014	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Juli	-0,5	1,3

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

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

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



## Ausblick Deutschland

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,125	0,10	0,15	0,50	0,00	0,25	0,20	1,50	2,50	2,10	0,05
Sep. 14	0,125	0,10	0,15	0,50	0,00	0,25	0,20	1,50	2,50	2,20	0,05
Dez. 14	0,125	0,10	0,15	0,75	0,00	0,25	0,20	1,50	2,50	2,20	0,05
Juni 15	0,500	0,10	0,15	1,00	0,00	0,25	0,20	1,50	2,50	2,50	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,24	0,21	0,21	0,56							
Sep. 14	0,35	0,20	0,20	0,55							
Dez. 14	0,35	0,20	0,20	0,80							
Juni 15	0,75	0,20	0,25	1,10							

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,54	0,54	1,16	2,59	0,62	1,65	1,54	2,35			
Sep. 14	2,65	0,70	1,50	2,90	0,85	1,90	1,85	2,65			
Dez. 14	2,80	0,70	1,75	3,00	1,15	2,10	2,05	2,80			
Juni 15	3,00	0,80	1,90	3,20	1,35	2,20	2,10	3,15			

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,34	102,78	0,79	1,69	1,22	9,22	7,46	8,40	4,15	312,96	27,50
Sep. 14	1,33	107,00	0,79	1,68	1,26	9,00	7,46	8,00	4,13	314,00	27,00
Dez. 14	1,30	112,00	0,78	1,67	1,27	8,70	7,46	7,90	4,05	320,00	27,00
Juni 15	1,22	116,00	0,77	1,58	1,27	8,58	7,46	7,70	4,00	319,00	27,00

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

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

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



## Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Feb. 2014	März 2014	April 2014	Mai 2014	Juni 2014	Juli 2014
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	105,3	107,2	108,8	110,9	110,4	111,3	110,7	111,2	110,4	109,7	108,0
ifo Geschäftserwartungen	101,8	103,4	106,0	107,8	106,0	108,2	106,3	107,2	106,1	104,8	103,4
PMI Composite	49,9	52,9	54,5	55,4	55,2	56,4	54,3	56,1	55,6	54,0	55,9
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	100,4	102,7	104,5	106,8	106,6	107,3	106,9	107,5	106,9	105,3	103,7
PMI Verarbeitendes Gewerbe	48,7	51,2	52,9	55,0	52,8	54,8	53,7	54,1	52,3	52,0	52,9
Produktion (% gg. Vp.)	1,6	0,7	0,6	1,3		0,5	-0,8	-0,3	-1,8		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,0	1,5	2,3	0,1		0,9	-2,8	3,4	-1,7		
Grad der Kapazitätsauslastung	82,1	83,2	83,2	83,4	84,3						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	11,8	1,4	-0,5	5,1		1,9	-4,1	-3,6	-3,6		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	1,9	-1,3	3,4	1,6		-3,8	-2,3	3,9	-4,9		
ifo Bauhauptgewerbe	123,7	120,5	121,2	122,6	120,5	123,1	120,6	120,6	120,3	120,5	119,4
<b>Dienstleistungen</b>											
PMI Dienstleistungen	49,9	52,6	54,1	54,0	55,1	55,9	53,0	54,7	56,0	54,6	56,6
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-4,2	-3,2	-2,8	0,3	4,3	-0,7	2,3	3,1	5,5	4,3	3,9
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,2	-0,2	0,2	1,5	-0,3	0,6	-0,5	-0,5	-0,2	1,3	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-3,7	-1,4	1,6	2,8	-0,3	4,3	5,4	-3,6	5,2	-1,9	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	2,8	0,6	3,9	-1,3		0,7	-4,5	5,0	-1,2		
Exporte (% gg. Vp.)	0,4	0,2	1,6	0,3		-1,3	-1,8	2,6	-1,1		
Importe (% gg. Vp.)	1,4	-0,3	0,6	2,2		0,4	-1,1	0,2	-3,4		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	48,1	49,3	52,2	48,0		15,8	14,9	17,2	18,8		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,9	6,8	6,9	6,8	6,7	6,8	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	17,0	0,0	13,3	-47,0	-19,3	-13,0	-10,0	-26,0	23,0	7,0	-12,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,5	0,6	0,6	0,8	0,9	0,8	0,9	1,0	0,9	0,9	
ifo Beschäftigungsbarometer	104,9	106,3	107,2	107,5	106,8	108,0	107,4	107,4	106,8	106,0	106,0
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,5	1,7	1,3	1,0	0,9	1,0	0,9	1,1	0,6	1,0	0,8
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1	1,2	0,9	1,4	0,7	1,1	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-0,1	-0,3	-0,7	-1,0	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-7,0	-12,2	-10,4	-11,1	-4,9	-11,0	-11,3	-5,8	-5,4	-3,5	
Ölpreis (USD)	102,5	110,4	109,3	108,2	109,7	108,9	107,5	107,7	109,6	111,8	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	22,5	26,2	25,5	22,0	16,9	22,0	19,9	18,0	18,1	14,6	15,3
EC Unternehmensumfrage	-0,6	2,8	6,1	5,6	2,3	4,8	4,1	2,5	1,9	2,6	3,3
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	1,4	1,2	1,2	0,5							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,7	2,0	2,0	2,5							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	1,1	1,2	1,9	0,3							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	3,8	2,5	2,7	3,5	4,2	3,9	3,5	3,7	4,4	4,2	
Trend von M3*						3,5	3,7	3,8	4,1		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	1,3	-4,0	-3,1	-3,6		-3,9	-3,6	-3,4	-3,2		
Kredite an öffentliche Haushalte	-22,4	-17,7	-17,1	-1,5		-5,8	-1,5	-8,4	-2,3		

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

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



## Ausblick Deutschland

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.

- ▶ 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
- ▶ Trotz Wachstum in der Kritik  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 19. November 2013
- ▶ Von Übertreibungen und Ängsten  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 31. Oktober 2013
- ▶ Arbeitsmarkt: Weiter im Aufwind  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 15. Oktober 2013
- ▶ Deutschland nach der Wahl  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 1. Oktober 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 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority 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