



Ausblick Deutschland

Solides Wachstum, wenig Inflation (trotz EZB)

30. Juni 2014

Autoren

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

DB Research Management
Ralf Hoffmann

Industrie wächst 2014 überdurchschnittlich. Die deutsche Industrieproduktion dürfte – nach einem guten Start ins Jahr 2014 – im Gesamtjahr um real etwa 4% wachsen. Zwar haben sich am aktuellen Rand die Geschäftserwartungen eingetrübt, sie befinden sich aber nach wie vor im positiven Bereich. Zudem sind die Kapazitäten derzeit gut ausgelastet. Die deutsche Industrie profitiert von der allmählichen konjunkturellen Erholung in Westeuropa. So lagen die deutschen Warenexporte in die meisten westeuropäischen Länder im 1. Quartal 2014 wieder über dem entsprechenden Vorjahresniveau. Von den großen deutschen Industriebranchen dürfte 2014 die Automobilindustrie mit einem Plus von rd. 5% das höchste Produktionswachstum erzielen. In der Elektrotechnik halten wir einen Zuwachs um 3% für möglich. Der Maschinenbau und die Chemieindustrie haben zu Jahresbeginn enttäuscht. Setzt hier jedoch – wie von uns erwartet – in den nächsten Monaten eine Erholung ein, kann die Produktion 2014 noch um real 2% bzw. 1% wachsen.

Schwache Weltkonjunktur dämpft deutsche Inflation. Trotz der guten Arbeitsmarktlage in Deutschland hat sich die Inflation spürbar verlangsamt. Nach 2% in 2012 und 1,5% in 2013 lag sie in H1 2014 bei 1,1% und damit nicht viel höher als in der Eurozone insgesamt. Der nachfragebedingte Rückgang der globalen Rohstoffpreise (Energie und Nahrungsmittel) hat diese Entwicklung weitgehend bestimmt. Der relativ starke Euro bei gleichzeitiger Unterauslastung der Weltwirtschaft hat die Importpreise zusätzlich gedämpft. Dagegen hat sich die Kerninflation 2014 sogar erhöht. Dies lässt sich allerdings mit einem Basiseffekt durch den Wegfall der Praxisgebühr erklären und ist daher kein Zeichen von z.B. lohngetriebenem Preisdruck. Die Erholung der Weltwirtschaft, der abwertende Euro sowie die Einführung des flächendeckenden Mindestlohns in Deutschland führen in unserer Prognose dazu, dass der Tiefpunkt der Inflation erreicht ist. Nach 1,1% im laufenden Jahr könnte sie 2015 auf 1,6% steigen.

EZB-Paket markiert noch nicht das Ende der Fahnenstange. Die EZB hat am 5. Juni ein umfangreiches Maßnahmenpaket aufgelegt. Dabei handelte sie aus Sorge über die niedrige Inflation sowie ein Absinken der langfristigen Inflationserwartungen, was sich negativ auf die Kreditvergabe und die Schuldentragfähigkeit auswirken würde. Allerdings dürften die TLTROs, die u.a. den Kernpunkt des Pakets darstellen und weniger gezielt sind als es ihr Namen Glauben macht, selbst bei voller Weitergabe der gesunkenen Refinanzierungskosten das Wirtschaftswachstum nur in der Peripherie mit 0,3 bis 0,4 Prozentpunkten spürbar stimulieren. Den Inflationseffekt veranschlagen wir für die gesamte Eurozone lediglich auf 0,1 Prozentpunkte in 2017. Daher erwarten wir, dass die EZB im ersten Halbjahr 2015 mit einem auf private Kreditforderungen abzielenden quantitativen Lockerungsprogramm nachlegen wird. Vorsichtige Zinserhöhungen sehen wir erst gegen Ende 2016.

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosetabellen.....	2
Industrie wächst 2014 überdurchschnittlich.....	3
Schwache Weltkonjunktur dämpft deutsche Inflation.....	8
EZB-Paket markiert noch nicht das Ende der Fahnenstange.....	12
Grafik des Monats.....	14
Chartbook.....	16
Eventkalender.....	23
Datenkalender.....	24
Finanzmarktprognosen.....	25
Datenmonitor.....	26



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	7,5	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	-0,7	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	0,5	1,0	1,5	-12,7	-1,5	-0,2
Portugal	-1,4	0,9	1,5	0,4	0,0	0,9	0,7	1,0	1,0	-4,9	-4,1	-3,0
Irland	-0,3	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	7,3	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	13,0	12,5	12,0	0,2	0,0	0,2
Tschech. Rep.	-0,9	2,3	2,6	1,4	0,8	2,0	-1,4	-1,5	-1,4	-1,4	-2,6	-2,5
Ungarn	1,1	2,7	2,8	1,7	0,5	2,8	2,9	1,5	1,1	-2,2	-2,9	-2,7
Polen	1,6	3,3	3,7	0,9	0,9	2,3	-1,3	-2,0	-1,8	-4,4	4,3	-3,1
USA	1,9	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	2,9	3,2	3,9	3,2	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	Q2P	Q3P	Q4P	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	0,2	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							
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							
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							
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							
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							
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							
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							
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							
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							
Konsumentenpreise*	2,1	2,0	1,5	1,1	1,6	1,5	1,5	1,6	1,3	1,1	1,0	1,1	1,2							
Arbeitslosenquote, %	7,1	6,8	6,9	6,6	6,6	6,9	6,9	6,8	6,9	6,8	6,7	6,6	6,5							
Industrieproduktion	7,3	-0,4	0,0	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	6,8	7,4	7,5	7,1	6,8															
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	178	199	206	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



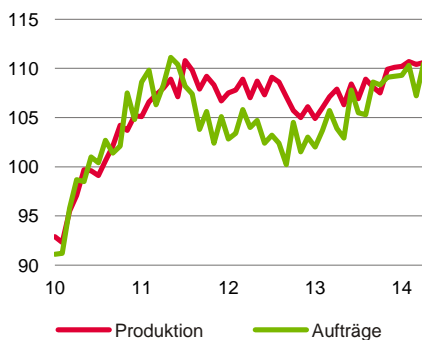
Industrie wächst 2014 überdurchschnittlich

- Die deutsche Industrieproduktion dürfte – nach einem guten Start ins Jahr 2014 – im Gesamtjahr um real etwa 4% wachsen. Zwar haben sich am aktuellen Rand die Geschäftserwartungen eingetrübt, sie befinden sich aber nach wie vor im positiven Bereich. Zudem sind die Kapazitäten derzeit gut ausgelastet. Die deutsche Industrie profitiert von der allmählichen konjunkturellen Erholung in Westeuropa. So lagen die deutschen Warenexporte in die meisten westeuropäischen Länder im 1. Quartal 2014 wieder über dem entsprechenden Vorjahresniveau.
- Von den großen deutschen Industriebranchen dürfte 2014 die Automobilindustrie mit einem Plus von rd. 5% das höchste Produktionswachstum erzielen. In der Elektrotechnik halten wir einen Zuwachs um 3% für möglich. Der Maschinenbau und die Chemieindustrie haben zu Jahresbeginn enttäuscht. Setzt hier jedoch – wie von uns erwartet – in den nächsten Monaten eine Erholung ein, kann die Produktion 2014 noch um real 2% bzw. 1% wachsen.
- Die Automobilindustrie hat seit 2008 ihren Anteil an der gesamten industriellen Wertschöpfung um mehr als 3%-Punkte auf 15,7% (2012) erhöht. Insgesamt ist die deutsche Industrie damit abhängiger von der Automobilindustrie geworden, gleichwohl basiert ihr Erfolg noch immer auf vielen Schultern.

Intakter Aufwärtstrend

1

Produktion und Aufträge im Verarbeitenden Gewerbe, real, sb. DE, 2010=100

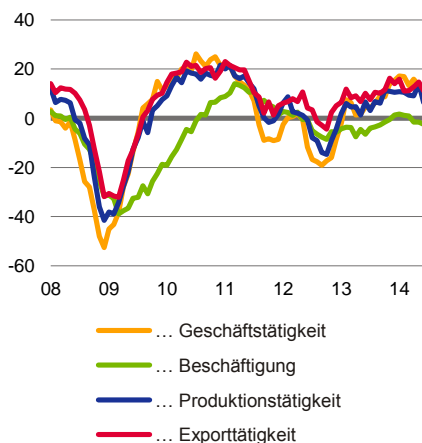


Quelle: Statistisches Bundesamt

Gute Stimmung in deutscher Industrie

2

Erwartungen der Unternehmen zur Entwicklung der..., Saldo aus pos. und neg. Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

Die deutsche Industrie ist recht gut ins Jahr 2014 gestartet. In den ersten vier Monaten 2014 lag die Produktion saisonbereinigt um real 1,5% über dem Niveau des letzten Jahresdrittels 2013. Im Vorjahresvergleich überstieg die Fertigung zwischen Januar und April 2014 den entsprechenden Wert von 2013 sogar um 3,7%. Insgesamt rechnen wir für das Gesamtjahr 2014 mit einem Zuwachs der inländischen Industrieproduktion um rd. 4%. 2012 (-1,1%) und 2013 (-0,1%) waren jeweils noch leichte Rückgänge zu verzeichnen.

Wir erwarten, dass die inländische Fertigung im Verlauf der verbleibenden Monate von 2014 weiter steigen wird. Ein Grund für unsere recht optimistische Einschätzung liegt in der Entwicklung der Auftragseingänge. Sie tendierten in den letzten Monaten nach oben, wenngleich auf Monatsbasis zum Teil deutliche Schwankungen zu verzeichnen waren; die hohe Volatilität bei Großaufträgen war hierfür maßgeblich. Insgesamt lagen die Auftragseingänge im ersten Jahresdrittel 2014 saisonbereinigt zwar „nur“ um real 0,5% über dem Wert der Vorperiode. Im Vorjahresvergleich beträgt das Plus jedoch beachtliche 5,2%. Interessant ist, dass sich im Zeitraum Januar bis April 2014 die Inlandsaufträge im Durchschnitt besser entwickelten als die Auslandsaufträge. Gerade bei den Bestellungen aus der Eurozone ist am aktuellen Rand noch kein stabiler Aufwärtstrend zu beobachten, wenngleich das Niveau auch hier höher ist als vor Jahresfrist.

Stimmungsindikatoren deuten auf Belebung der Geschäftstätigkeit hin

Unsere Industrieprognose wird durch verschiedene Stimmungsindikatoren gestützt. So liegen die ifo-Erwartungen der Unternehmen hinsichtlich der Geschäftstätigkeit, der Produktions- und der Exportentwicklung seit Monaten stabil im positiven Bereich, wenngleich sie am aktuellen Rand (leicht) sanken. Gleichwohl wurden auch hier auf Monatsbasis zuletzt immer wieder Schwankungen gemeldet, die nicht zuletzt auf geopolitische Faktoren (z.B. Ukraine-Konflikt) zurückzuführen sein dürften. Sie sind ein Zeichen dafür, dass die (weitere) konjunkturelle Erholung der Industrie kein Selbstläufer sein wird und gesamtwirtschaftliche Risiken relevant bleiben. Die Einschätzung der aktuellen Lage durch die Unternehmen, die in den letzten Monaten ein sehr hohes Niveau erreicht

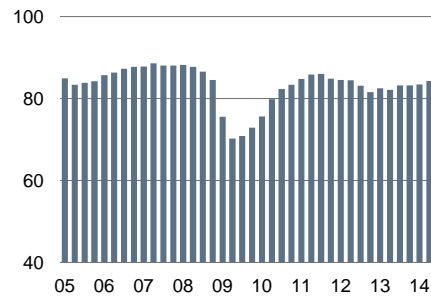


Ausblick Deutschland

Kapazitäten recht gut ausgelastet

3

Kapazitätsauslastung in deutscher Industrie, %

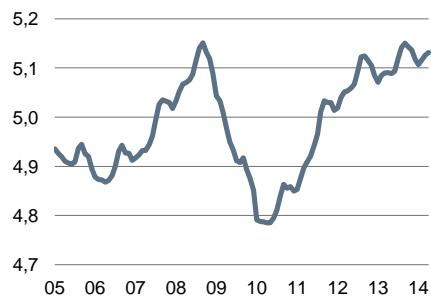


Quelle: ifo Institut

Gute Beschäftigungssituation

4

Industriebeschäftigte in Deutschland, Mio.

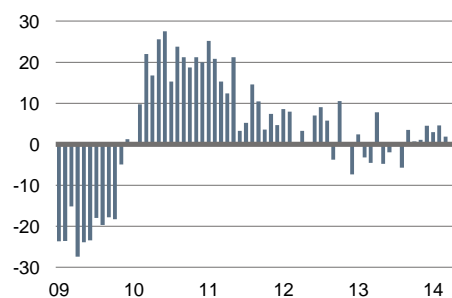


Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsche Warenexporte zuletzt überwiegend im Plus

5

Warenausfuhr aus Deutschland, % gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

hat, wurde hiervon jedoch bislang kaum beeinträchtigt. Insgesamt zeichnen die ifo-Zahlen für die Industrie also ein positives Bild, wobei die aktuelle Lage von den Unternehmen schon seit Ende 2010 besser eingeschätzt wird als die Erwartungen. In diesen Zeitraum fiel eine Reihe von Meldungen z.B. rund um die Eurokrise, die zwar auf die Stimmung der Unternehmen drückten, deren negative Auswirkungen in der Praxis jedoch begrenzt waren oder durch bessere Geschäfte mit Ländern außerhalb der Eurozone kompensiert werden konnten.

Kapazitäten gut ausgelastet – Fokus auf Ersatzinvestitionen

Die Kapazitätsauslastung der Industrieunternehmen hat sich zuletzt gut entwickelt. Sie ist im 2. Quartal 2014 auf den höchsten Wert seit zwei Jahren geklettert und liegt inzwischen auch wieder über dem langfristigen Durchschnitt. Inlandsaufträge für Investitionsgüter – ein guter Frühindikator für die Investitionstätigkeit – sind im ersten Jahresdrittel 2014 um 2,7% gegenüber den letzten vier Monaten 2013 gestiegen. Gleichwohl dürften in den nächsten Monaten in den meisten Industriezweigen wenige Erweiterungsinvestitionen getätigt werden, denn viele Branchen – z.B. die Stahlindustrie – sind zumindest auf europäischer Ebene derzeit noch von Überkapazitäten geprägt. Zudem dürften sich einige Unternehmen angesichts verschiedener Beschlüsse der Bundesregierung (z.B. Rentenpaket) oder hoher Energiepreise mit Investitionen in Deutschland zurückhalten. Insofern ist auch ein Beschäftigungsaufbau in der Industrie vorerst wenig wahrscheinlich. Dies deckt sich mit der jüngsten ifo-Umfrage, nach der Industrieunternehmen in Deutschland für die nähere Zukunft in etwa eine konstante Beschäftigung erwarten. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass die Zahl der Industriebeschäftigten in Deutschland aktuell um mehr als 7% über dem Tiefpunkt vom Frühjahr 2010 und insgesamt auf einem im langfristigen Vergleich hohen Niveau liegt.

Warenausfuhr: Nur noch wenige Länder im Minus

Ein wesentlicher Faktor für unsere zuversichtliche Industriepronose ist die allmähliche gesamtwirtschaftliche Erholung in Westeuropa. Nach den Rückgängen des BIP in der Eurozone in den Jahren 2012 und 2013 dürfte die Wirtschaft im gemeinsamen Währungsraum im laufenden Jahr wieder wachsen (+1,1%). Dies ist zwar eine recht verhaltene Dynamik, und die gesamtwirtschaftlichen Risiken sind noch immer beträchtlich. Dennoch dürfte diese Entwicklung der deutschen Industrie Impulse verleihen: Noch immer gehen knapp 37% der deutschen Ausfuhren in die Eurozone; 2008 waren es freilich noch 43%.

So bestätigt ein Blick auf die deutschen Warenexporte, dass die Ausfuhren in die meisten westeuropäischen Länder im ersten Jahresdrittel wieder über dem entsprechenden Vorjahresniveau lagen – zum Teil deutlich. Unter den bedeutenden Abnehmerländern in Westeuropa verzeichneten lediglich Belgien und die Schweiz bei den deutschen Exporten ein Minus im Vorjahresvergleich. Außerhalb Westeuropas schrumpften vor allem die Ausfuhren nach Russland und in die Türkei deutlich, was u.a. auf die Abwertung der beiden nationalen Währungen gegenüber dem Euro, eine jeweils gegenüber 2013 geringere gesamtwirtschaftliche Dynamik und im Falle Russlands auch auf den Ukraine Konflikt zurückzuführen ist.

Anteil der Industrie an der Bruttowertschöpfung könnte 2014 wieder steigen

Es ist wahrscheinlich, dass der von uns erwartete kräftige Anstieg der Industrieproduktion auch mit einem überdurchschnittlichen Zuwachs der industriellen Bruttowertschöpfung in Deutschland einhergeht. Daher dürfte 2014 der Anteil der Industrie an der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung wieder steigen,

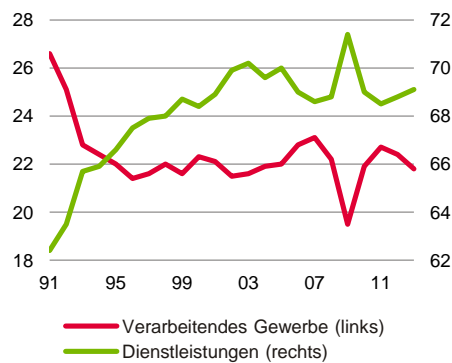


Ausblick Deutschland

Industrieanteil sinkt zuletzt wieder

6

Anteil an Bruttowertschöpfung in Deutschland, %



Quelle: Statistisches Bundesamt

nachdem er 2013 zum zweiten Mal in Folge gesunken war und mit 21,8% den zweitniedrigsten Wert in den letzten zehn Jahren erreichte. Diese Zahlen überraschen auf den ersten Blick, gilt doch die heimische Industrie aufgrund ihrer innovativen Produkte und internationalen Ausrichtung zu Recht als eine der wesentlichen Säulen für die gute wirtschaftliche Entwicklung Deutschlands in den letzten Jahren. Die Entwicklung zeigt jedoch auch, dass es in hochentwickelten Volkswirtschaften wie Deutschland schon sehr ambitioniert ist, einen bestimmten Industrieanteil lediglich zu halten – geschweige denn zu steigern. Letzteres setzte nämlich naturgemäß voraus, dass die Wertschöpfung der Industrie dauerhaft schneller stiege als jene der anderen Sektoren. Dies ist vor allem hinsichtlich des hohen Wachstumspotenzials einzelner Dienstleistungen (z.B. im IT- oder Gesundheitsbereich) sehr anspruchsvoll.

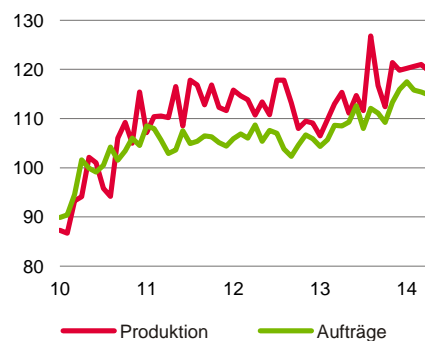
Insgesamt ist natürlich festzuhalten, dass Deutschland mit seinem aktuellen Industrieanteil von 21,8% nach wie vor deutlich über dem EU-Durchschnitt von 15,1% liegt. Verglichen mit Frankreich oder Großbritannien, deren Industrieanteil inzwischen auf rd. 10% gesunken ist, zeichnet sich Deutschland ohnehin durch eine hohe Bedeutung der Industrie aus.

Automobilindustrie mit höchster Dynamik im Jahr 2014

Hohes Produktionsniveau erreicht

7

Produktion und Aufträge in der Automobilindustrie, real, sb. DE, 2010=100



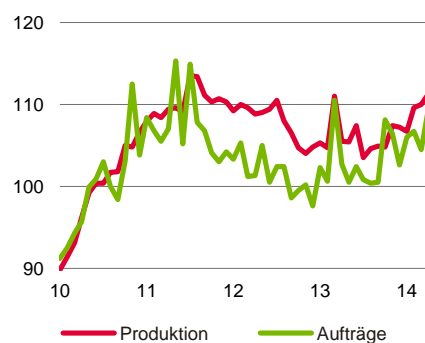
Quelle: Statistisches Bundesamt

Von den größten deutschen Industriezweigen dürfte 2014 die Automobilindustrie das stärkste Produktionswachstum erzielen. Wir rechnen mit einem Plus von real 5% (2013: +1,2%). In den ersten vier Monaten von 2014 lag die inländische Fertigung um real 2,4% über dem Niveau des letzten Jahresdrittels 2013. Im Vorjahresvergleich übertraf die Produktion von Januar bis April 2014 den Wert von 2013 um 8%. Die Automobilindustrie in Deutschland profitiert von der wieder anziehenden Autonachfrage in Westeuropa und der fortgesetzten Dynamik des US-amerikanischen und chinesischen Automarktes. Dies verleiht den Ausfuhren von Autos, Teilen und Zubehör aus deutscher Produktion Impulse und kann die aktuellen Rückgänge bei den Exporten etwa nach Russland oder Belgien überkompensieren. Aufgrund der höheren Nachfrage haben zuletzt einige Hersteller aus dem so genannten Premiumsegment angekündigt, die Werksferien in diesem Sommer zu verkürzen oder ganz ausfallen zu lassen. Aktuell liegt die Kapazitätsauslastung in der Branche schon über 90% und damit spürbar über dem langfristigen Durchschnitt. Die tendenziell aufwärts gerichtete Entwicklung der Auftragseingänge sowie Geschäftserwartungen im positiven Bereich sprechen auch für den Rest von 2014 für eine rege Produktionstätigkeit in der Automobilindustrie.

Zum Jahresauftakt dynamisch

8

Produktion und Aufträge in der Elektroindustrie, real, sb. DE, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Auch die Elektrotechnik ist gut ins Jahr 2014 gestartet. Im ersten Jahresdrittel lag die inländische Produktion saisonbereinigt um real 3,1% über dem Niveau der letzten vier Monate von 2013. Für das Gesamtjahr rechnen wir mit einem Plus von 3% (2013: -2,1%), wobei die jüngsten Daten sogar auf eine Aufwärtsrevision hindeuten. Stützend wirkten im bisherigen Jahresverlauf die Ausfuhren nach China und einige westeuropäische Länder, aber auch von Seiten der Inlandsnachfrage sind Impulse zu verzeichnen. Die Kapazitätsauslastung ist am aktuellen Rand zum vierten Mal in Folge gestiegen, und die Geschäftserwartungen liegen seit Ende 2012 stabil im positiven Bereich.

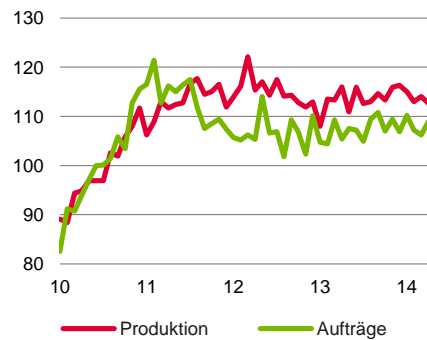
Auf Kurs Richtung 4% reales Produktionswachstum ist die Metallindustrie (Metallerzeugung und Metallerezeugnisse) in Deutschland, die wiederum von der Nachfrage der zuvor genannten Branchen profitiert. Zwar hat bei den Auftrags-eingängen zuletzt die Dynamik etwas nachgelassen. Die Stimmungsindikatoren sind jedoch nach wie vor robust.



Aufträge schwankungsanfällig

9

Produktion und Aufträge in Maschinenbau, real, sb. DE, 2010=100

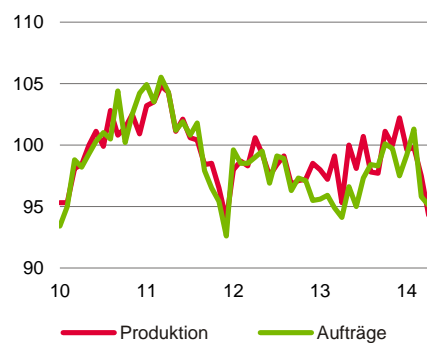


Quelle: Statistisches Bundesamt

Schlechter Start ins Jahr 2014

10

Produktion und Aufträge in der Chemieindustrie, real, sb. DE, 2010=100

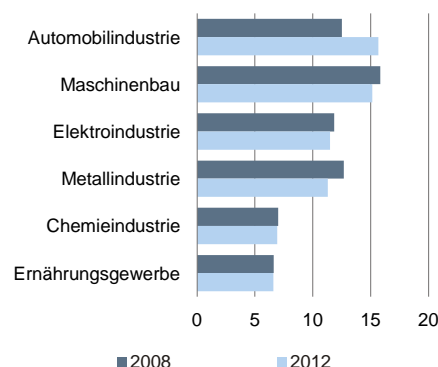


Quelle: Statistisches Bundesamt

Automobilindustrie wird wichtiger

11

Anteil einzelner Industriebranchen an gesamter industrieller Bruttowertschöpfung, DE, %



Quelle: Statistisches Bundesamt

Maschinenbau und Chemie noch mit angezogener Handbremse – Erholung ab Q2 erwartet

Im Maschinenbau ist derzeit der Konjunkturaufschwung dagegen noch ausgeblieben. Im Zeitraum Januar bis April 2014 lag die Produktion in Deutschland saisonbereinigt sogar um real 1,2% unter dem Wert der vorangegangenen Viermonatsperiode. Zwar zogen die Auftragseingänge am aktuellen Rand an, jedoch ist mit Blick auf die letzten Monate kein stabiler Aufwärtstrend zu beobachten. Stattdessen ähnelt die Entwicklung der Auftragseingänge einem ständigen Auf und Ab. Der Maschinenbau hat damit zu kämpfen, dass die Nachfrage aus wichtigen Abnehmerländern zu Jahresbeginn gesunken ist. So sind die Ausfuhren nach Russland, das 2013 viertgrößter Abnehmer von Maschinen aus deutscher Produktion war, im ersten Jahresdrittel um 17,6% gg. Vj. gesunken. Hinzu kommt, dass die Nachfrage aus Westeuropa sich noch nicht auf breiter Front erholt hat. In der Folge ist auch die Kapazitätsauslastung in der Branche noch nicht gestiegen. Zwar erwarten wir, dass die Nachfrage aus dem In- und Ausland und damit auch die Produktion im weiteren Verlauf von 2014 noch anziehen werden, sodass die Produktion im Maschinenbau im Gesamtjahr um real rd. 2% expandieren dürfte (2013: -1,6%). Bliebe diese Erholung in den nächsten zwei bis drei Monaten jedoch aus, müssten wir unsere Prognose nach unten revidieren.

Noch schwächer entwickelte sich in den letzten Monaten die Chemieindustrie in Deutschland. Hier lag die inländische Produktion im ersten Jahresdrittel saisonbereinigt um real 2,4% unter dem Niveau der Vorperiode. In der Branche stottert zu Jahresbeginn der Exportmotor, und auch die Inlandsnachfrage tendiert seit einiger Zeit eher seitwärts. Wir erwarten – wie auch für den Maschinenbau – in der Chemieindustrie eine Erholung von Aufträgen und Produktion in den kommenden Monaten. Jedoch wäre auch hier eine Revision unserer aktuellen Produktionsprognose von +1% (2013: +0,5%) im Jahresdurchschnitt notwendig, wenn diese Erholung kurzfristig ausbliebe.

Industriestruktur ändert sich seit Beginn der Krise nur wenig

Die deutsche Industrie hat seit Ende 2008, als die globale Wirtschafts- und Finanzkrise begann, turbulente Zeiten hinter sich: Im Jahr 2009 sank die inländische Produktion um mehr als 17%. Darauf folgte eine beeindruckende Erholung in den Jahren 2010 (Produktion +12%) und 2011 (+8,5%), die maßgeblich für die gute gesamtwirtschaftliche Entwicklung Deutschlands in diesen beiden Jahren war und in anderen westeuropäischen Ländern ausblieb oder deutlich moderater ausfiel. Erst 2012 und 2013 „normalisierte“ sich die Industrieproduktion in Deutschland wieder.

Es ist interessant zu sehen, dass sich die hiesige Industriestruktur trotz dieser hohen Volatilität der Produktion in den genannten Jahren nicht übermäßig geändert hat. Vergleicht man den Anteil der einzelnen Industriezweige an der gesamten Bruttowertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes von 2012 (neuere Zahlen liegen noch nicht vor) mit jenem von 2008, dann fallen eigentlich nur zwei wesentliche Änderungen auf: Erstens ist der Anteil der Automobilindustrie um 3,2%-Punkte gestiegen. Sie ist damit gemessen an der Bruttowertschöpfung die größte Industriebranche (Anteil am Verarbeitenden Gewerbe 2012: 15,7%), während es 2008 und 2009 noch der Maschinenbau war. Zweitens büßte die Metallindustrie die deutlichsten Verluste ein: Ihr Anteil an der industriellen Wertschöpfung sank in diesem Zeitraum um 1,2%-Punkte. Zwar sind auch bei vielen anderen Branchen Anteilsverluste zu verzeichnen, jedoch fallen diese kaum ins Gewicht.

Da die Automobilindustrie 2013 etwas besser abgeschnitten hat und auch 2014 schneller wachsen wird als der Industriedurchschnitt, ist es wahrscheinlich, dass



die Branche ihren Anteil an der gesamten industriellen Wertschöpfung weiter erhöht. So ist die deutsche Industrie in den letzten Jahren abhängiger von der Automobilindustrie geworden, gleichwohl basiert ihr Erfolg noch immer auf vielen Schultern.

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

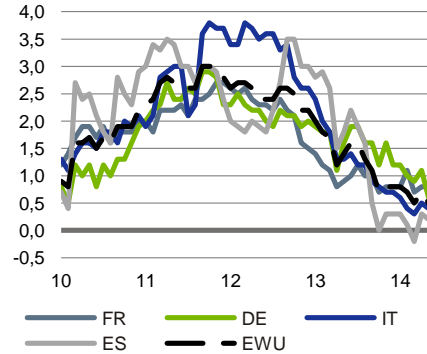


Ausblick Deutschland

Deutsche Inflation: Über EWU-Schnitt, aber niedrig

1

Harmonisierter Verbraucherpreisindex, % gg. Vj.



Quelle: Eurostat

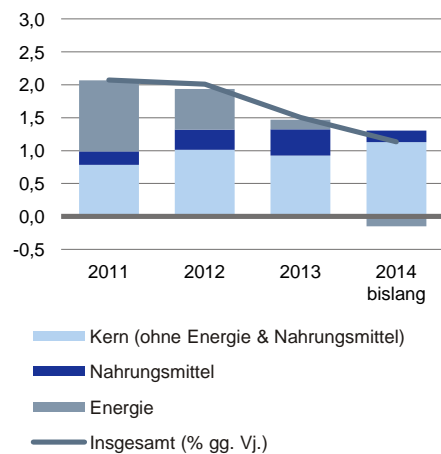
Schwache Weltkonjunktur dämpft deutsche Inflation

- Trotz der guten Arbeitsmarktlage in Deutschland hat sich die Inflation spürbar verlangsamt. Nach 2% in 2012 und 1,5% in 2013 lag sie in H1 2014 bei 1,1% und damit nicht viel höher als in der Eurozone insgesamt.
- Der nachfragebedingte Rückgang der globalen Rohstoffpreise (Energie und Nahrungsmittel) hat diese Entwicklung weitgehend bestimmt. Der relativ starke Euro bei gleichzeitiger Unterauslastung der Weltwirtschaft hat die Importpreise zusätzlich gedämpft. Dagegen hat sich die Kerninflation 2014 sogar erhöht. Dies lässt sich allerdings durch einen Basiseffekt durch den Wegfall der Praxisgebühr erklären und ist daher kein Zeichen von z.B. lohngetriebenem Preisdruck.
- Die Erholung der Weltwirtschaft, der abwertende Euro sowie die Einführung des flächendeckenden Mindestlohns in Deutschland führen in unserer Prognose dazu, dass der Tiefpunkt der Inflation erreicht ist. Nach 1,1% im laufenden Jahr könnte sie 2015 auf 1,6% steigen.

Energiepreise erklärten Großteil der Inflationsverlangsamung

2

Deutschland, Beitrag zur Inflation, %-Punkte



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

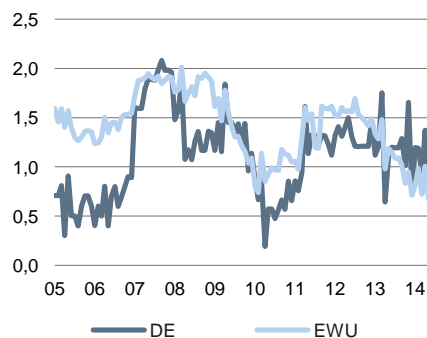
Seit Mai 2013 ist die Inflation in Deutschland höher als im Euroraum insgesamt. Das ist nach 2007 erst der zweite längere Zeitraum für den das gilt. Allerdings hat sich die Inflation auch in Deutschland spürbar verlangsamt. Sie folgt seit Anfang 2012 einem schwankenden Abwärtstrend und lag mit 0,9% im Mai und 1,0% im Juni so niedrig wie seit Mitte 2010 nicht mehr, als sich Deutschland noch aus der Krise arbeitete. Den EWU-Schnitt von 0,5% im Mai überstieg sie nur minimal, da die harmonisierte deutsche Inflation sogar nur 0,6% betrug. Damit gehörte Deutschland nur zum oberen Drittel des Inflations-Rankings der EWU-Staaten, obwohl Deutschland 2014 mit 1,8% BIP-Wachstum merklich über seinem Potential und deutlich schneller als die meisten Euro-Länder wachsen dürfte, und die Tarifabschlüsse dank des robusten Arbeitsmarktes mit rd. 3% – und teilweise deutlich darüber – sehr ordentlich sind.

Damit erfüllt die deutsche Preisentwicklung bislang nicht die Hoffnungen/Erwartungen vieler Analysten und Politiker. So sollte eine im europäischen Vergleich deutlich höhere Inflation in Deutschland zum Abbau der über Jahre aufgebauten makroökonomischen Ungleichgewichte in der Eurozone beitragen.

Volatile Kerninflation in Deutschland in H1 2014

3

Harmonisierter Verbraucherpreisindex, Kernrate (ohne Energie und Nahrungsmittel), % gg. Vj.



Quelle: Eurostat

Energie- und Nahrungsmittelpreise dämpften

Im ersten Halbjahr 2014 betrug die Inflation 1,1% – 2013 waren es noch 1,5%. Tatsächlich lässt sich die gesamte Verlangsamung durch die volatilen und stark von globalen Rohstoffpreisen abhängigen Komponenten Nahrungsmittel und vor allem Energie erklären. So lagen die Energiepreise aufgrund des recht stabilen Ölpreises und des relativ starken Euro seit September unter Vorjahresniveau und dämpften somit die Gesamtinflation. In H1 2014 betrug dieser dämpfende Effekt 0,2%-Punkte, nachdem Energie 2013 noch leicht zur Inflation beitrug (0,1%-Punkte; 2012: +0,6%-Punkte). Die Nahrungsmittelpreisentwicklung hatte im Verlauf von 2013 auch spürbar an Tempo verloren. Nach Wachstumsraten von über 5% Mitte 2013 lagen die Nahrungsmittelpreise zuletzt nur noch leicht über Vorjahr. Daher trugen sie 2014 bislang mit 0,2%-Punkten nur halb so viel zur Inflation bei wie im Vorjahr. Schon 2012 und 2013 dämpften die fallenden Rohstoffpreise die deutsche Inflationsrate merklich.

Kerninflation: Höchste Rate seit 2007, aber immer noch niedrig

Im Gegensatz dazu hat sich die Kerninflation (Inflation ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise) in Deutschland Anfang 2014 beschleunigt. In H1 betrug sie

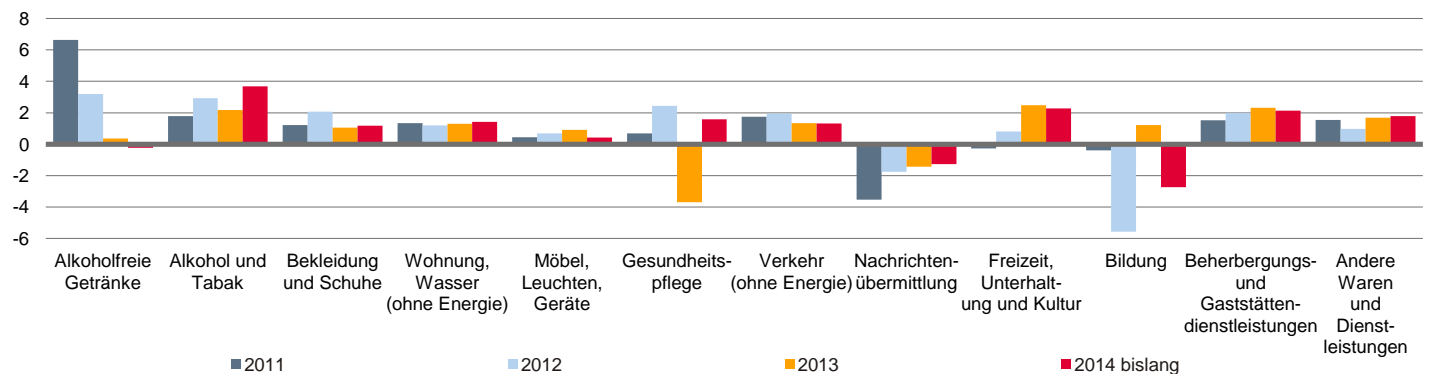


im Schnitt 1,4% (2013: 1,2%). Das ist der höchste Wert seit 2007. Nimmt man erneut die für europäische Zwecke harmonisierte Inflation zur Hand, liegt die deutsche Kerninflation seit Mitte 2013 über jener der Eurozone (Jan.-Mai 2014: 1,1% gg. 0,8%), die stark gefallen ist. Für einen rapiden Abbau der Ungleichgewichte ist der Abstand zwischen der Inflation in Deutschland und der EWU allerdings zu gering. Zudem haben Sonder- und Einmaleffekte insbesondere im April dafür gesorgt, dass die deutsche Kerninflation einen temporären Schub erhalten hat. Eine breit angelegte (lohngetriebene) Beschleunigung der Kerninflation ist derzeit nicht ersichtlich.

Anstieg der Kerninflation nicht breit basiert – Alkohol & Tabak sowie Gesundheit stechen hervor

4

Verbraucherpreise, Komponenten der Kerninflation, % gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Der wichtigste Treiber der Kerninflation in 2014 sind die Preise für Gesundheit(sdienstleistungen). Die Preise waren 2013 im Schnitt um 3,7% gefallen, da die Regierung Anfang 2013 die Praxisgebühr abgeschafft hatte. Dieser dämpfende Basiseffekt fiel Anfang 2014 wieder weg und die Preise stiegen bislang um durchschnittlich 1,6%. Dieser Effekt allein erklärt die höhere Kerninflation in H1 2014. Zudem hat die Preisentwicklung von Pauschalreisen auf Monatsbasis für eine erheblich schwankende Kerninflation gesorgt. So stiegen die Preise für diesen Urlaubstyp im April um über 10% gg. Vj., da das späte Osterfest und die jährliche Aufnahme der Preise aus den Sommerreisekatalogen für manche Zielregionen zusammenkamen. Im Mai (-3,5%) und Juni (+2,6%) folgte jedoch eine Gegenbewegung.

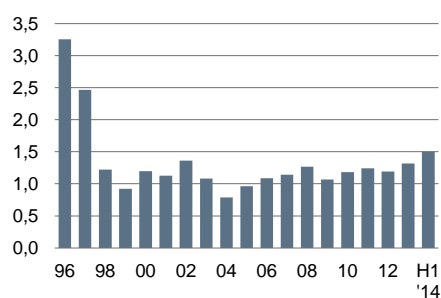
Die einzige andere Warengruppe der Kerninflation, die in H1 (Jan.-Mai) ebenfalls etwas stärker zur allgemeinen Preisentwicklung beitrug (0,1%-Punkte) als in 2013, war die Gruppe Alkohol & Tabak. Allerdings gibt es auch Abgrenzungen der Kerninflation, die diese Güter zusammen mit den Nahrungsmitteln unberücksichtigt lassen. Die Bierpreise stiegen mit zwischenzeitlich über 4% so schnell wie seit der Wiedervereinigung nicht mehr, während bei Tabak (Jan.-Mai: +4,6%) die höhere Tabaksteuer (Mitte 2013) preistreibend wirkte. Beide Gruppen haben aber nur ein geringes Gewicht im Warenkorb, und die Preisbeschleunigung dürfte temporär bleiben.

Eine vielfach geäußerte Erwartung ist, dass die in den letzten Jahren verstärkt steigenden Immobilienpreise steigende Mieten mit sich bringen und so die deutsche Inflation antreiben. Mieten (ohne Haushaltsenergie) sind mit einem Gewicht von 21% die wichtigste Einzelkomponente im deutschen Verbraucherpreisindex. Tatsächlich haben sich Mieten seit Anfang 2013 graduell beschleunigt. In H1 2014 betrug die durchschnittlichen Mietsteigerungen 1,5%. Das ist der höchste Wert seit 2007 aber immer noch recht moderat.

Kaltmieten: Anstiege zuletzt stärker

5

Kaltmieten (ohne Energie), % gg. Vj.



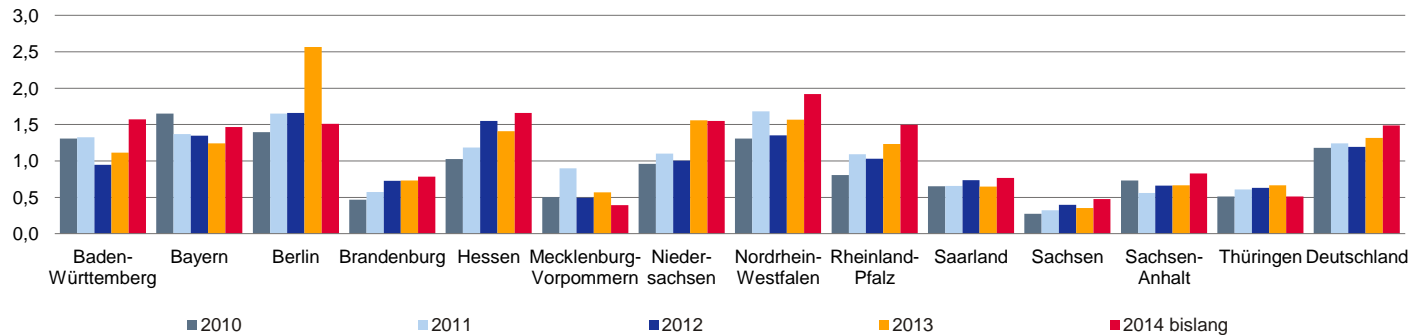
Quelle: Statistisches Bundesamt



Mietpreisentwicklung regional sehr unterschiedlich

6

Kaltmieten (ohne Energie), % gg. Vj.

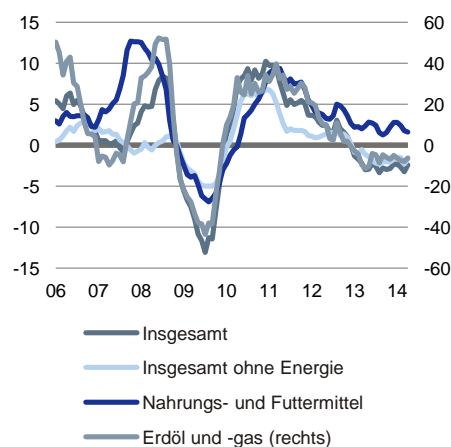


Quelle: Statistisches Bundesamt

Einfuhrpreise: Kein turn-around

7

Einfuhrpreise, % gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Der beschleunigte Mietanstieg ist zudem in einigen Bundesländern mit prosperierenden Ballungszentren konzentriert (z.B. Berlin, Baden-Württemberg und Hessen). In eher ländlich geprägten Ländern (z.B. Saarland und Sachsen) sind die Mietanstiege deutlich geringer und haben sich kaum erhöht, was auch zur regional sehr unterschiedlichen Immobilienpreisentwicklung passt. Im Schnitt stiegen die Preise in Deutschland 2013 um 4,5%; in den 125 größeren Städten waren es 6,3% und in den 7 Großstädten Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München und Stuttgart sogar 9,0%. Mieten spiegeln nicht zuletzt wegen der deutschen Mietgesetze zurückliegende Preisanstiege erst mit Verzögerung. Das heißt, es besteht durchaus Raum für einen weiteren moderaten Auftrieb bei den Mieten.

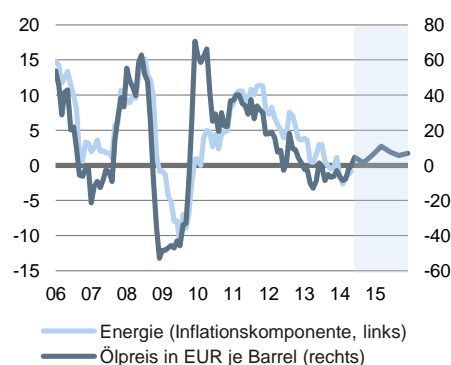
Importpreise und bislang moderate Lohnanstiege entlasteten

Zu der niedrigen Inflation haben auch die fallenden Importpreise beigetragen. Importierte Güter machen laut der Input-Output-Rechnung rd. ein Fünftel des inländischen Produktionswertes aus. Die deutschen Einfuhrpreise fielen 2013 um 2,5%. Selbst ohne Energie waren die Preise 1,6% niedriger als im Vorjahr. Rechnet man darüber hinaus noch andere Rohstoffe wie Metall/Erze heraus, ändert sich an dem Bild fallender Importpreise auch nichts, was wohl auf den starken Euro und die nach wie vor hohe Unterauslastung der Weltwirtschaft zurückzuführen ist. Auch im bisherigen Jahresverlauf 2014 setzte sich diese Entwicklung fort.

Energiepreise: Tiefpunkt wohl erreicht

8

% gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Global Insight

Trotz zum Teil deutlich über 3% liegender Lohnabschlüsse dürften die tariflichen Stundenlöhne 2014 um nicht einmal 3% zulegen.¹ Dies überzeichnet die gesamtwirtschaftliche Lohndynamik zudem, da die Löhne der nicht tarifgebundenen Beschäftigten weniger stark steigen. So haben die Bruttolöhne und -gehälter je Arbeitnehmerstunde im Verlauf von 2013 spürbar an Tempo verloren (2012: +3,6%; 2013: +2,4%). In Q1 2014 ist der Lohnauftrieb laut diesem Indikator sogar fast zum Stillstand gekommen (+0,4% gg. Vj.). Dies dürfte die Entwicklung zwar unterzeichnen, macht aber deutlich, dass die deutsche Lohnentwicklung 2014 trotz der guten Arbeitsmarktsituation kaum merklichen Preisdruck erzeugen dürfte.

¹ Siehe Gräf, Bernhard und Oliver Rakau (2014). So weit, so gut. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 2. Mai 2014.

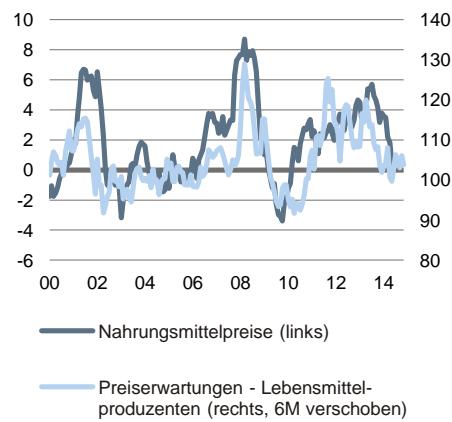


Ausblick Deutschland

Preiserwartungen der Lebensmittelproduzenten: Tiefpunkt erreicht

9

% gg. Vj. (links); 2005=100 (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Abwertender EUR dürfte Rohstoffe teurer machen

Vieles spricht dafür, dass die Inflation im Verlauf des Jahres nicht weiter fällt. Allerdings gibt es auch keine Anzeichen für einen deutlich stärkeren Preisauftrieb.

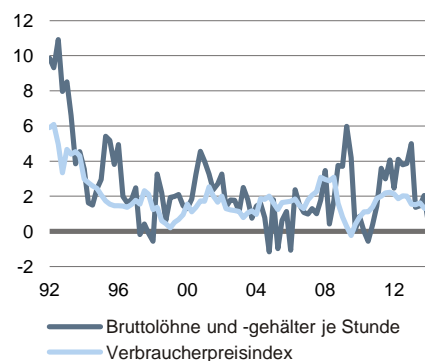
Energie dürfte in H2 2014 und 2015 wieder zur Inflation beitragen, da der Ölpreis zuletzt leicht angestiegen ist (Juni 2014: rd. USD 110 per Barrel; H1: rd. USD 108) und nicht zuletzt aufgrund der Spannungen im Irak noch etwas weiter zulegen dürfte. Zwar sollte er 2015 wieder etwas nachgeben (gut USD 105 per Barrel). Allerdings wird dies in unserer Prognose durch den abwertenden EUR mehr als ausgeglichen. Von derzeit gut 1,35 USD dürfte er bis Ende 2014 auf 1,30 und bis Ende 2015 sogar auf 1,15 abwerten.

Die Nahrungsmittelpreise sollten über die nächsten anderthalb Jahre ebenfalls wieder etwas stärker zulegen. So haben sich die Preiserwartungen der deutschen Lebensmittelproduzenten auf niedrigem Niveau stabilisiert. Zugleich haben sich die Weltmarktpreise erholt. Ende 2013 lagen sie noch über 20% unter Vorjahr. Zuletzt waren es nur noch rd. -3% gg. Vj.

Löhne bislang kein Preistreiber

10

Nominal, % gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

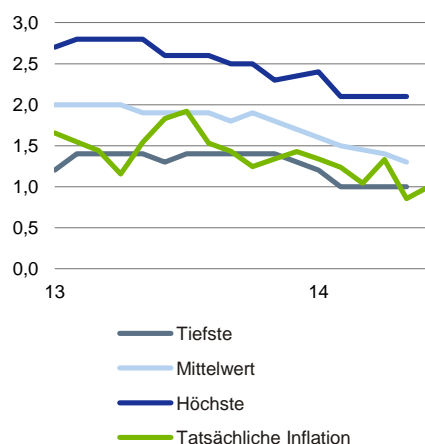
Effekte des Mindestlohns – die große Unbekannte

Die Entwicklung der Kerninflation ist weniger eindeutig bestimmbar. Zwar hat sich trotz der guten Wirtschaftslage bislang kein starker Auftrieb gezeigt. Mit dem Anfang 2015 startenden flächendeckenden Mindestlohn hat die Unsicherheit allerdings zugenommen.² Im Friseurhandwerk wurde bspw. schon Mitte 2013 ein branchenspezifischer Mindestlohn eingeführt und die Preisentwicklung beschleunigte sich merklich (Friseurdienstleistungen 2012: +1,5%; 2013: +2,6%; bislang in 2014: +3,7%). Besonders betroffen sind die Landwirtschaft, Handel und Dienstleistungen, bei denen der Personalkostenanteil vergleichsweise hoch und der Anteil der Geringverdiener überdurchschnittlich ist. Vermutlich werden die deutschen Unternehmen ihre gestiegenen Kosten nur teilweise und schrittweise an die Konsumenten weitergeben können. So könnte der Nahrungsmittelhandel auf importierte Nahrungsmittel zurückgreifen. Dies begrenzt die Preissetzungsmacht deutscher Hersteller. Somit dürften vor allem Marge (und Umsatz) der deutschen Hersteller leiden. Wir nehmen an, dass der Mindestlohn 2015 einen zusätzlichen Beitrag zur Inflation von etwa 0,2%-Punkten liefern wird.

Inflationsprognosen liegen 2014 bislang über tatsächlicher Inflation

11

Inflationsprognosen für 2014, Deutschland, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Consensus Economics

Inflation: Moderater Anstieg auf 1,6% in 2015

Die Inflationsprognosen haben sich der schwachen Entwicklung nur schrittweise angepasst. Anfang 2013 erwarteten die Prognostiker laut Consensus Economics für 2014 noch zwischen 1,2% und 2,7% Inflation bei einem Schnitt von 2%. Zuletzt lagen die Prognosen zwischen 1,0% und 2,1% und betrug im Schnitt 1,3%. Wir erwarten für 2014 sogar nur eine durchschnittliche Inflationsrate von 1,1%. Mit der weiteren Erholung der Weltwirtschaft, dem Mindestlohn und dem schwächeren EUR dürfte die Inflation dann 2015 auf 1,6% steigen. Für 2015 liegt der Consensus bei 1,9% und Prognosen liegen zwischen 1,0% und 2,5%. Unserer Prognose zufolge bliebe der Abstand zum EWU-Schnitt von 1,2% auch im nächsten Jahr moderat.

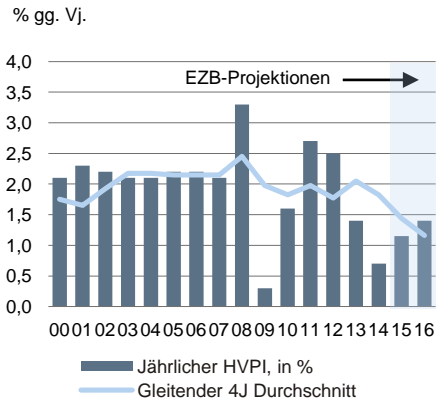
Oliver Rakau (+49 69 910-31875, oliver.rakau@db.com)

² Siehe Peters, Heiko (2014). Robuste Binnenwirtschaft durch gute Absichten gefährdet. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 4. Juni 2014.



Niedrige Inflationsraten geben EZB Anlass zur Sorge

1



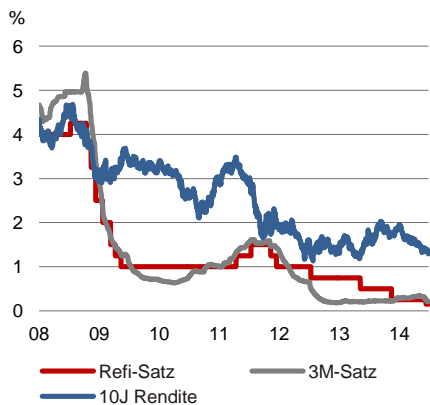
Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat, EZB

EZB-Paket markiert noch nicht das Ende der Fahnenstange

- Die EZB hat am 5. Juni ein umfangreiches Maßnahmenpaket aufgelegt. Dabei handelte sie aus Sorge über die niedrige Inflation sowie ein Absinken der langfristigen Inflationserwartungen, was sich negativ auf die Kreditvergabe und die Schuldentragfähigkeit auswirken würde.
- Allerdings dürften die TLTROs, die u.a. den Kernpunkt des Pakets darstellen und weniger gezielt sind als es ihr Namen Glauben macht, selbst bei voller Weitergabe der gesunkenen Refinanzierungskosten das Wirtschaftswachstum nur in der Peripherie mit 0,3 bis 0,4 Prozentpunkten spürbar stimulieren. Den Inflationseffekt veranschlagen wir für die gesamte Eurozone lediglich auf 0,1 Prozentpunkte in 2017.
- Daher erwarten wir, dass die EZB im ersten Halbjahr 2015 mit einem auf private Kreditforderungen abzielenden quantitativen Lockerungsprogramm nachlegen wird. Vorsichtige Zinserhöhungen sehen wir erst gegen Ende 2016.

Deutschland: Zinsentwicklung

2



Quellen: EZB, Global Insight

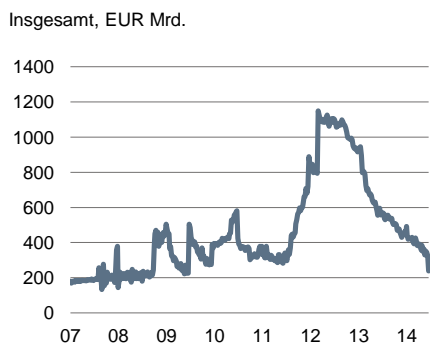
Sorge vor Absenkung der langfristigen Inflationserwartungen

Es war vor allem die Sorge, dass die derzeit niedrigen Inflationsraten in der Eurozone zu einer Absenkung der langfristigen Inflationserwartungen führen könnten, die die EZB zu dem umfangreichen Maßnahmenpaket am 5. Juni veranlasst hat. Sie hat ihren Hauptrefinanzierungssatz von 0,25% auf 0,15% gesenkt und will diese noch mindestens bis Ende 2016 als Mengentender mit Vollzuteilung abwickeln. Zudem hat sie erstmals einen negativen Einlagenzinssatz von -0,1% beschlossen, gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs, targeted longer-term refinancing operations) sowie die Vorbereitungen zu Ankäufen von durch Forderungen an den privaten nicht-finanziellen Sektor abgesicherten Vermögenswerten (ABS, Asset Backed Securities) angekündigt.

Obwohl unserer Einschätzung nach die Eurozone nur wenige Monate von dem Wendepunkt des Inflationszyklus entfernt ist, erschien der EZB das Risiko einer negativen Spirale aus fallender Inflation und Kreditvolumen zu groß. So war der Anstieg der Konsumentenpreise gegenüber dem Vorjahr im Durchschnitt der Eurozone im Mai auf nur noch 0,5% gesunken. In einigen Ländern, wie beispielsweise Griechenland und Portugal, sind die Preise im Mai sogar weiter zurückgegangen. Im Jahresdurchschnitt 2014 erwarten wir im Durchschnitt der Eurozone einen Preisanstieg von lediglich 0,7%, der sich 2015 leicht auf 1,2% beschleunigen dürfte. Als Banken-basiertes Finanzsystem setzt eine weitere konjunkturelle Erholung in der Eurozone Vertrauen in die Fähigkeit der Banken voraus, ihre Kreditbücher auszuweiten. Allerdings muss sich angesichts des massiven Deleveragings in 2013, das zum Teil ein Nebeneffekt der Überprüfung der Qualität der Bankaktiva war, der Rückgang der Kreditvergabe im laufenden Jahr lediglich abschwächen, um konsistent mit unserer Wachstumsprognose (und der des Marktes) von 1,1% für 2014 zu sein. Unsere BIP-Prognose von 1,5% für 2015 unterstellt dann aber einen Anstieg der Kreditvergabe an den privaten Sektor um rund EUR 85 Mrd. Das Maßnahmenpaket vom 5. Juni soll sicherzustellen, dass die Kreditvergabe in 2015 auch tatsächlich wieder anspringt.

Einlagen der Finanzinstitute bei der EZB

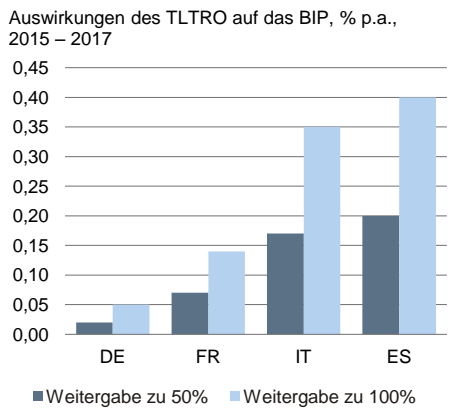
3



Quelle: EZB

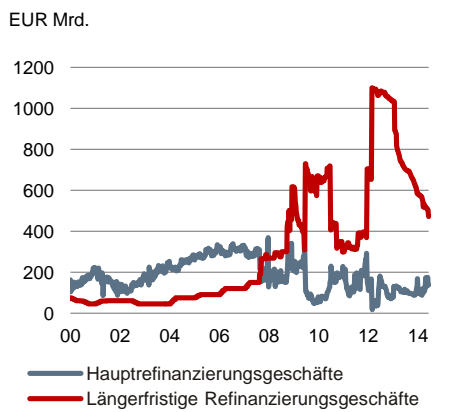


TLTRO der EZB sollte das BIP-Wachstum vor allem in der Peripherie stützen 4



Quelle: Deutsche Bank Research

EZB: Ausleihungen an Banken 5



Quelle: EZB

TLTROs Kernpunkt des Maßnahmenpakets

Das Hauptelement des Lockerungspakets der EZB sind die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, die mit der Kreditvergabe der Banken verknüpft sind. Diese verschaffen den Banken eine günstige, längerfristige Refinanzierung (bis zu 4 Jahren, mit einem festen Zinssatz von 0,25%), die für die ersten beiden Jahre ohne weitere Bedingung zur Verfügung steht. Nach zwei Jahren müssen Banken dann aber bei ihrer Nettokreditvergabe eine von der EZB wohl eher großzügig (noch zu) bemessende Mindestschwelle übertreffen. Wir hatten eine „gezielte“ Liquiditätszufuhr seitens der EZB erwartet, beispielsweise mit einem klaren Schwerpunkt auf die Kreditvergabe an kleine und mittlere Unternehmen. Dagegen zielen die TLTROs eher generell auf einen Anreiz zur Kreditvergabe. Die Mittel können auch zur Finanzierung von carry-trades verwandt werden, d.h. die Verwendung der Liquidität aus den TLTROs zum Kauf von vor allem kurzfristigen Staatsanleihen, die kein Eigenkapital binden. Allerdings sind diese Strategien aufgrund der massiv zusammengelaufenen Zinsabstände bei europäischen Staatsanleihen heute lange nicht mehr so attraktiv wie bei der Einführung der dreijährigen Refinanzierungsgeschäfte vor zweieinhalb Jahren. Der daraus resultierende geringere Anreiz der Banken zu diesen carry-trades im Vergleich zu einer Kreditvergabe an den privaten Sektor dürfte der EZB sicherlich zupass kommen.

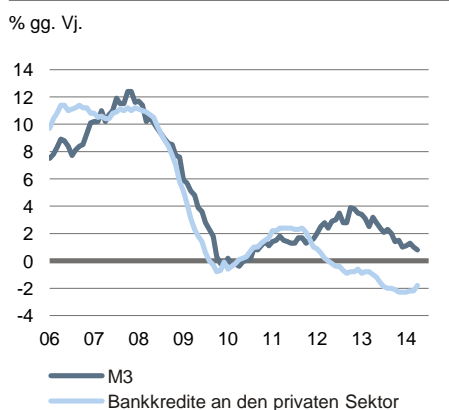
Durch die TLTROs reduzieren sich die Grenzkosten für die Refinanzierung von Banken im Vergleich zu einer marktbasierter Refinanzierung über vorrangige, nicht abgesicherte Anleihen um etwa 100 Basispunkte in den Kernländern und um etwa 200 Basispunkte in der Peripherie. Allerdings ist unsicher, inwieweit die Banken diese Maßnahme zur Ausweitung ihrer Zinsmarge nutzen werden – insbesondere in der Peripherie könnte dies der Fall sein. In diesem Falle würde sich zwar mittelfristig die Stabilität der Banken verbessern, kurzfristig jedoch die Übertragung des geldpolitischen Impulses stark eingeschränkt. Aber auch bei einer vollen Weitergabe dürfte der Rückgang der Kreditkosten aufgrund des nach wie vor herrschenden Drucks der Unternehmen und Haushalte zur Rückführung ihrer Verschuldung einen nur unterdurchschnittlichen Effekt auf die Kreditnachfrage haben.

Weitere quantitative Lockerungen wohl im 1. Halbjahr 2015

Wir schätzen, dass auch bei einer vollen Weitergabe des Zinsvorteils die TLTROs das Wachstum in Deutschland und Frankreich bestenfalls um 0,1 Prozentpunkte pro Jahre erhöhen, in Italien und Spanien könnte der Effekt mit 0,3 bis 0,4 Prozentpunkten dagegen spürbarer ausfallen. Angesichts der begrenzten Wirkung auf das Wachstum in den beiden größten Volkswirtschaften der Eurozone dürfte der Effekt auf die Inflationsrate in der Eurozone selbst in 2017 bei mageren 0,1 Prozentpunkten liegen. Daher rechnen wir damit, dass die EZB mit einem weiteren Stimulus nachlegen wird, um sicherzustellen, dass die Inflationserwartungen auch mittelfristig verankert bleiben. Wir glauben weiterhin, dass die EZB im ersten Halbjahr 2015 ein auf den Ankauf privater Kreditforderungen (ABS) abzielendes quantitatives Lockerungsprogramm startet. Ein auf Staatsanleihen zielendes Ankaufprogramm erachten wir lediglich als ultima ratio. Wir erwarten keine weiteren konventionellen geldpolitischen Lockerungsschritte, d.h. keine weiteren Zinssenkungen, mehr. Graduelle Zinsanhebungen sehen wir nunmehr erst gegen Ende 2016, da die Inflationsrate in den folgenden zwei Jahren – dem für die geldpolitischen Maßnahmen relevanten Wirkungszeitraum – dann wieder auf knapp 2% steigen dürfte.

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)

EWU: Geldmenge & Kredit 6

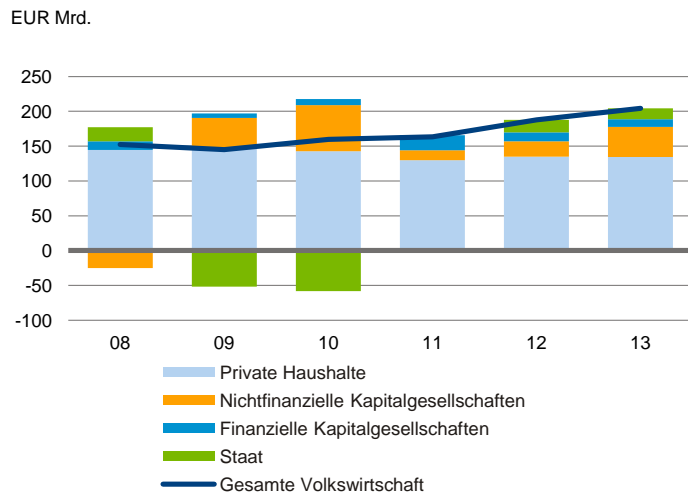


Quelle: EZB



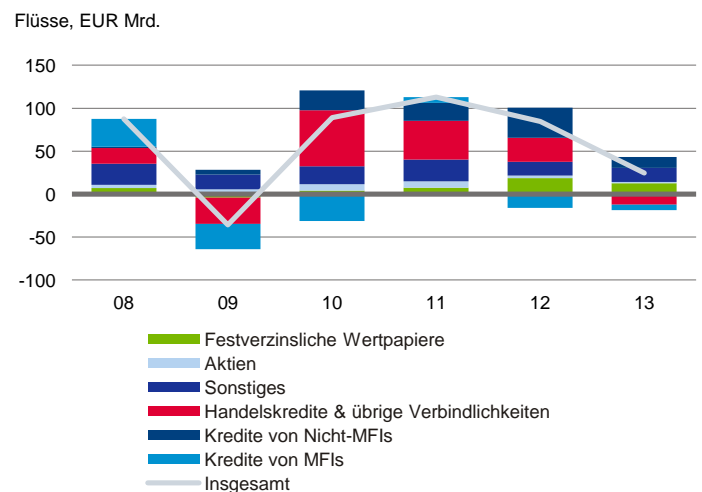
Grafik des Monats

Nettokreditvergabe der deutschen Sektoren



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Außenfinanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Starke Unternehmen: Geringer Bedarf an externen Finanzmitteln

Trotz des historisch niedrigen Zinsniveaus sind 2013 alle Sektoren der deutschen Wirtschaft Nettokreditgeber geblieben und haben diese Position zusammengekommen sogar gestärkt. Der Staatshaushalt blieb ungefähr ausgeglichen, die privaten Haushalte waren sparsam und die nicht-finanziellen Unternehmen haben ihre Nettokreditvergabe sogar erhöht.

Letzteres kann auf solide Unternehmensbilanzen, eine robuste Profitabilität und relativ niedrige Investitionsausgaben, die den Bedarf an Außenfinanzierung reduzierten, zurückgeführt werden. Von einem Anteil von bis zu 30% an der Gesamtfinanzierung ging die Fremdfinanzierung bis 2013 auf weniger als 10% zurück. Dies ist nicht zuletzt durch fallende Investitionen bedingt. Die Ausrüstungsinvestitionen fielen 2012 um 4% und 2013 um knapp 2,5%.

Die Struktur der geringen, von den Unternehmen benötigten externen Finanzmittel hat sich jedoch deutlich gewandelt. Eine wichtige strukturelle Veränderung ist die zunehmend gebräuchliche Emission von Anleihen, was zu Lasten des Anteils von Bankkrediten und Aktien ging. 2012 allein stiegen die Netto-Anleiheemissionen um 150%, während die Neuemissionen im Aktienbereich um 60% zurückgingen. Seit 2008 stieg der Anleiheanteil an der Neuaufnahme von Fremdmitteln von 8% auf 52%. Im Hinblick auf die Bestände ist das Kreditvolumen aber immer noch zehnmal so hoch wie jenes von Anleihen. Weitere Entwicklungen sind ein deutlicher aber temporärer Anstieg von Krediten von nicht-finanziellen Unternehmen (z.B. konzerninterne Finanzierung) sowie von Handelskrediten und anderen Verbindlichkeiten (einschl. Steuergutschriften), die angesichts ihres Timings auf eine starke Zyklichkeit hindeuten.

Bezüglich der deutschen privaten Haushalte tragen die demografischen Herausforderungen, denen sich das Land gegenübersteht, dazu bei, die konsistenten jährlichen Ersparnisse von ca. EUR 150 Mrd. zu erklären. Die privaten Haushalte sehen dem Rekordtiefstand der Zinsen und der krisenbedingten Unsicherheit nicht untätig zu. So ist die Sparquote zuletzt bei steigenden Einkommen zurückgegangen. Das kann als im Einklang mit dem neoklassischen Ansatz einer



intertemporalen Budgetoptimierung gesehen werden³. Außerdem haben die Haushalte eine zunehmende Präferenz für die liquidesten Formen von Einlagen, was gleichzeitig die sich abschwächende Attraktivität langfristiger Anlageklassen und eine starke Risikoaversion z.B. in Bezug auf Aktien widerspiegelt.

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

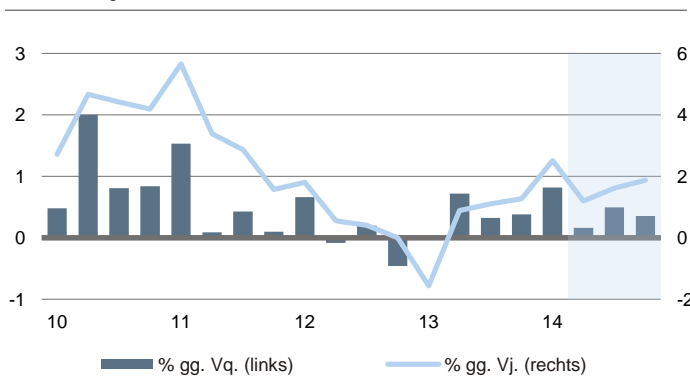
³ Gräf, B. und O. Rakau (2013). Niedrigzinsen dämpfen Sparneigung der privaten Haushalte. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 1. Oktober 2013.



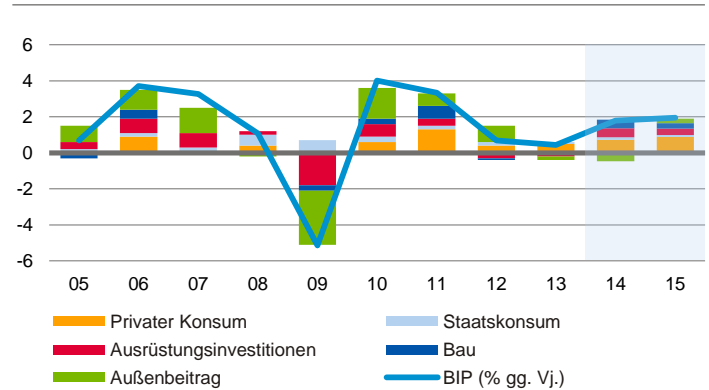
Chartbook – Gesamtwirtschaft

- Die deutsche Wirtschaft ist stark ins Jahr gestartet. Mit 0,8% gg. Vq. wuchs das BIP in Q1 2014 so stark wie seit Q1 2001 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 (+0,2% gg. Vq.), da sich die Bauinvestitionen normalisieren sollten. Dies deutete sich schon mit der stark rückläufigen Bauproduktion im März und April an. Trotz der in den letzten Monaten abwärtstendierenden Stimmungsindikatoren deutet ihr Niveau immer noch auf eine robuste (binnenwirtschaftlich getriebene) konjunkturelle Entwicklung hin. So fiel der ifo-Index im Juni vor allem aufgrund rückläufiger Erwartungen (in der exportierenden Industrie) auf den niedrigsten Wert seit 6 Monaten. Die ifo-Indizes in den binnenwirtschaftlich orientierten Sektoren (z.B. Bau) haben sich hingegen etwas erholt. Der PMI des inlandsorientierten Dienstleistungssektors fiel im Juni auf seinen immer noch hohen April-Wert zurück. Dagegen blieb der Industrie-PMI etwa auf Vormonatsniveau, 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.

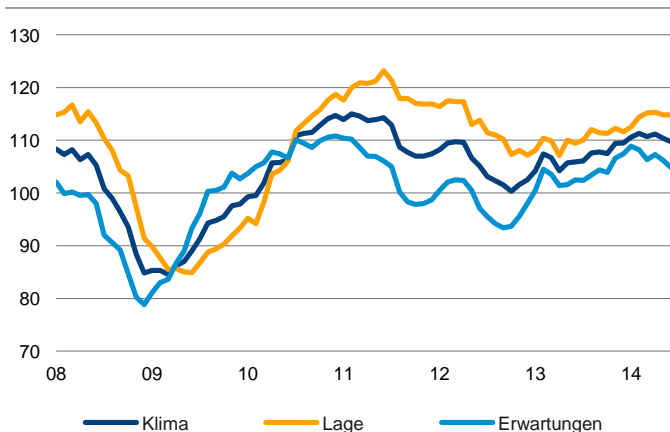
Entwicklung des realen BIP



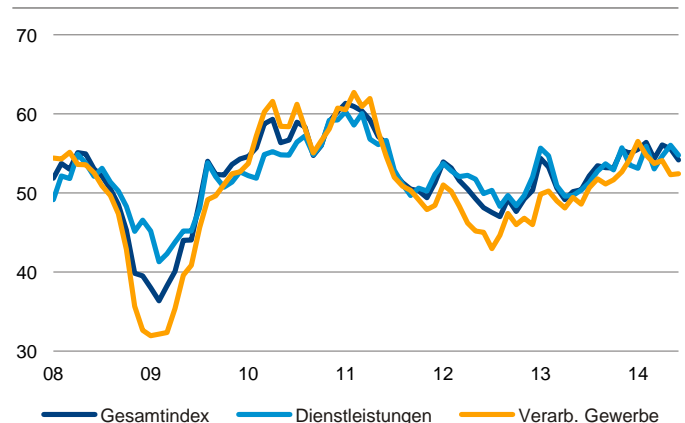
Beitrag zum realen BIP-Wachstum (%-Punkte)



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



Einschätzungen der Einkaufsmanager (PMI, Index)



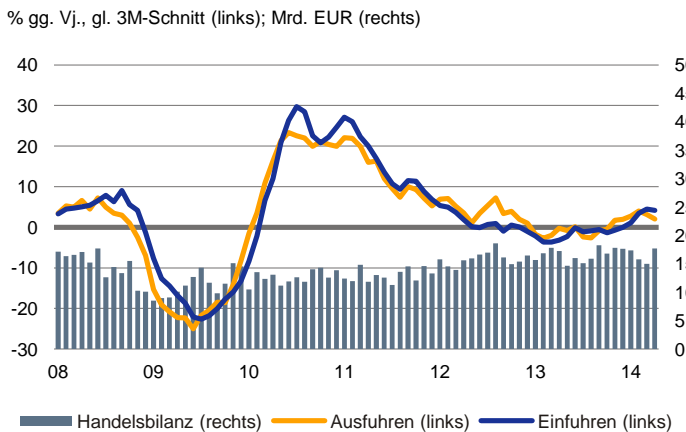
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research



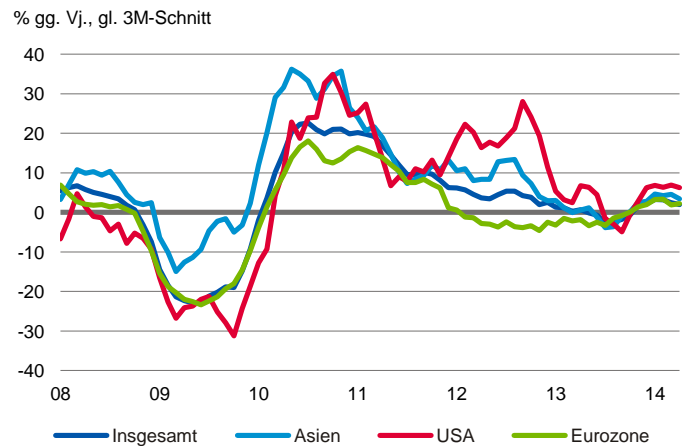
Chartbook – Außenhandel

- Der Außenhandel war 2013 schwach. Warenexporte fielen um 0,2% und Importe um gut 1%. Mitte 2013 schwenkte er auf einen moderaten Erholungskurs. Aufgrund des immer noch schwachen Welthandels (März: +1,8% gg. Vj.) hat der Export zuletzt aber wieder etwas an Schwung verloren. Im April 2014 lagen die deutschen Ausfuhren 2,0% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt). Die Verlangsamung wird allerdings durch den sehr schwachen März überzeichnet. Dank der recht dynamischen Binnennachfrage in Deutschland legten die Importe zuletzt (+4,1%) stärker zu als die Exporte. Der Handelsbilanzüberschuss stieg im April von EUR 15 Mrd. auf EUR 17,7 Mrd. Das ist der höchste Wert seit November.
- Der Dynamikverlust zeigt sich vor allem bei den deutschen Exporten in die EWU (Jan. +3% gg Vj.; April +2%, gl. 3M-Schnitt) mit ihrem Anteil von fast 40%. Die Exporte nach Asien haben sich ebenfalls abgeschwächt; das Tempo blieb aber robust (Jan. +4,6% gg. Vj.; April +3,5%). Die US-Exporte stiegen auch im April weiter kräftig (+6,3% ggü. +6,2% Jan.).
- Vor allem die Automobilexporte (April +4,5% 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, befanden sich dagegen unter Vorjahresniveau (-1,6%). Die Auslandsnachfrage im Metallgewerbe bleibt deutlich rückläufig (-6,2%).
- 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 US-Wirtschaft, die das schwache Q1 hinter sich lässt, einer graduellen Beschleunigung in China und der anhaltenden schwachen und fragilen Erholung in der EWU.

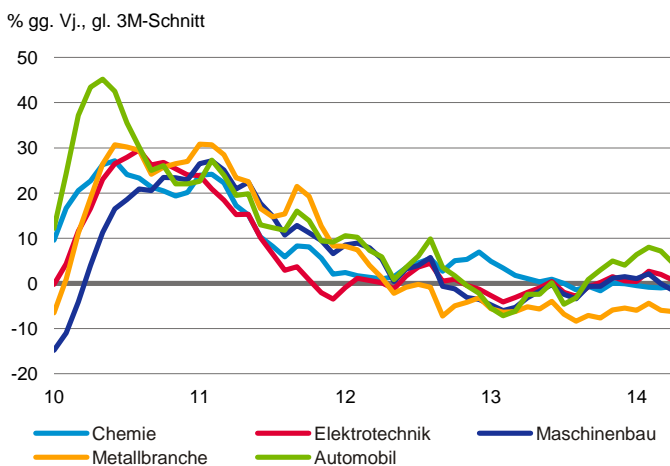
Warenhandel



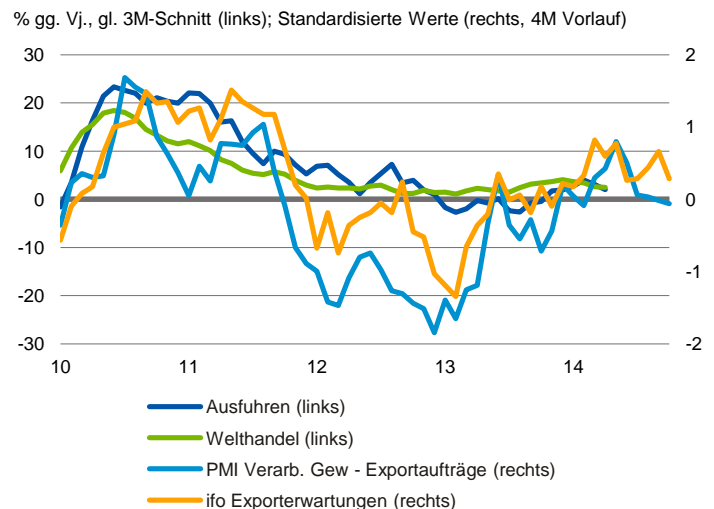
Deutsche Ausfuhren nach Regionen



Ausfuhren nach Sektoren



Ausfuhren und Frühindikatoren



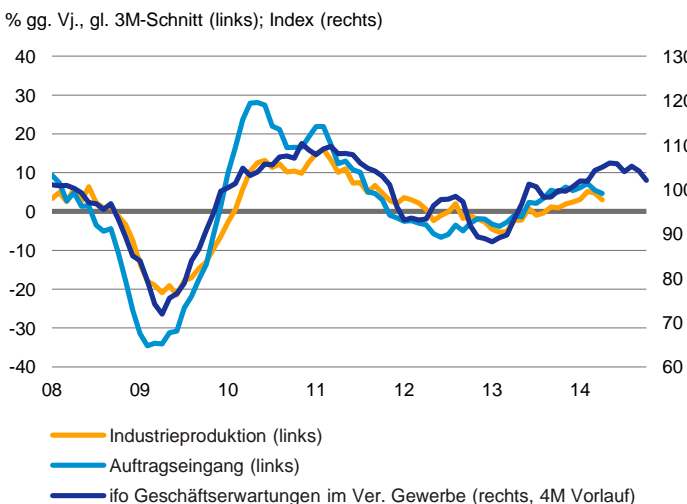
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research, CPB



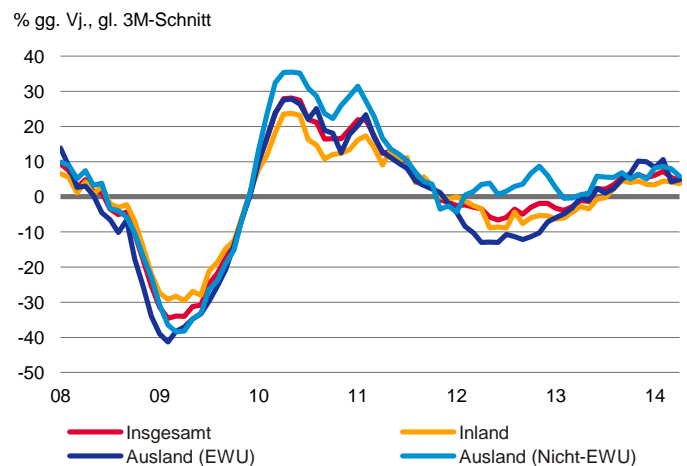
Chartbook – Industrie

- Die Industrie spiegelte im Verlauf des letzten Jahres zunehmend die konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft. Wie bei den Exporten gingen die Wachstumsraten zuletzt wieder etwas zurück. Im April lag die Industrieproduktion und der Auftragseingang aber immer noch um 3,0% bzw. 4,7% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt). Bei der Produktion dämpften zuletzt die Normalisierung im Bausektor, der in Q1 wetterbedingt sehr stark war, sowie ein Basiseffekt.
- Der ifo-Index und der PMI für das Verarbeitende Gewerbe haben sich über die letzten Monate abgeschwächt und deuten darauf hin, dass sich die Industriekonjunktur Richtung Jahresende 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 das erste Quartal schwach war. Im Ernährungsgewerbe, einer ohnehin stabilen Branche, dürfte die Produktion im laufenden Jahr in etwa stagnieren. Unter dem Strich dürfte die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe 2014 um real etwa 4% steigen (nach -0,1% im Jahr 2013).

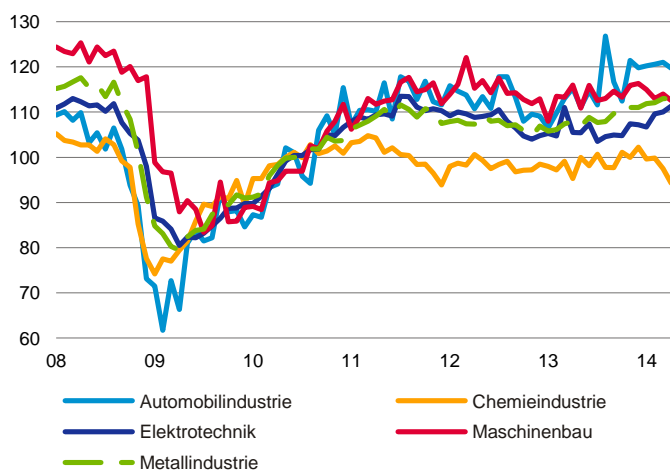
Industrieproduktion, Auftragseingang & ifo-Erwartungen



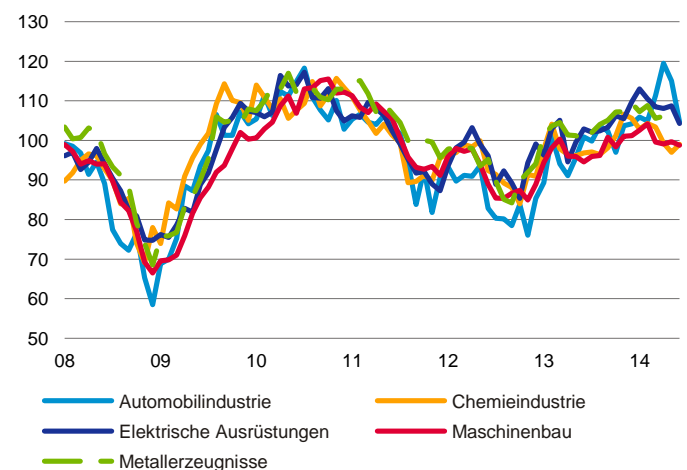
Auftragseingang nach Ursprung



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



ifo-Geschäftserwartungen der größten Industriebranchen (2005=100)



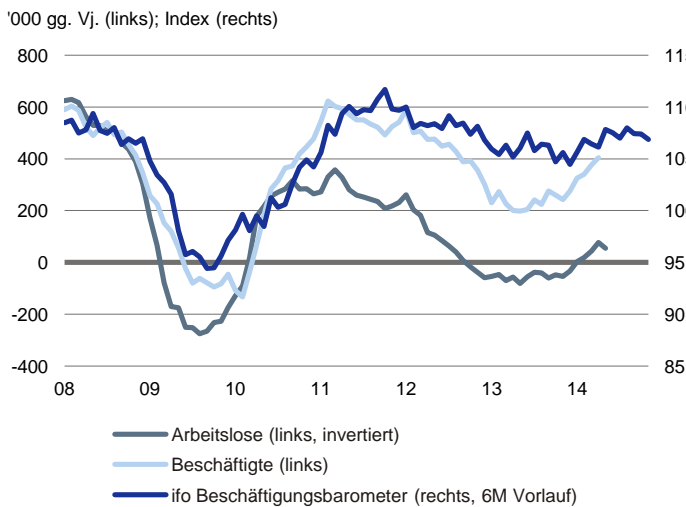
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo



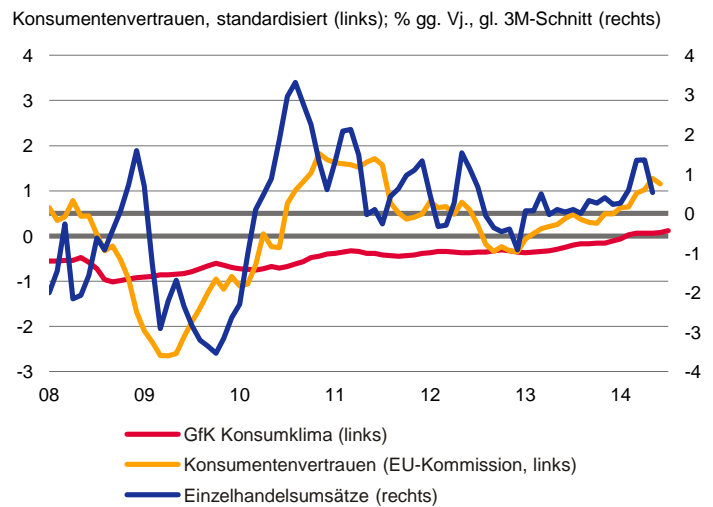
Chartbook – Inländische Nachfrage

- Die konjunkturelle Erholung seit dem Frühjahr 2013 schlug sich Ende 2013 zunehmend in Aufwärtstendenzen am Arbeitsmarkt nieder. Im Mai enttäuschte der Arbeitsmarkt durch den unerwarteten Anstieg der Arbeitslosigkeit (+24 Tsd.). Dies ging aber auf eine Gegenbewegung nach der wetterbedingt schon im März und April stattgefundenen Frühjahrsbelebung und der geringeren Entlastung durch die Arbeitsmarktpolitik zurück. Die Zahl der Arbeitslosen fiel in den letzten drei Monaten um im Schnitt 4 Tsd. gg. Vm. und lag weiter merklich unter Vorjahr. Der Beschäftigungsaufbau nahm ebenfalls zu (3M-Schnitt: +40 Tsd. gg. Vm.; +0,9% gg. Vj.). Hauptsächlich durch Zuwanderung legt die Beschäftigung stärker zu als die Arbeitslosigkeit fällt. Frühindikatoren deuten für die nächsten Monate eine positive Entwicklung an. Die Arbeitslosenquote sollte 2014 auf 6,6% sinken (2013: 6,9%).
- Die Einzelhandelsumsätze lagen im Mai um 1,5% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt) und folgen einem moderaten, aber volatilen Aufwärtskurs. Die Rekordstände beim GfK-Konsumklima (Höchststand seit Dezember 2006) und Konsumentenvertrauen (seit Mitte 2011) 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 weitere Belebung im weiteren Jahresverlauf erwarten. Dennoch dürften die Ausrüstungsinvestitionen um 7% (2013: -2,4%) zulegen.
- 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%).

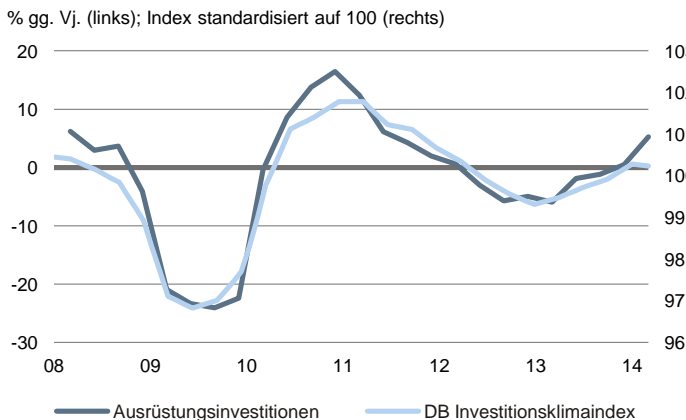
Arbeitslosigkeit, Beschäftigung und ifo Beschäftigungsbarometer



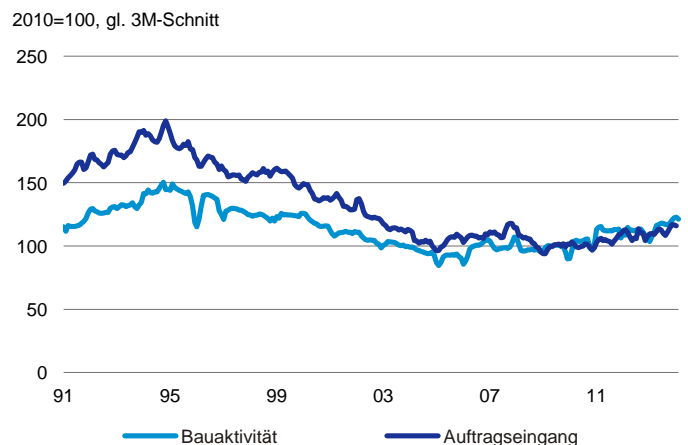
Einzelhandelsumsätze und Konsumentenvertrauen



Ausrüstungsinvestitionen und DB Investitionsklimaindex



Bauhauptgewerbe: Bauaktivität und Auftragseingang



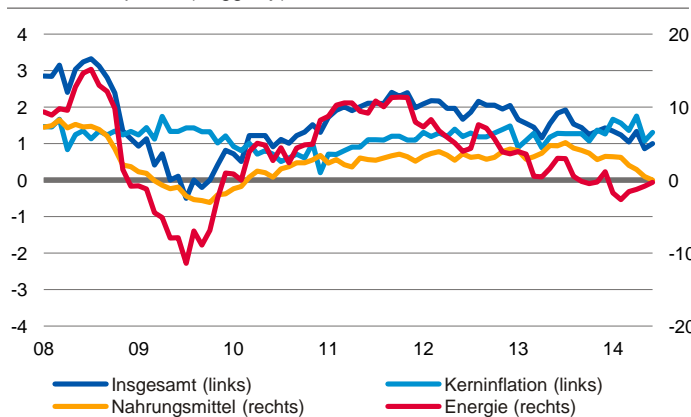
Quellen: Statistisches Bundesamt, GfK, EU-Kommission, ifo, Deutsche Bank Research



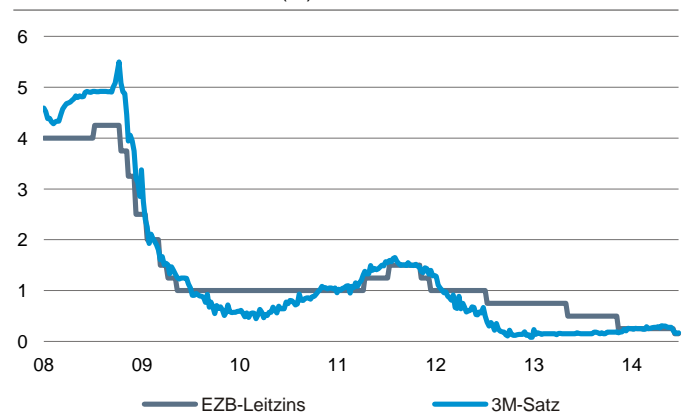
Chartbook – Finanzmärkte

- Die Inflation hat sich im Juni wieder etwas auf 1,0% gg. Vj. erhöht, nachdem sie im Mai stark gefallen war (0,9% nach 1,3% im April). Die Schwankungen der letzten Monate waren weitgehend durch das Auf und Ab bei Preisen für Pauschalreisen bestimmt, was auch für Ausschläge bei der Kerninflation sorgte. Im Juni lag sie vermutlich wieder bei 1,3%. Bei Nahrungsmitteln und Energie zeigten sich in den letzten Monaten gegenläufige Entwicklungen. Bei Energie wurde die Inflationsrate zunehmend weniger negativ (Juni: -0,3%), weil der Ölpreis etwas zulegte und der EUR nicht weiter aufwertete. Dagegen fiel die Nahrungsmittelinflation weiter (0,0%). Die Inflation dürfte 2014 1,1% betragen.
- 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 2,6%. 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 Inflationserwartungen im Euroraum haben sich weiter abgeschwächt. Das gilt für die impliziten Markterwartungen wie auch für die Erwartungen der von der EZB befragten Prognostiker, was das EZB-Maßnahmenpaket stützt.

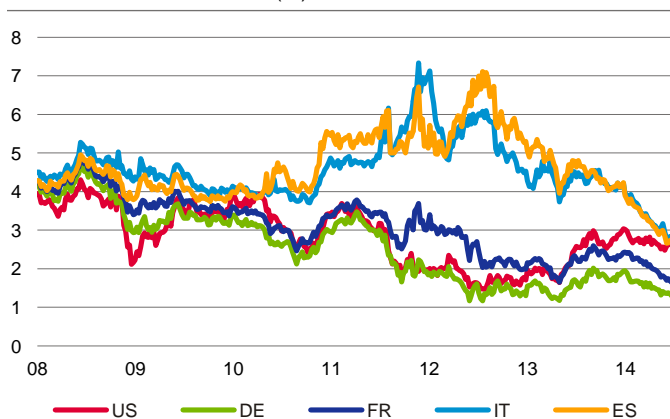
Verbraucherpreise (% gg. Vj.)



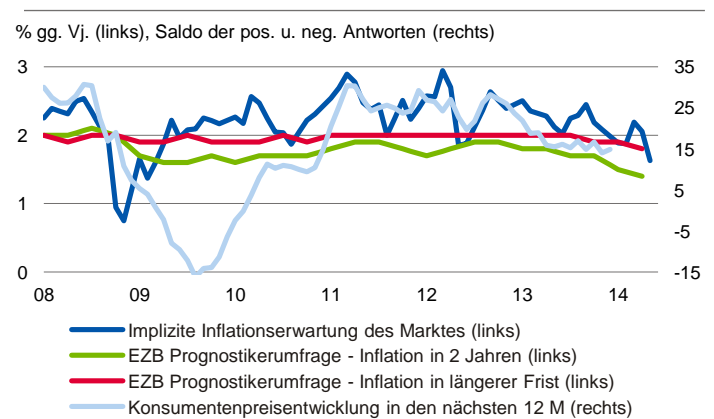
EWU: Leitzins und 3M-Satz (%)



Rendite 10J-Staatsanleihen (%)



Inflationserwartungen Eurozone



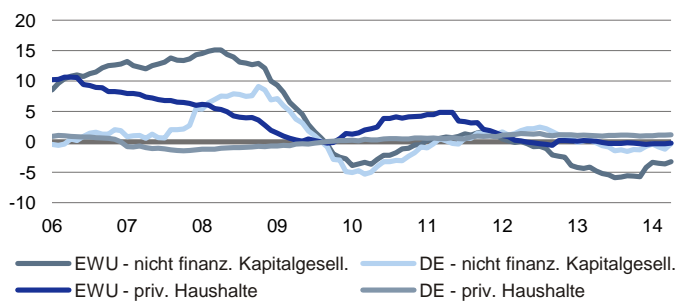
Quellen: Statistisches Bundesamt, EZB, Global Insight, Reuters



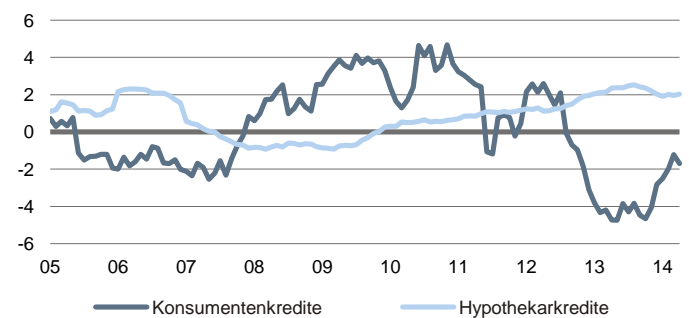
Chartbook – Kreditvergabe

- Im vergangenen Jahr blieb die Kreditvergabe an Unternehmen anhaltend schwach, wobei der Rückgang in der Eurozone stärker ausgeprägt war als in Deutschland. Während die sinkende Kreditvergabe in der Eurozone besonders anhaltendem Deleveraging geschuldet ist, spiegelt diese in Deutschland eher eine verhaltene Investitionstätigkeit und Rückgriffe auf alternative Finanzierungsmöglichkeiten wider. Im ersten Quartal 2014 nahmen die Rückgänge in der Eurozone etwas ab. Dieser Trend setzte sich im April mit -3,3% fort. In Deutschland hat sich der Rückgang mit -0,3% gg. Vorjahr im April zuletzt etwas abgeschwächt (März noch -1,2%).
- Auch die Haushalte in der Eurozone bauen weiter Verbindlichkeiten ab (-0,2% gg. Vj.). Dagegen steigt die Kreditvergabe an Haushalte in Deutschland weiter leicht an (im April erneut Zuwächse von rd. 1,1%).
- Das stabile, aber insgesamt nur leichte Kreditwachstum der Haushalte in Deutschland ist durch die Entwicklungen bei Hypothekarkrediten bedingt (April erneut +2% gg. Vj.). Die Zuwächse verzeichnen ein hohes Maß an Kontinuität: Seit Jahresbeginn beträgt das Wachstum 2% und liegt damit in ähnlicher Größenordnung wie bereits 2013. Trotz des starken Rückgangs der Zinsen für Hypothekarkredite – April 2,7% – bleibt das Wachstum bei Immobilienkrediten vergleichsweise moderat, was teils Portfolioumschichtungen sowie lokalen Angebotsknappheiten geschuldet sein dürfte. Das Geschäft mit Konsumentenkrediten war dagegen auch im April weiter rückläufig (-1,7% 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. Die Zinsen für Unternehmenskredite sind im April um etwa 5 Basispunkte auf 2,95% gesunken.
- Insgesamt sind die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen außergewöhnlich günstig. Im Mai erreichte die Kreditwürde neue historische Tiefstände. Lediglich 17,4% der Unternehmen aus der gewerblichen Wirtschaft schätzen die Kreditvergabe gegenwärtig als restriktiv ein. Auch die Kreditwürde für das Baugewerbe erreichte mit 22% im Mai ein Allzeittief. Dem vergleichsweise leichten Zugang zu Kreditmitteln steht das schwache Wachstum der Kreditvolumina bei Unternehmenskrediten in Deutschland entgegen.

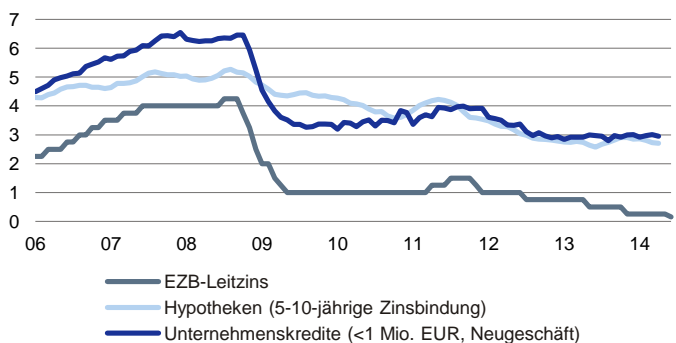
Kredite an den privaten Sektor (% gg. Vj.)



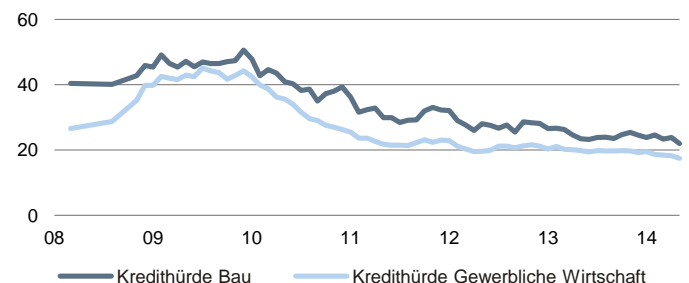
Kredite an private Haushalte (% gg. Vj.)



Zinssätze (%)



Kreditbedingungen aus Sicht der Unternehmen



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

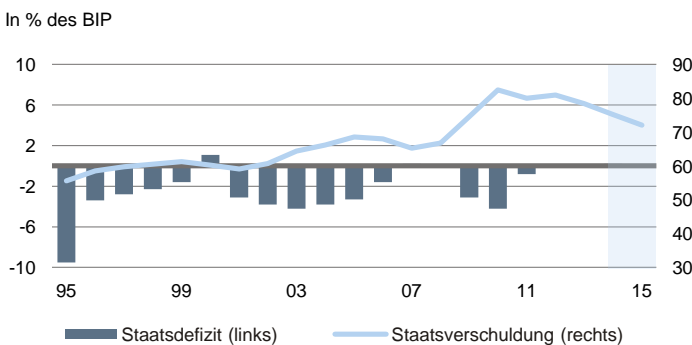
Quellen: EZB, ifo, Deutsche Bank Research



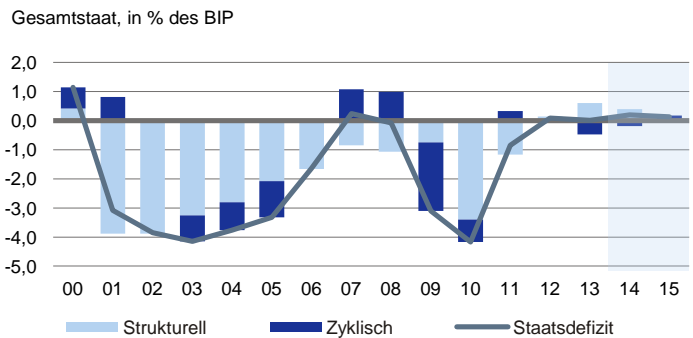
Chartbook – Staatsfinanzen

- 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 2013 auf 78,4% des BIP. 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.
- Auch in den nächsten Jahren dürfte die Staatsverschuldung kontinuierlich zurückgehen. Alleine der Portfolioabbau bei den Bad Banks wird den Schuldenstand um etwa 0,5% des BIP p.a. zurückführen, ein moderates Wachstum wird ebenfalls zum Absenken der Schuldenstandsquote beitragen.
- Die gesamten Steuereinnahmen sind im Mai im Vorjahresvergleich um fast 7% zurückgegangen. Dieser Rückgang der Gesamteinnahmen ist insbesondere der Einkommensteuer und den Verbrauchsteuern geschuldet. Das hat verschiedene Ursachen: So musste u.a. wegen eines Beschlusses des Finanzgerichts Hamburg der Bund die Kernbrennstoffsteuer vorläufig wieder an die Energiekonzerne erstatten. Sondereffekte bei der Abgeltungsteuer auf Dividenden (Dividendenzahlungstermine der DAX-Konzerne) und bei der Kfz-Steuer (Reform Steuerverwaltung) kommen hier hinzu.
- Insgesamt nehmen die Steuereinnahmen des Staates jedoch weiterhin zu. Bis Mai dieses Jahres liegen sie kumuliert immer noch 1,5 % über dem gleichen Zeitraum des Vorjahres (nach 3,4 % im April). Im 12-Monatsdurchschnitt liegt die Zunahme sogar bei noch gut 2%. Das starke Wachstum der Umsatzsteuer (Q1) hat sich verlangsamt (vor allem wegen des Rückgangs der Einfuhrumsatzsteuer). Die Lohnsteuer (als wichtigste Komponente der Einkommensteuer) wächst nach wie vor solide und liegt kumuliert bis Mai immer noch 6% über dem Vorjahr. Wir sehen die Entwicklung im Mai daher aus heutiger Sicht noch nicht als Trendwende an und erwarten über das Gesamtjahr weiterhin eine Zunahme des Steueraufkommens von gut 3%, zumal die üblicherweise sehr aufkommensstarken Monate Juni, September und Dezember noch ausstehen.

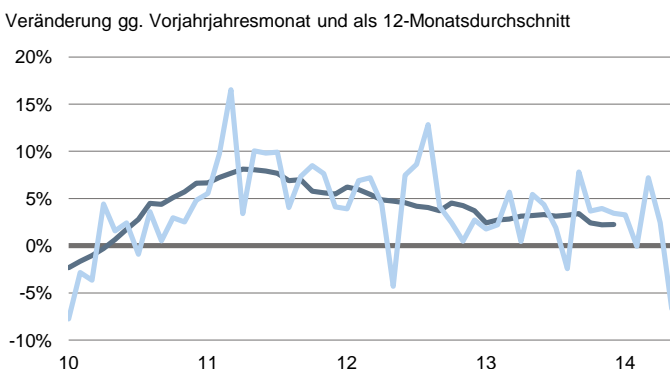
Staatsverschuldung und -defizit



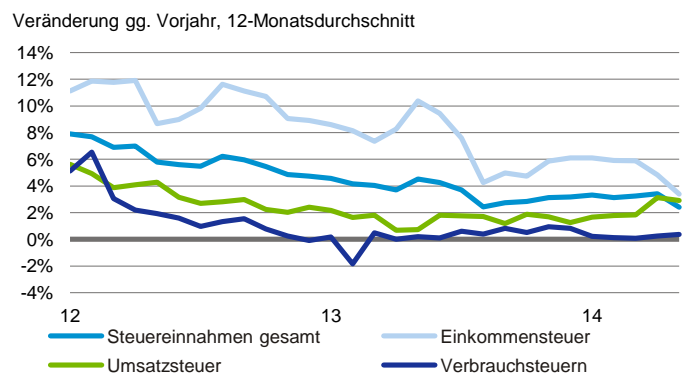
Staatsdefizit



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
1 Juli	Brüssel	Italien übernimmt EU-Präsidentschaft von Griechenland.
3. Juli	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
7./8. Juli	Eurogruppe und ECOFIN in Brüssel	Finanzielle und makroökonomische Stabilität im Euroraum; Stand des Anpassungsprogramms Griechenlands; Bankenunion; Verminderung des großen Abgabenkeils bei Arbeitseinkommen.
7. Aug.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
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.
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 (u.a. Schattenbanken) und Steuerfragen (Steuervermeidung, internationale Transparenz).

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
1. Juli 2014	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juni	6,7	6,7
4. Juli 2014	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Mai	-0,5	3,1
7. Juli 2014	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Mai	0,2	0,2
8. Juli 2014	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Mai	15,0	17,6
8. Juli 2014	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Mai	-1,7 (2,8)	2,9 (2,3)
8. Juli 2014	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Mai	1,2 (2,8)	0,2 (2,5)
24. Juli 2014	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juli	52,4	52,4
24. Juli 2014	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juli	55,0	54,8
25. Juli 2014	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juli	109,5	109,7
30. Juli 2014	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juli	0,6 (1,1)	0,3 (1,0)
29. Juli 2014	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juni	0,0 (-1,5)	0,0 (-2,1)
31. Juli 2014	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Juni	0,8	-0,6
14. Aug 2014	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q2 2014	0,2	0,8

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
Leitzinssatz, %											
Aktuell	0,125	0,10	0,15	0,50	0,00	0,75	0,20	1,50	2,50	2,30	0,05
Sep 14	0,125	0,10	0,15	0,50	0,00	0,50	0,20	1,50	2,50	2,30	0,05
Dez 14	0,125	0,10	0,15	0,75	0,00	0,50	0,20	1,50	2,50	2,30	0,05
Juni 15	0,500	0,10	0,15	1,00	0,00	0,75	0,20	1,50	2,50	2,50	0,05

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,23	0,21	0,21	0,55
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	2,52	0,56	1,21	2,64	0,73	1,70	1,64	2,50
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	1,36	101,51	0,80	1,70	1,22	9,19	7,46	8,37	4,15	308,59	27,46
Sep 14	1,33	109,00	0,82	1,62	1,26	8,70	7,46	8,35	4,08	306,00	27,00
Dez 14	1,30	112,00	0,79	1,65	1,27	8,58	7,46	8,28	4,00	305,00	27,00
Juni 15	1,22	116,00	0,76	1,61	1,27	8,35	7,46	8,00	3,95	304,00	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	Jan 2014	Feb 2014	Mrz 2014	Apr 2014	Mai 2014	Jun 2014
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	105,3	107,2	108,8	110,9	110,4	110,6	111,3	110,7	111,2	110,4	109,7
ifo Geschäftserwartungen	101,8	103,4	106,0	107,8	106,1	108,9	108,2	106,3	107,3	106,2	104,8
PMI Composite	49,9	52,9	54,5	55,4	55,3	55,5	56,4	54,3	56,1	55,6	54,2
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	100,4	102,7	104,5	106,9	106,6	106,3	107,3	107,0	107,5	106,9	105,3
PMI Verarbeitendes Gewerbe	48,7	51,2	52,9	55,0	52,9	56,5	54,8	53,7	54,1	52,3	52,4
Produktion (% gg. Vp.)	1,6	0,6	0,6	1,2		0,5	0,5	-0,6	0,2		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,0	1,5	2,3	0,1		0,1	0,9	-2,8	3,1		
Grad der Kapazitätsauslastung	82,1	83,2	83,2	83,4	84,3						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	12,2	1,4	0,0	4,3		1,9	1,6	-1,9	-3,9		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,6	-1,1	3,4	1,8		4,4	-3,6	-2,6	3,5		
ifo Bauhauptgewerbe	123,7	120,4	121,2	122,6	120,5	124,2	123,1	120,6	120,6	120,3	120,5
Dienstleistungen											
PMI Dienstleistungen	49,9	52,6	54,1	54,0	55,2	53,1	55,9	53,0	54,7	56,0	54,8
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	-4,2	-3,2	-2,8	0,3	4,3	-0,8	-0,7	2,3	3,1	5,5	4,3
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,1	-0,2	-0,4	1,8		1,9	0,6	0,6	-1,5	-0,6	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-3,7	-1,4	1,6	2,8		-2,0	4,3	5,4	-3,6	5,2	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	2,8	0,6	3,9	-1,3		-1,3	0,7	-4,5	5,5		
Exporte (% gg. Vp.)	0,3	0,3	1,6	0,3		2,3	-1,3	-1,8	2,9		
Importe (% gg. Vp.)	1,4	-0,3	0,6	2,2		3,2	0,4	-1,1	0,2		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	48,0	49,3	52,3	48,1		17,3	15,8	15,0	17,6		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,9	6,8	6,9	6,8		6,8	6,8	6,7	6,7	6,7	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	19,7	-4,7	14,3	-45,7		-26,0	-12,0	-11,0	-25,0	24,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,5	0,6	0,6	0,8		0,8	0,8	0,9	1,0		
ifo Beschäftigungsbarometer	104,9	106,3	107,2	107,5	106,8	107,0	108,0	107,4	107,4	106,9	106,1
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	1,5	1,7	1,3	1,0	0,9	1,2	1,0	0,9	1,1	0,6	1,0
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,0	1,2	1,1	1,1		1,2	1,2	0,9	1,4	0,7	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-0,1	-0,3	-0,7	-1,0		-1,1	-0,9	-0,9	-0,9	-0,8	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-7,0	-12,2	-10,4	-11,1		-11,0	-11,0	-11,3	-5,8	-5,4	
Ölpreis (USD)	102,5	110,4	109,3	108,2		108,3	108,9	107,5	107,7	109,6	
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	22,5	26,2	25,5	22,0	16,9	24,0	22,0	19,9	18,0	18,1	14,6
EC Unternehmensumfrage	-0,6	2,8	6,1	5,6	2,3	7,8	4,8	4,1	2,5	1,9	2,6
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
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							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	3,8	2,5	2,7	3,5		3,1	3,9	3,5	3,7		
Trend von M3*						3,2	3,5	3,7	3,6		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	1,3	-4,0	-3,1	-3,6		-3,8	-3,9	-3,6	-3,4		
Kredite an öffentliche Haushalte	-22,4	-17,7	-17,1	-1,5		-5,8	-5,8	-1,5	-8,4		

% 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.

- ▶ 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
- ▶ Ja mei, is denn scho o'zapft?
(Research Briefing – Konjunktur) 16. September 2013

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite 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

Schneller via E-Mail:
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