



Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

8. August 2017

Autoren

Sebastian Becker
+49 69 910-21548
sebastian-b.becker@db.com

Barbara Böttcher
+49 69 910-31787
barbara.boettcher@db.com

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

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

Marc Schattenberg
+49 69 910-31875
marc.schattenberg@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

Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis

Seite

Prognosen	2
Prognose für das deutsche BIP-Wachstum in Q2 auf 0,8% angehoben.....	3
Starker privater Konsum belebt den Einzel- handel.....	5
Deutscher Fiskalausblick: Idealzustand währt nicht ewig.....	7
EZB: Zwei Schritte vorwärts, einer zurück..	11
DB Makro-Überraschungsindex	
Deutschland	14
Exportindikator	15
Eventkalender	16
Datenkalender	16
Finanzmarktprognosen	17
Datenmonitor.....	18

Prognose für das deutsche BIP-Wachstum in Q2 auf 0,8% angehoben. Angesichts zuletzt starker Vertrauensindikatoren und monatlicher Daten haben wir unsere BIP-Prognose für Q2 von 0,6% auf 0,8% (gegenüber Vorquartal) angehoben (Q1 0,6%). Der private Verbrauch dürfte der Haupttreiber für das deutlich über Potenzial liegende Wachstum sein. Im zweiten Halbjahr sollte die zuletzt deutliche Euro-Aufwertung spürbar werden. Andererseits haben die ifo Exporterwartungen in den letzten Monaten deutlich zugelegt und lagen im Juli nur noch um einen Punkt unter ihrem Allzeithoch. Dies könnte auf die stärker als erwartet wachsende Konjunktur im Rest der Eurozone sowie auf eine Belebung der Nachfrage aus China zurückzuführen sein.

Starker privater Konsum belebt den Einzelhandel. Der reale private Konsum verzeichnete in den Jahren 2015 und 2016 jeweils ein Plus von gut 2%. Damit war er der stärkste Wachstumstreiber. Der Einzelhandel verzeichnete überdurchschnittliche Zuwächse und konnte sogar den Trend eines abnehmenden Anteils am Konsum stoppen. Eine günstige Realeinkommensentwicklung dank hoher Beschäftigungszuwächse, guten Lohnabschlüssen und dennoch niedriger Inflation stützt die privaten Konsumausgaben auch in den kommenden Quartalen.

Deutscher Fiskalausblick: Idealzustand währt nicht ewig! Die deutschen Staatsfinanzen stehen derzeit im internationalen Vergleich sehr gut da, dank starker Konjunktur und Niedrigzinsen. Nach unseren Berechnungen dürfte der deutsche Staat zwischen 2008 und 2016 fast EUR 260 Mrd. (ca. 8% des letztjährigen BIP) an Zinsen eingespart haben. Eine Normalisierung der Geldpolitik sowie eine alternde Gesellschaft dürften die öffentlichen Finanzen ab Mitte der nächsten Dekade unter erheblichen Druck setzen. Stattdessen werden - im Hinblick auf den steigenden Einfluss älterer Wählergruppen - die langfristigen Risiken für die Staatsfinanzen im aktuellen Bundestagswahlkampf weitestgehend ignoriert. In Zukunft, wenn diese bitteren Erkenntnisse Realität werden und Handlungsbedarf erfordern, wird es noch schwieriger sein, politische Mehrheiten für die dann notwendigen fiskalischen Anpassungen zu organisieren, die aufgrund der heutigen kollektiven Ignoranz noch um ein Vielfaches härter ausfallen dürften.

EZB: Zwei Schritte vorwärts, einer zurück. Draghi, ein moderater Falke, hat leicht zurückgerudert. Die Presseerklärung der letzten Ratssitzung enthielt mehrere taubenhafte Elemente; unter anderem verwendete Draghi häufig das Wort „Geduld“, das Peter Praet gern nutzt, um einer gewissen Vorsicht Ausdruck zu verleihen. Gleichzeitig hat die Straffung der Finanzmarktbedingungen nach der Rede von Sintra Draghi nicht veranlasst, „korrigierende“ Signale an die Märkte zu senden. Das kräftigere Wachstum im zweiten Quartal dürfte dazu beitragen, den steigenden Wechselkurs zu kompensieren und das Vertrauen in die beginnende Inflationsbeschleunigung zu stärken.



Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2016	2017P	2018P	2016	2017P	2018P	2016	2017P	2018P	2016	2017P	2018P
Euroland	1,7	2,2	2,0	0,2	1,6	1,5	3,5	3,1	2,9	-1,5	-1,4	-1,3
Deutschland	1,9	1,6	1,7	0,5	1,6	1,6	8,4	8,0	7,8	0,8	0,5	0,2
Frankreich	1,1	1,4	1,6	0,3	1,3	1,3	-0,9	-0,6	-0,5	-3,4	-3,1	-2,8
Italien	0,9	1,0	1,0	-0,1	1,4	1,3	2,6	2,7	2,3	-2,4	-2,3	-2,3
Spanien	3,2	2,7	2,1	-0,3	2,0	1,8	1,9	1,9	1,8	-4,5	-3,3	-2,8
Niederlande	2,2	2,1	1,5	0,1	1,1	1,4	8,5	10,2	10,2	0,4	0,6	0,0
Belgien	1,2	1,6	1,6	1,8	2,3	1,9	-0,4	1,0	1,0	-2,6	-2,1	-2,1
Österreich	1,6	1,8	1,6	1,0	1,9	1,6	1,7	2,8	3,1	-1,6	-0,9	-0,8
Finnland	1,9	1,2	1,5	0,4	1,0	1,4	-1,1	-1,0	-0,7	-1,9	-2,1	-1,6
Griechenland	0,0	0,9	2,0	0,0	1,1	1,0	-0,6	1,0	1,0	0,7	-1,3	0,6
Portugal	1,4	2,5	1,4	0,6	1,2	1,5	1,0	0,7	0,7	-2,0	-1,8	-1,7
Irland	5,1	4,0	3,2	-0,2	0,2	1,3	3,3	10,0	8,0	-0,6	-0,7	-0,5
Großbritannien	1,8	1,6	1,2	0,6	2,7	2,8	-4,4	-4,0	-4,0	-2,9	-2,9	-2,5
Dänemark	1,7	1,7	1,8	0,3	1,1	1,4	6,5	6,5	6,5	-2,1	-2,5	-1,9
Norwegen	0,7	1,6	1,8	3,6	2,7	2,5	4,4	6,2	7,0	3,7	3,9	4,2
Schweden	3,0	3,0	2,4	1,0	1,5	1,5	4,7	4,9	5,1	2,0	0,0	0,3
Schweiz	1,3	1,5	1,7	-0,3	0,5	0,7	9,5	9,3	9,0	-0,1	-0,1	-0,1
Tschech. Rep.	2,3	2,8	2,1	0,7	2,5	2,1	1,1	1,1	1,0	0,6	-0,6	-0,6
Ungarn	2,0	3,8	3,5	0,4	2,3	2,5	5,5	3,0	2,3	-1,9	-2,3	-2,4
Polen	2,7	3,4	3,2	-0,6	1,8	2,0	-0,3	-1,1	-1,2	-2,5	-2,9	-3,0
USA	1,5	2,1	2,4	1,3	2,0	1,9	-2,6	-2,9	-3,2	-3,1	-3,6	-2,8
Japan	1,0	1,2	0,7	-0,1	0,4	0,5	3,7	3,9	4,0	-3,5	-3,4	-3,0
China	6,7	6,7	6,3	2,0	1,7	2,7	1,8	1,3	1,1	-3,8	-4,0	-4,0
Welt	3,1	3,6	3,7	4,3	5,2	4,3						

*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.

	2014	2015	2016	2017P	2018P	2017				2018			
						Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	1,6	1,7	1,9	1,6	1,7	0,6	0,8	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3
Privater Konsum	0,9	2,0	2,1	1,2	1,5	0,3	0,6	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Staatsausgaben	1,2	2,8	4,0	1,2	1,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	3,4	1,7	2,2	2,1	3,0	1,7	0,7	0,9	1,0	0,7	0,7	0,7	0,6
Ausrüstungen	5,5	3,7	1,1	1,1	3,5	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	0,8	0,8	0,5
Bau	1,9	0,3	2,8	3,1	3,3	2,3	0,5	1,0	1,2	0,7	0,7	0,7	0,7
Lager, %-Punkte	-0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exporte	4,1	5,2	2,7	3,7	3,9	1,3	1,1	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Importe	4,0	5,5	3,8	4,0	4,5	0,4	1,1	1,2	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2
Nettoexport, %-Punkte	0,4	0,3	-0,4	0,1	0,0	0,5	0,1	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Konsumentenpreise*	0,9	0,2	0,5	1,6	1,6	1,9	1,7	1,6	1,3	1,3	1,6	1,9	1,8
Arbeitslosenquote, %	6,7	6,4	6,1	5,7	5,5	5,9	5,8	5,7	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4
Industrieproduktion**	1,5	1,1	1,4	1,5	1,0								
Budgetsaldo, % BIP	0,3	0,7	0,8	0,5	0,2								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	74,9	71,2	68,3	65,9	63,4								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,3	8,3	8,4	8,0	7,8								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	213	253	263	259	260								

*Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen. ** Verarbeitendes Gewerbe (NACE C)

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

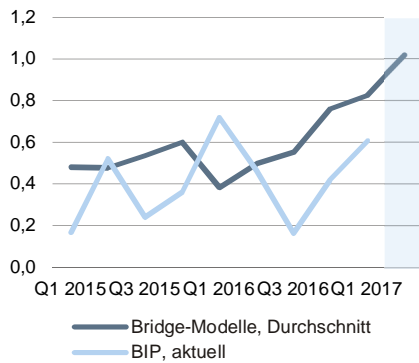


Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

Kurzfristige BIP-Modelle - überzeichnen, aber um wieviel?

1

% gg. Vq.



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

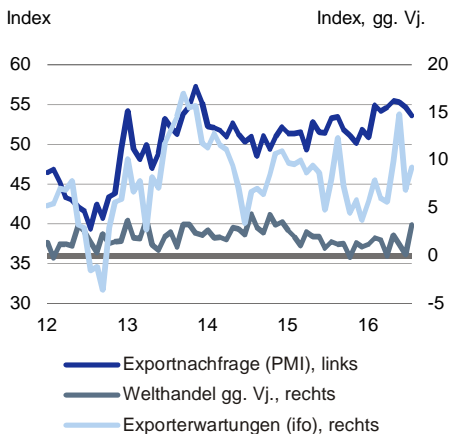
Prognose für das deutsche BIP-Wachstum in Q2 auf 0,8% angehoben

- Angesichts zuletzt starker Vertrauensindikatoren und monatlicher Daten haben wir unsere BIP-Prognose für Q2 von 0,6% auf 0,8% (gegenüber Vorquartal) angehoben (Q1 0,6%).
- Der private Verbrauch dürfte der Haupttreiber für das deutlich über Potenzial liegende Wachstum sein.
- Im zweiten Halbjahr sollte die zuletzt deutliche Euro-Aufwertung spürbar werden. Andererseits haben die ifo Exporterwartungen in den letzten Monaten deutlich zugelegt und lagen im Juli nur noch um einen Punkt unter ihrem Allzeithoch. Dies könnte auf die stärker als erwartet wachsende Konjunktur im Rest der Eurozone sowie auf eine Belebung der Nachfrage aus China zurückzuführen sein.

Wir hatten zwar eine gewisse Normalisierung nach dem sehr starken Q1 BIP-Wachstum von 0,6% (gegen Vorquartal) erwartet, allerdings deuten sowohl die harten als auch die weichen Konjunkturindikatoren (Umfragen) auf eine weitere Beschleunigung im zweiten Quartal hin. Das Statistische Bundesamt wird die erste Schätzung zum Q2 BIP am 15. August veröffentlichen. Selbst wenn man in unseren auf Umfragen (ifo, Index der Einkaufsmanager) basierenden BIP-Modellen die in den letzten Quartalen aufgetretene Überschätzung von rund ¼ Prozentpunkt korrigiert, ergibt sich im Durchschnitt ein Zuwachs um 0,8%. Modelle, die auf harten Monatsdaten basieren (Industrieproduktion, Einzelhandelsumsätze), die in den letzten beiden Quartalen nur marginale Prognoseabweichungen hatten, zeigen aktuell sogar noch leicht höhere Zuwachsraten, nicht zuletzt wegen des kräftigen Zuwachses beim Einzelhandel um 1,3% in Q2 (siehe dazu auch den Artikel „Starker privater Konsum belebt den Einzelhandel“). Aber auch die Industrieproduktion verzeichnet, trotz des unerwarteten Rückgangs um 1,1% gg. Vormonat im Juni, im Quartal immer noch einen Anstieg um 1,8%. Sowohl der ifo Index als auch das Konsumentenvertrauen (GfK), die sich im Juni und Juli weiter verbesserten und sogar ein Allzeithoch (ifo) oder einen zyklischen Spitzenwert (GfK) verzeichneten, sprechen für weiterhin kräftiges Wachstum.

Exportausblick: Gemischtes Bild

2



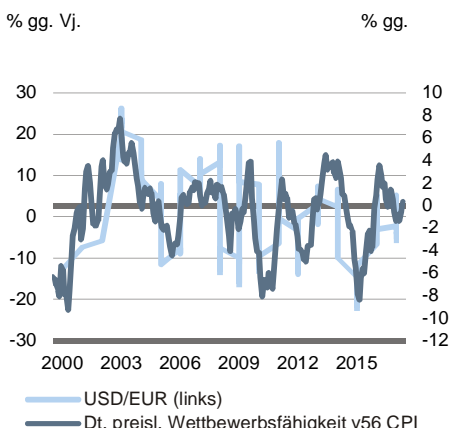
Quellen: IFO, Markit, Deutsche Bundesbank

Der private Verbrauch bleibt der Hauptwachstumstreiber

Der private Verbrauch sollte im zweiten Quartal den höchsten Beitrag zum BIP-Wachstum geliefert haben. Dagegen dürfte der Beitrag der Investitionen sich gegenüber den 0,3 Prozentpunkten des ersten Quartals leicht abgeschwächt haben, was zum Teil auch auf Wettereffekte zurückzuführen sein dürfte. Allerdings könnte sich bei den Bauinvestitionen die im Februar vorgenommene Revision des Berichtskreises auch noch positiv im Ergebnis des zweiten Quartals niederschlagen. Die sehr volatilen Ausrüstungsinvestitionen haben im ersten Quartal zumindest marginal zum Wachstum beigetragen. Wichtige Einflussfaktoren für die Ausrüstungsinvestitionen wie beispielsweise die Kapazitätsauslastung oder die Exporterwartungen haben sich im zweiten Quartal weiter verbessert. Andererseits haben die Investitionsgüterbestellungen aus dem Inland, ein meist guter, gleichlaufender Indikator für die Ausrüstungsinvestitionen, in den letzten Monaten eher enttäuscht, erst im Juni konnte dann ein kräftiger Anstieg verzeichnet werden (7,5% gg. Vormonat). Der Nettoaußenbeitrag, eine weitere volatile Komponente des BIP, dürfte sich wohl nach dem Beitrag von 0,4 Prozentpunkten in Q1 verringern, wenngleich sich im zweiten Quartal wohl noch kein Effekt der jüngsten Euro-Aufwertung niederschlagen dürfte.

Preisliche Wettbewerbsfähigkeit & USD/EUR

3



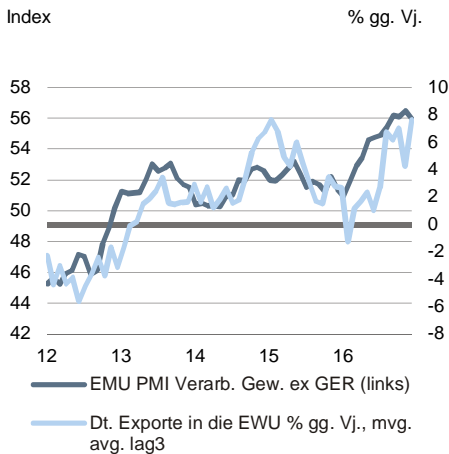
Quelle: Deutsche Bundesbank



Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

Sehr optimistische Exporterwartungen trotz jüngster Eurostärke, die sich im Verlauf von H2 auswirken dürfte

Markantes EMU Wachstum stärkt deutsche Exporte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit

Im zweiten Halbjahr könnte sich das Wachstum leicht gegenüber dem sehr kräftigen Wachstum des ersten Halbjahres verlangsamen, sollte aber immer noch deutlich über der Trendwachstumsrate liegen, die wir derzeit bei knapp unter 0,4% (gg. Vq.) veranschlagen. Ein Argument dürfte die deutliche Aufwertung des EUR sein. Gängige Elastizitäten, die sich auf den Außenwert oder Maße der preislichen Wettbewerbsfähigkeit beziehen, liegen im Bereich von 0,2 bis 0,5 für den deutschen Export über 12 Monate, was zunächst einen vergleichsweise geringen Effekt nahelegt. Zwar hat der Euro gegenüber dem USD – nicht zuletzt wegen der kräftigen Bewegung der letzten Wochen – seit Jahresbeginn um rund 12% an Wert gewonnen. Der Index der deutschen realen, preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber 56 Ländern (CPI-Basis) hat sich in H1 (neuere Daten stehen noch nicht zur Verfügung) nur um gut 1% verschlechtert, während im gleichen Zeitraum EUR/USD um rund 6% zulegte. Der Zusammenhang der EUR/USD und dem breiteren Index der Wettbewerbsfähigkeit ist sehr volatil, aber ganz grob liegt die Veränderung bei dem Index bei etwa $\frac{1}{3}$ der EUR/USD-Bewegung. Danach dürfte der Index seit Jahresbeginn nunmehr um rund 4% gestiegen sein. Bei einer Elastizität von 0,3 dürften damit die deutschen Exporte über die nächsten 12 Monate um $1\frac{1}{4}$ Prozentpunkte niedriger ausfallen.

Andererseits dürfte die aktuell stärker als erwartete Erholung im Rest der Eurozone, in die immer noch 37% der deutschen Exporte fließen, ein Gegengewicht liefern. Allerdings ist auch hier der Effekt gering, was wohl auch an den innereuropäischen Wertschöpfungsketten liegen dürfte. Eine Studie des Sachverständigenrates aus dem Jahr 2012 zeigt, dass ein Anstieg des privaten Verbrauchs im Rest der Eurozone um 1% das deutsche BIP nur um 0,14% erhöht. In den nächsten Monaten sollte aber auch die Nachfrage aus China, wo sich die Konjunktur ebenfalls besser als erwartet entwickelt, stützen. In den ersten fünf Monaten verzeichneten die nominalen Exporte nach China einen Anstieg um 16,1%, doppelt so hoch wie der Zuwachs der deutschen Exporte insgesamt (7,4%). Die dynamischere Konjunkturentwicklung in diesen wichtigen Exportmärkten spiegelt sich deutlich in den Exporterwartungen des verarbeitenden Gewerbes wieder. Diese haben in den letzten Monaten kräftig zugelegt und lagen im Juli nur noch einen Punkt unter ihrem Allzeithoch.

Insgesamt dürfte die wachstumsbedingt stärkere Nachfrage aus diesen Regionen zunächst zu einer Belebung der Auslandsaufträge führen. Diese lagen zwar im Mai/Juni um $5\frac{1}{2}\%$ über Vorjahr, allerdings zeigte sich im Verlauf der ersten fünf Monaten des Jahres noch kein eindeutiger Aufwärtstrend. Richtung Jahresende dürfte sich dann die aktuelle Aufwertung des Euro dämpfend auf den Export auswirken.

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

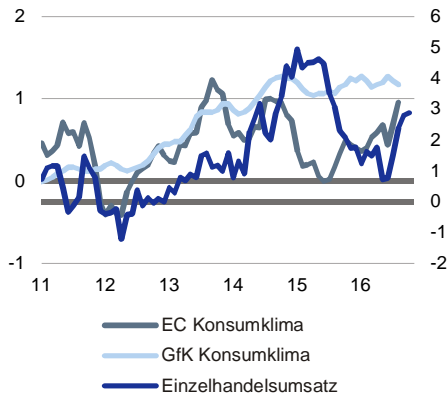


Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

Konsumklima deutet auf robuste Einzelhandelsumsätze

1

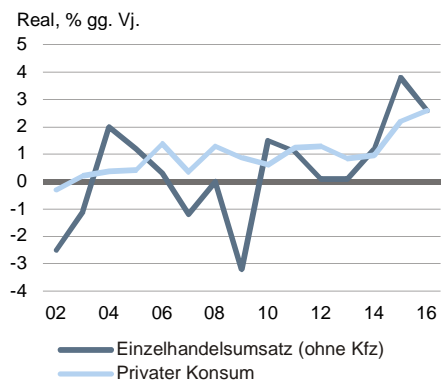
Konsumklima, normalisiert (links);
% gg. Vj., laufender 3-M Schnitt, ssb. (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Europäische Kommission, GfK, Deutsche Bank Research

Privater Konsum wächst meist stärker als Einzelhandelsumsätze (ohne Kfz)

2

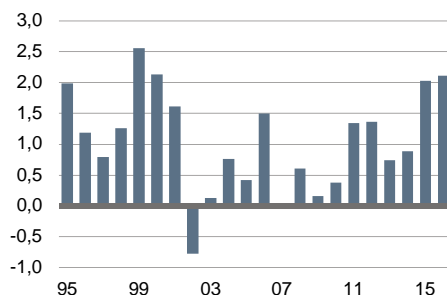


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Privater Konsum: 2015 und 2016 über 2%-Plus

4

Privater Konsum, real, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Starker privater Konsum belebt den Einzelhandel

- Der reale private Konsum verzeichnete in den Jahren 2015 und 2016 jeweils ein Plus von gut 2%. Damit war er der stärkste Wachstumstreiber.
- Der Einzelhandel verzeichnete überdurchschnittliche Zuwächse und konnte sogar den Trend eines abnehmenden Anteils am Konsum stoppen.
- Eine günstige Realeinkommensentwicklung dank hoher Beschäftigungszuwächse, guten Lohnabschlüssen und dennoch niedriger Inflation stützt die privaten Konsumausgaben auch in den kommenden Quartalen.

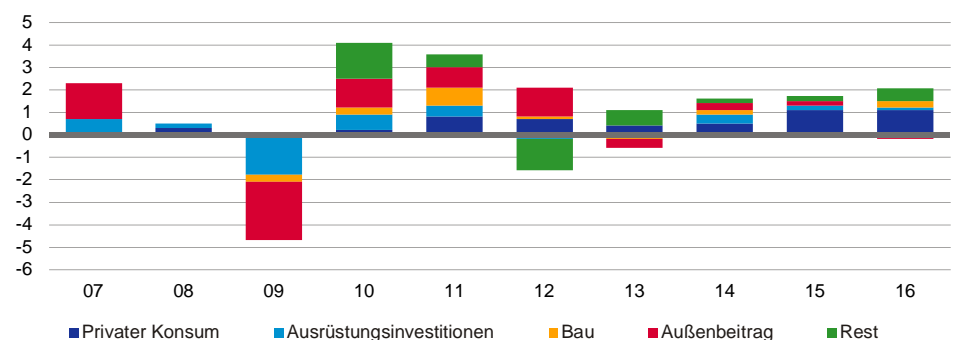
Der starke private Konsum belebt den Einzelhandel

Der reale Umsatz des deutschen Einzelhandels (ohne Kraftfahrzeuge) belebte sich im ersten Halbjahr 2017 weiter. Der preisbereinigte Umsatz stieg um 1,7% im Vergleich zum Vorjahreszeitraum. Damit setzt sich die günstige Entwicklung der letzten Jahre fort. So lagen die Jahresdurchschnitte der Veränderung der realen Einzelhandelsumsätze (ohne Kfz) in den Jahren 2014, 2015 und 2016 bei 1,2%, 3,8% sowie 2,6% gegenüber dem jeweiligen Vorjahr. Diese Zuwachsraten lagen über denen des realen privaten Konsums im Vergleichszeitraum. Dies ist bemerkenswert, denn es zeigt, wie sich die gute konjunkturelle Lage insbesondere in der Nachfrage nach Einzelhandelsgütern widerspiegelt. Die gegenwärtige Angleichung der realen Wachstumsrate an die des privaten Konsums deutet darauf hin, dass möglicherweise Sättigungseffekte zum Tragen kommen. Gleichzeitig deuten sowohl der GfK-Konsumklimaindex wie auch der Konsumklimaindex der Europäischen Kommission auf eine weiterhin gute Konsumstimmung.

Auf privaten Konsum entfiel mehr als die Hälfte des BIP-Wachstums 2016

3

Wachstumsbeitrag, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

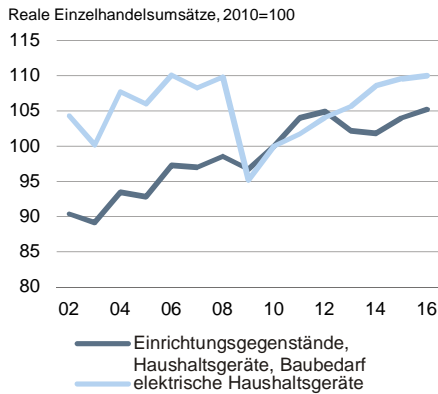
Die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze spiegelt die sehr gute konjunkturelle Verfassung der deutschen Volkswirtschaft wider. Eine nähere Betrachtung der Wachstumsbeiträge einzelner Komponenten zeigt den gegenwärtig starken Anteil des privaten Konsums. Er profitiert vom positiven Effekt der niedrigen Inflation auf die Realeinkommen. Zudem sind die Beschäftigungszuwächse hoch und es werden aus Arbeitnehmersicht gute Lohnabschlüsse erreicht. Daher verwundert es nicht, dass der private Konsum in den Jahren 2015 und 2016 jeweils ein reales Plus von gut 2% verzeichnete. Damit lag der jährliche Wachstumsbeitrag zum realen BIP bei 1,1 Prozentpunkten, bei Wachstumsraten des realen BIP von 1,7% bzw. 1,9%. Insbesondere die robuste Baukonjunktur treibt dabei



Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

Ausgewählte Einzelhandelsumsätze im Haus- und Wohnbereich, Deutschland

5



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

die Umsatzentwicklung im Einzelhandel. Neubauten und Renovierungen – die zum Teil in Eigenregie gemacht werden und damit den Baumärkten zugutekommen – ziehen häufig Anschaffungen entsprechender Ausstattungsgegenstände, wie Möbel, Haushaltsgeräte oder moderne IT, für diese Wohnungen nach sich.

So stieg im ersten Halbjahr 2017 der preisbereinigte Umsatz im Bereich Einrichtungsgegenstände, Haushaltsgeräte und Baubedarf um 4,6%.

Neben dem „klassischen“ Einzelhandel in Warenhäusern und Supermärkten entwickelte sich auch der Internet- und Versandhandel im ersten Halbjahr 2017 positiv. Der preisbereinigte Umsatz nahm hier um 6,6% zu.

Auch die Ausgaben in der Folge der zurückliegenden Zuwanderungswelle schlugen sich in verschiedenen Bereichen des Einzelhandels positiv nieder. Das betrifft sowohl Ausgaben für Nahrungsmittel, für Bekleidung, bis hin zur Ausstattung von Wohnungen.

Der starke Arbeitsmarkt stützt die Einkommen und den Konsum

Die Konsumklimaindikatoren (Abb. 1) zeigen aktuell ein positives Stimmungsbild mit weiterhin soliden Aussichten. Dabei liegt das GfK-Konsumklima bereits seit den vergangenen vier Jahren auf einem hohen Niveau. Der Konsumindikator der EU-Kommission verzeichnete hingegen, insbesondere in den letzten drei Jahren, eine starke Aufwärtsbewegung. Im Zusammenhang mit der Entwicklung des privaten Konsums ist der längerfristige quantitative Erklärungsgehalt der beiden Indizes allerdings dennoch differenziert zu betrachten.

Unseren derzeitigen Prognosen folgend erwarten wir, dass der private Konsum 2017 und 2018 real 1,2% bzw. 1,5% zulegen wird. Es gibt aber eine Reihe von Gründen, die ein stärkeres Wachstum möglich erscheinen lassen. Der Beschäftigungsaufbau setzt sich weiterhin dynamisch fort. Die für Arbeitnehmer günstige Arbeitsmarktsituation, insbesondere mit Blick auf die anstehenden Lohnverhandlungen in 2018, sollte die Einkommenssituation der privaten Haushalte weiter stützen. Der feste Euro sollte zusammen mit anhaltend niedrigen Ölpreisen den inflationsbedingten Verlust an Kaufkraft begrenzen. Somit stehen die Chancen gut, dass sich die positiven Signale der Konsumindikatoren in einer guten Entwicklung der Einzelhandelsumsätze realisieren. Es ist aber auch zu berücksichtigen, dass das Konsumentenverhalten von kurzfristigen, nicht zwingend direkt ökonomischen Ereignissen beeinflusst werden kann.

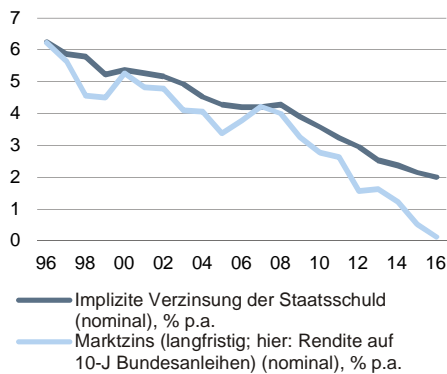
Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)



Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

Der deutsche Fiskus kann sich derzeit über "Minizinsen" freuen

1



Die implizite Verzinsung der Staatsschulden ergibt sich rechnerisch aus dem Verhältnis zwischen den staatlichen Zinsausgaben eines Jahres und den Bruttostaatsschulden am Ende des Vorjahres.

Quellen: Eurostat, AMECO, Bloomberg, Deutsche Bank Research

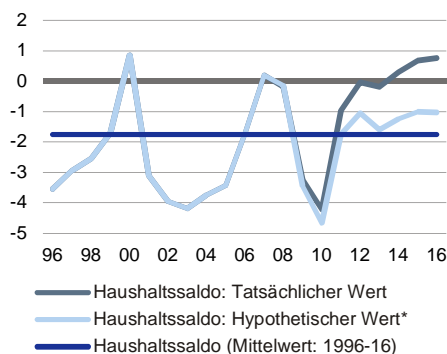
Deutscher Fiskalausblick: Idealzustand währt nicht ewig!

- Die deutschen Staatsfinanzen stehen derzeit im internationalen Vergleich sehr gut da, dank starker Konjunktur und Niedrigzinsen. Während bedeutende Industrieländer (wie die USA oder Japan) noch immer mit hohen Haushaltsdefiziten und einer weiter zunehmenden öffentlichen Verschuldung kämpfen, hat Deutschland seit 2014 – als einziges G7-Land – Haushaltsüberschüsse erwirtschaftet, die bereits zu einem deutlichen Rückgang der Staatsschuldenquote geführt haben.
- Die günstige Entwicklung der deutschen Staatsfinanzen dürfte kurz- bis mittelfristig dank dynamisch wachsender Staatseinnahmen – und trotz hohem Ausgabenwachstum – andauern. In dem aktuellen Stabilitätsprogramm von 2017 plant die jetzige Bundesregierung für den Zeitraum 2017 bis 2021 durchgängig mit (gesamtstaatlichen) Haushaltsüberschüssen, sodass die Schuldenquote Ende 2020 unter die Maastricht-Grenze von 60% des BIP fallen könnte. Grundvoraussetzungen dafür sind eine anhaltend günstige Konjunktur und niedrige Zinsen.

Deutsche Haushaltsüberschüsse dank Niedrigzinsen

2

Gesamtstaatlicher Haushaltssaldo, % BIP



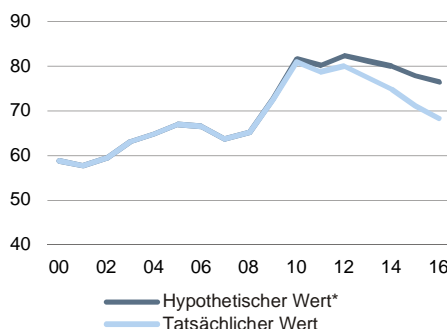
* Ermittelt auf Basis eines konstanten impliziten Zinssatzes (auf dem Niveau von 2007) für den Betrachtungszeitraum 2008-16.

Quellen: Eurostat, AMECO, Bloomberg, Deutsche Bank Research

Die deutsche Schuldenquote ist bereits spürbar gefallen, auch dank "Minizinsen"

3

Gesamtstaatliche Schulden (konsolidiert), % BIP



* Ermittelt auf Basis eines konstanten impliziten Zinssatzes (auf dem Niveau von 2007) für den Betrachtungszeitraum 2008-16.

Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

- Die Staatsfinanzen profitieren derzeit sehr stark von einer brummenden Wirtschaft, Niedrigzinsen und einer „demografischen Atempause“. Nach unseren Berechnungen dürfte der deutsche Staat zwischen 2008 und 2016 fast EUR 260 Mrd. (ca. 8% des letztjährigen BIP) an Zinsen eingespart haben. Ohne Niedrigzinsen hätte der deutsche Fiskus 2016 noch immer rote Zahlen geschrieben und die öffentliche Schuldenquote läge ein ganzes Stück höher. Die durch diese Sonderfaktoren verursachten vorübergehenden Haushaltsüberschüsse sollten daher auf keinen Fall als Rechtfertigung für permanente Ausgabenerhöhungen oder Abgabensenkungen erachtet werden.
- Eine Normalisierung der Geldpolitik (und damit graduell steigende Zinsen) sowie eine alternde Gesellschaft dürften die öffentlichen Finanzen ab Mitte der nächsten Dekade unter erheblichen Druck setzen. Die Alterung der Gesellschaft dürfte stark voranschreiten und die öffentlichen Haushalte bereits in naher Zukunft spürbar belasten. Im Hinblick auf den steigenden Einfluss älterer Wählergruppen werden diese absehbaren Entwicklungen aktuell weitestgehend ignoriert. In Zukunft, wenn diese bitteren Erkenntnisse Realität werden und Handlungsbedarf erfordern, wird es noch schwieriger sein, politische Mehrheiten für die dann notwendigen fiskalischen Anpassungen zu organisieren, die aufgrund der heutigen kollektiven Ignoranz noch um ein Vielfaches härter ausfallen dürften.
- Die langfristigen Risiken für die Staatsfinanzen werden im aktuellen Bundestagswahlkampf weitestgehend ignoriert. Vielmehr überziehen Steuer- und Ausgabensteigerungspläne die Wahlprogramme der Parteien. Zur Sicherstellung der Tragfähigkeit der deutschen Staatsfinanzen sollte die im September neu gewählte Bundesregierung nicht noch weiter an der Ausgabenschraube drehen (als von der jetzigen Regierung ohnehin schon geplant), damit Ausgaben den Einnahmen nicht davonlaufen.

Volle Kassen dank starker Konjunktur und Nullzinsen

Während bedeutende Industrieländer (wie die USA oder Japan) und große europäische Volkswirtschaften (u.a. Frankreich, Spanien) noch immer mit hohen Haushaltsdefiziten und einer weiter steigenden Staatsverschuldung kämpfen, hat Deutschland seit 2014 – als einziges G7-Land – gesamtstaatliche Haushaltsüberschüsse erwirtschaftet, die sich – auch dank eines hohen Wachstums

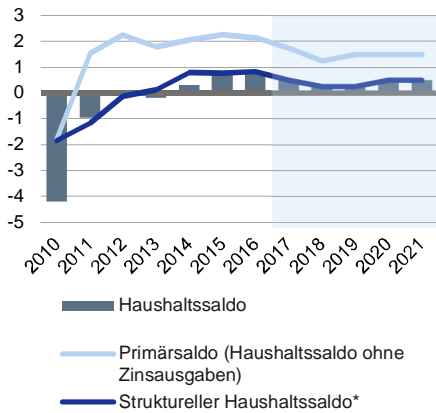


Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

Haushaltsüberschüsse seit 2014

4

% BIP (Gesamtstaat)



* Konjunkturbereinigt und exklusive Sondereffekte.

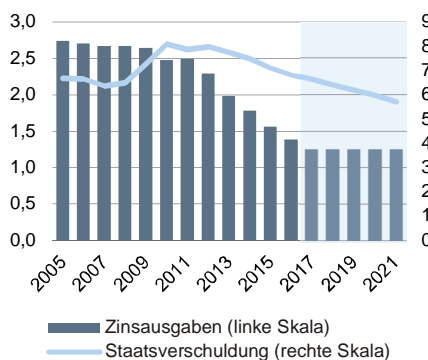
Prognosen: Deutsches Stabilitätsprogramm (2017).

Quellen: Eurostat, AMECO, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Laut Bundesregierung könnte die Schuldenquote 2020 unter 60% fallen

5

% BIP (Gesamtstaat)

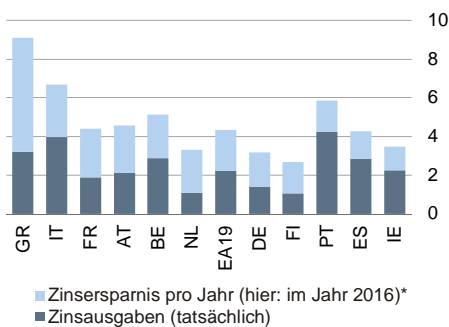


Quellen: Eurostat, AMECO, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Niedrigzinsen drücken die Zinsausgaben vieler Eurozonen-Staaten

6

% BIP (2016) (Gesamtstaat)



* Differenz zwischen den tatsächlichen und hypothetischen Zinszahlungen des Gesamtstaates. Die hypothetischen Zinszahlungen wurden auf Basis eines konstanten impliziten Zinssatzes (auf dem Niveau von 2007) für den Betrachtungszeitraum 2008-16 errechnet.

Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

– bereits in einem deutlichen Rückgang der Staatsschuldenquote niedergeschlagen haben. In der Tat stehen die deutschen Staatsfinanzen aktuell so gut da wie lange nicht mehr: Der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo (aus Bund, Ländern, Gemeinden und Sozialversicherungsträgern einschließlich Sonderhaushalten) lag 2016 laut Maastricht-Definition mit rund EUR 23,7 Mrd. (ca. 0,8% des BIP) das dritte Jahr in Folge im Plus (siehe Grafik 4). Die öffentlichen Haushalte profitierten auf der Ausgabenseite von den niedrigen (und weiterhin sinkenden) Zinsausgaben und auf der Einnahmenseite von sprudelnden Steuereinnahmen und Sozialbeiträgen. Trotz einer bereits spürbaren Ausweitung der gesamtstaatlichen Primärausgaben (Staatsausgaben vor Schuldzinsen), insbesondere im Bereich der Sozialausgaben (Stichworte: „Rente mit 63“, „Mütterrente“, etc.), dürfte die günstige Entwicklung der öffentlichen Finanzen zumindest kurz- bis mittelfristig dank brummender Konjunktur und dynamisch wachsender Staatseinnahmen andauern.

In dem aktuellen Stabilitätsprogramm von 2017 plant die jetzige Bundesregierung für den Zeitraum 2017 bis 2021 mit durchgängig positiven (gesamtstaatlichen) Haushaltssalden (siehe Grafik 4), die – bei anhaltend günstigem Konjunkturverlauf und niedrigen Zinsen – zu einer stark rückgängigen Schuldenquote bis 2021 führen könnten. Laut Bundesregierung könnte die Schuldenquote 2020 erstmals seit 2002 wieder unterhalb der Maastricht-Grenze von 60% des BIP sinken (siehe Grafik 5). Auch wenn ein solcher Rückgang der Schuldenquote nicht unrealistisch erscheint, hängt eine weiterhin günstige Entwicklung der deutschen Staatsfinanzen in hohem Maße von einer anhaltend guten Konjunktur und einem weiteren dynamischen Zuwachs bei den Staatseinnahmen (Steuern, Sozialbeiträge) ab. Insbesondere der starke Zuwachs bei den Sozialausgaben (Rente, Arbeit, Gesundheit) birgt das Risiko, dass die öffentlichen Haushalte langfristig unter großen Druck geraten könnten, spätestens dann, wenn die Konjunktur nicht mehr so rundläuft wie jetzt, die Zinsen wieder steigen und die Alterung der Gesellschaft dazu führt, dass das Wachstum der Einnahmen nicht mehr mit den Ausgabensteigerungen Schritt halten kann.

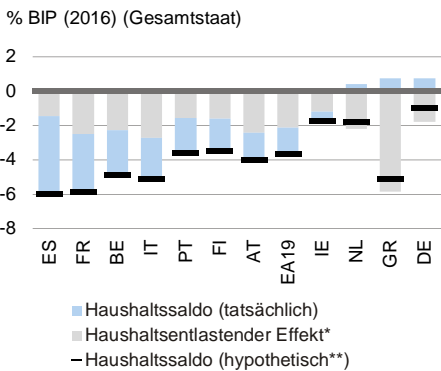
Keine Haushaltsüberschüsse (und deutlich mehr Schulden) ohne Nullzinsen

Um zu sehen, wie stark der deutsche Staat von den Negativ- bzw. Nullzinsen profitiert (bzw. bereits profitiert hat), kann man einen Blick auf den Verlauf des impliziten Zinssatzes werfen. Dieser „Durchschnittszinssatz“ – der sich rechnerisch aus den in einem Haushaltsjahr zu leistenden gesamtstaatlichen Zinsausgaben im Verhältnis zum am Ende des vorherigen Haushaltsjahres vorherrschenden Schuldenstands ergibt – ist seit Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise immer tiefer gesunken und hat sich von rund 4,2% p.a. im Jahr 2008 auf nur noch 2% p.a. 2016 mehr als halbiert (siehe Grafik 1). Aus diesem Grund ist die Zinslast des deutschen Fiskus trotz des nach Ausbruch der globalen Finanzkrise ausgelösten Schuldenanstiegs merklich gefallen (siehe Grafik 5). Während in den fünf Jahren vor Ausbruch der Finanzmarktkrise 2007 jährlich im Durchschnitt noch rund EUR 64 Mrd. an Zinszahlungen flossen (ca. 2,8% des BIP), musste der Staat 2016 nur noch EUR 43 Mrd. an Zinsen berappen (1,4% des BIP). Wären die Zinsen zwischen 2008 und 2016 nicht immer tiefer gesunken, hätte der deutsche Staat (nach unseren Berechnungen) für seinen Zinsdienst im abgelaufenen Haushaltsjahr 2016 statt lediglich 1,4% des BIP mehr als doppelt so hohe 3,2% des BIP aufwenden müssen (siehe Grafik 6). Folglich hätte der gesamtstaatliche Haushalt nicht das dritte Jahr in Folge mit einem Überschuss (von ca. 0,8% des BIP) abgeschlossen, sondern noch immer ein Defizit (von rund 1% des BIP) ausgewiesen (siehe Grafik 7). Dies verdeutlicht, dass die seit 2014 erwirtschafteten Haushaltsüberschüsse nur dank des Zinsverfalls erreicht worden sind (siehe Grafik 4 und 7). Die zwischen 2008 und



Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

Niedrigzinsen entlasten die Staatshaushalte der Eurozone in hohem Maße 7

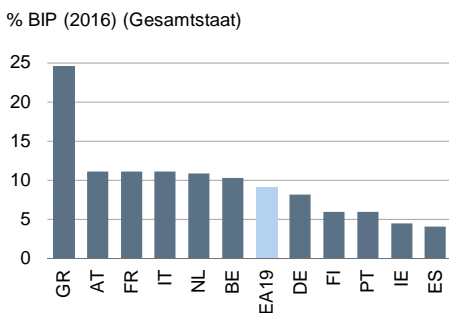


* Differenz zwischen den tatsächlichen und hypothetischen Zinszahlungen des Gesamtstaates. **Die hypothetischen Zinszahlungen wurden auf Basis eines konstanten impliziten Zinssatzes (auf dem Niveau von 2007) errechnet.

Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

2016 kumulierte Zinersparnis des deutschen Fiskus ist dabei noch ein Vielfaches größer und beläuft sich unseren Berechnungen nach auf fast EUR 260 Mrd. (8,2% der letztjährigen Wirtschaftsleistung). Mit anderen Worten: Wäre der implizite Zinssatz (auf die deutsche Staatsschuld) nicht immer weiter gefallen, hätte die deutsche Staatsverschuldungsquote Ende 2016 nicht 68,3% des BIP, sondern mehr als 75% des BIP betragen¹. Die aufgrund des Niedrigzinsumfeldes eingetretenen haushaltssaldostärkenden bzw. schuldendämpfenden Effekte sind jedoch keineswegs ein rein deutsches Phänomen. Vielmehr haben die Staatshaushalte vieler anderen Eurozonen-Staaten ebenso in sehr hohem Maße von dem Niedrigzinsniveau profitiert. So liegen z.B. die kumulierten Zinersparnisse Frankreichs mit geschätzten EUR 250 Mrd. nicht weit unterhalb des deutschen Niveaus. Relativ zur nationalen Wirtschaftsleistung fielen sie (mit rund 11% des BIP) sogar deutlich größer aus als in Deutschland. In der Tat liegt Deutschland mit einer kumulierten Zinersparnis von etwas mehr als 8% des letztjährigen BIP unterhalb des Eurozonen-Durchschnitts (von rund 9% des BIP) und deutlich unterhalb großer Schuldernationen wie Frankreich, Belgien oder Italien (siehe Grafik 8).

Kumulierte Zinersparnis* ausgewählter Staaten der Eurozone 8



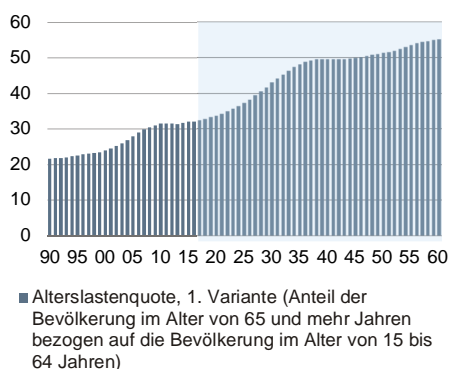
* Kumulierte Differenz zwischen den tatsächlichen und hypothetischen Zinszahlungen des Gesamtstaates. Die hypothetischen Zinszahlungen wurden auf Basis eines konstanten impliziten Zinssatzes (auf dem Niveau von 2007) errechnet.

Quellen: Eurostat, AMECO, Deutsche Bank Research

Zinswende und demografiebedingte Lasten drohen, die deutschen Staatsfinanzen ab Mitte der nächsten Dekade erheblich unter Druck zu setzen

Es ist unrealistisch anzunehmen, dass die öffentliche Finanzlage Deutschlands auf Dauer in der gegenwärtigen Idealverfassung bleibt. So dürfte der Zinsdienst bei einer einsetzenden geldpolitischen Normalisierung der EZB mittel- bis langfristig wieder Druck auf die öffentlichen Finanzen ausüben. Des Weiteren wird die Alterung der deutschen Gesellschaft stark voranschreiten und die öffentlichen Haushalte bereits in naher Zukunft spürbar belasten, einerseits über sich schwächer entwickelnde Staatseinnahmen (Steuern, Sozialbeiträge) – aufgrund eines Rückgangs der Erwerbstätigen und damit einer sinkenden Potenzialwachstumsrate – und andererseits über stark ansteigende Staatsausgaben (insbesondere in den Bereichen gesetzliche Rente, Gesundheit und soziale Pflege). Spätestens Mitte/Ende der nächsten Dekade dürften die „altersreagiblen“ Ausgaben des Staates (d.h. jene in den Bereichen Rente, Gesundheit und sozialer Pflege) im Verhältnis zum BIP deutlich ansteigen und damit erheblichen Druck auf die Staatsausgaben entfalten². Nach Einschätzung des Bundesfinanzministeriums befindet sich Deutschland derzeit noch in einer sogenannten „demografischen Atempause“, die jedoch spätestens Mitte/Ende der nächsten Dekade enden sollte, wenn zunehmend mehr Rentner die staatlichen Rentenkassen (bzw. öffentlichen Haushalte und/oder Beitragszahler) belasten und eine abnehmende Erwerbsbevölkerung auf das Wachstumspotenzial drückt. Eine Kennzahl, die dies auf den Punkt bringt, ist der Alterslastenquotient, der die Bevölkerung im Alter von 65 und mehr Jahren ins Verhältnis zur Bevölkerung im Alter von 15 bis 64 Jahren setzt. Auf Basis der aktuellen Bevölkerungsprognosen von Eurostat dürfte diese Kennzahl ab Anfang der nächsten Dekade deutlich ansteigen (siehe Grafik 9). Die Simulationsergebnisse des Bundesfinanzministeriums zur langfristigen Tragfähigkeit der Staatsfinanzen zeigen, dass die deutsche Staatsschuldenquote bei einer ungünstigen Entwicklung (bzgl. Bevölkerungs- und BIP-Wachstum, Anstieg der altersreagiblen Ausgaben etc.) – und ohne entsprechendes politisches Gegensteuern – bis Ende 2060 auf rund 220% des BIP

Die Alterslastquote dürfte ab Anfang der nächsten Dekade stark ansteigen 9



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

¹ Die Deutsche Bundesbank kommt in ihrem Monatsbericht Juli 2017 zu ähnlichen Ergebnissen, schätzt die kumulierte Zinersparnis allerdings auf etwas geringere EUR 240 Mrd. bzw. 7,7% des letztjährigen BIP.

² Eine vertiefte Analyse der Staatsfinanzen im Kontext der Alterung der Gesellschaft findet sich in Becker, Sebastian. Deutsche Staatsfinanzen: Überschüsse dank Vollbeschäftigung und Nullzins,

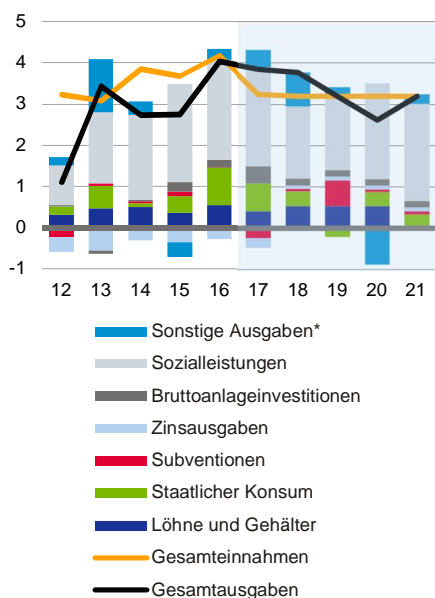


Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

Laut Stabilitätsprogramm dürften die Staatsausgaben 2017/18 deutlich stärker als die Einnahmen wachsen

10

Prozentuale Veränderung gg. Vj. und Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



*Sonstige laufende Ausgaben und sonstige Investitionsausgaben.

Die Projektionen der Einnahmen und Ausgaben entstammen dem Deutschen Stabilitätsprogramm (2017).

Quellen: Eurostat, AMECO, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

ansteigen könnte³. Trotz dieses recht alarmierenden Befundes scheinen die langfristigen Risiken für die Staatsfinanzen im aktuellen Bundestagswahlkampf keine größere Rolle zu spielen. Vielmehr hat die aktuelle volkswirtschaftliche und fiskalische Schönwetterlage allseits Steuersenkungs- und Ausgabensteigerungswünsche geweckt, die in vielfältigsten Formen Eingang in die Wahlprogramme der Parteien gefunden haben (siehe auch unsere aktuellen Publikationen zu den deutschen Staatsfinanzen⁴ und den sozialpolitischen Vorschlägen im Vorfeld der Bundestagswahl⁵).

Um die Wirtschaft und die Staatsfinanzen für die voranschreitende Alterung der Bevölkerung zu wappnen und die Notwendigkeit abrupter und scharfer fiskalischer Anpassungen in der Zukunft zu vermeiden, sollten im Hinblick auf die im September anstehende Bundestagswahl nicht immer weitere Wahlgeschenke (Steuersenkungen, Ausgabensteigerungen) versprochen werden, die dauerhaft nur schwer solide gegenfinanziert werden können. Auf Basis des aktuell gültigen Stabilitätsprogrammes der Bundesregierung dürften die gesamtstaatlichen Ausgaben bereits 2017 und 2018 laut Planung signifikant stärker wachsen als die Einnahmen (siehe Grafik 10). Dies ist unter anderem auch das Ergebnis der alternden Gesellschaft bzw. Wählerschaft. Aufgrund des zahlenmäßigen Anstiegs der älteren Bevölkerung richten die Parteien zunehmend ihre Politik an älteren Wählerschichten aus. Während dank der aktuellen volkswirtschaftlichen Schönwetterlage leicht der falsche Eindruck entstehen könnte, dass die starke Haushaltslage ewig währt (die derzeit noch stark von der demografischen Atempause begünstigt wird), wird es in Zukunft – wenn die demografische Rechnung bezahlt werden muss – immer schwieriger werden, die für die Haushaltsanpassungen notwendigen politischen Mehrheiten zu organisieren.

Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)

Erklärung zur Berechnung der kumulierten Zinersparnis: Es wurde der hypothetische Verlauf der Zinsausgaben (bzw. des Haushaltssaldos) und der Verschuldung berechnet, so wie er eingetreten wäre, wenn der implizite Zinssatz auf die Staatsschuld in dem Betrachtungszeitraum auf dem Niveau von 2007 (ca. 4,2%) verblieben wäre. Alle sonstigen den Haushalt und Schuldenstand beeinflussenden Größen (wie z.B. das BIP-Wachstum, die Staatseinnahmen oder Ausgaben vor Zinszahlung) fließen auf Basis ihrer tatsächlichen Werte in die obige Rechnung ein.

aber Demografie droht! Deutsche Bank Research. Deutschland-Monitor Bundestagswahl 2017. 10. Juli 2017.

³ Siehe „Vierter Tragfähigkeitsbericht der öffentlichen Finanzen“ und „Deutsches Stabilitätsprogramm, Aktualisierung 2017“. Bundesfinanzministerium.

⁴ Siehe Becker, Sebastian. Deutsche Staatsfinanzen: Überschüsse dank Vollbeschäftigung und Nullzins, aber Demografie droht! Deutsche Bank Research. Deutschland-Monitor Bundestagswahl 2017. 10. Juli 2017.

⁵ Siehe Bräuninger, Dieter. Parteien schreiben Zukunftsvorsorge zu klein: Sozialpolitische Vorschläge in Zeiten guter Konjunktur. Deutsche Bank Research. Deutschland-Monitor Bundestagswahl 2017. 10. Juli 2017.



EZB: Zwei Schritte vorwärts, einer zurück

- Draghi, ein moderater Falke, hat leicht zurückgerudert. Die Presseerklärung der letzten Ratssitzung enthielt mehrere taubenhafte Elemente; unter anderem verwendete Draghi häufig das Wort „Geduld“, das Peter Praet gern nutzt, um einer gewissen Vorsicht Ausdruck zu verleihen. Gleichzeitig hat die Straffung der Finanzmarktbedingungen nach der Rede von Sintra Draghi nicht veranlasst, „korrigierende“ Signale an die Märkte zu senden.
- Draghi hat sich im Zeitablauf als bester Frühindikator für den Kurs der EZB erwiesen. Er muss seine Argumentation noch einmal neu fassen und sich Unterstützung sichern (und weitere Belege sammeln), bevor er – entsprechend der in Sintra ausgedrückten Zuversicht – mit seiner Politik fortfahren kann. Anscheinend setzt Draghi auf Wachstum, frei nach dem Motto: Wenn man der Konjunkturerholung nur genügend Zeit lässt, wird die Inflation schon anziehen. Diese These vertrat Draghi in Sintra, und daran hält er nach wie vor fest.
- Der Rat vermied es bewusst, Andeutungen zum Zeitpunkt einer geldpolitischen Entscheidung zu machen. Wahrscheinlich wird ein Ausstieg am 26. Oktober angekündigt; nur in unserem Risikoszenario rechnen wir damit bereits am 7. September. Im Auge behalten sollte man die Inflation/die Inflationserwartungen, die Finanzmarktbedingungen und das Wachstum. Das kräftige BIP-Wachstum im zweiten Quartal hat dazu beitragen, den steigenden Wechselkurs zu kompensieren und das Vertrauen in die beginnende Inflationsbeschleunigung zu stärken.
- Wir rechnen weiterhin mit einem langsamen Ausstieg der EZB. Wahrscheinlich im Oktober dürfte eine Fortsetzung der QE mit einem geringeren Volumen von EUR 40 Mrd. pro Monat bis Mitte 2018 bekanntgegeben werden. Bei enttäuschenden Inflationsdaten, einer falkenhaften Überreaktion des Marktes oder Anzeichen für eine Wachstumsverlangsamung dürfte es Draghi schwerer fallen, den Worten aus Sintra Taten folgen zu lassen. Da zudem breiter Konsens darüber herrscht, dass „Geduld“ nötig ist, könnte die EZB vorübergehend sogar die QE mit dem derzeitigen Volumen verlängern.

Der moderate Falke Draghi hat leicht zurückgerudert

Die Presseerklärung enthielt einige taubenhafte Elemente: Die Aussagen zur Inflation blieben unverändert; bisher wurden die Ausschüsse nicht beauftragt, verschiedene Optionen auszuloten; Draghi verwendete das von Praet gern genutzte Wort „Geduld“; der in Sintra verwendete Begriff „Reflation“ wurde technisch neu interpretiert und Draghi wies erneut auf die Flexibilität des Kaufprogramms für Vermögenswerte hin, was signalisiert, dass das Programm erforderlichenfalls fortgesetzt werden kann.

Gleichzeitig sagte Draghi zwar, dass restriktivere Finanzmarktbedingungen „das Letzte“ seien, was die EZB benötige – dies entspricht unserer Auffassung, dass eine nachhaltige Straffung der Finanzmarktbedingungen die für den Ausstieg notwendige konjunkturelle Mindestgeschwindigkeit gefährden könnte –, zeigte sich aber gleichzeitig vom restriktiveren Kurs der Märkte nach seiner Rede in Sintra unbeeindruckt. Unserem FCI (Index für die Finanzmarktbedingungen) zufolge sind die Finanzmarktbedingungen weiterhin lockerer als im Durchschnitt des ersten Quartals. Draghi hat den Märkten keine korrigierenden Signale gegeben.

Unseres Erachtens sind Draghis Äußerungen während seiner Amtszeit bisher der beste Indikator für den Kurs der EZB gewesen. In Sintra verlieh der EZB-Präsident einem Sinneswandel Ausdruck. Allerdings muss er seine Kollegen



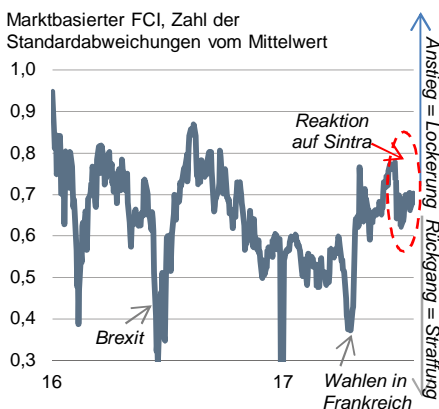
Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

noch überzeugen, wenn der in Sintra geäußerte Optimismus in den kommenden Monaten zu einer Ausstiegsentscheidung führen soll. Daher rührt der Eindruck, Draghi habe bei der vergangenen Sitzung zurückgerudert. Er muss seine Argumentation noch einmal neu fassen und sich Unterstützung sichern (und weitere Belege sammeln), bevor er mit seiner Politik fortfahren kann. Anscheinend setzt Draghi dafür auf Wachstum.

Draghi setzt auf Wachstum

„Zuversicht“ war ein Begriff, der während der gesamten Pressekonferenz immer wieder auftauchte. In Sintra hatte sich diese Zuversicht noch direkt auf die Inflation und die Argumentation bezogen, die niedrigen Inflationsraten seien vorübergehender Natur. Jetzt jedoch zeigte sich Draghi in Bezug auf das Wirtschaftswachstum zuversichtlich, das sich „fraglos verbessert“ habe. Das Wachstum bietet Draghi die argumentative Basis, um den Konsens im Rat so zu beeinflussen, dass sich die Mehrheit seiner in Sintra vertretenen Auffassung anschließt. Wie Draghi in Sintra darlegte, gibt es zwar Anzeichen für eine Abflachung der Phillips-Kurve aufgrund der Unterbeschäftigung; der Verlauf der Phillips-Kurve hängt jedoch nicht linear von der augenblicklichen Position im Konjunkturzyklus ab. Wenn man der Konjunkturerholung nur genügend Zeit lässt, zieht die Inflation schon an. Diese These vertrat Draghi in Sintra, und daran hielt er auch in der Pressekonferenz fest. Der einzige wesentliche Gesichtspunkt, der in der Presseerklärung zusätzlich genannt wurde, war der Hinweis darauf, dass die EZB auf die Beziehung zwischen Wachstum und Inflation vertraue.

Finanzmarktbedingungen bereiten der EZB noch keine Sorgen ...

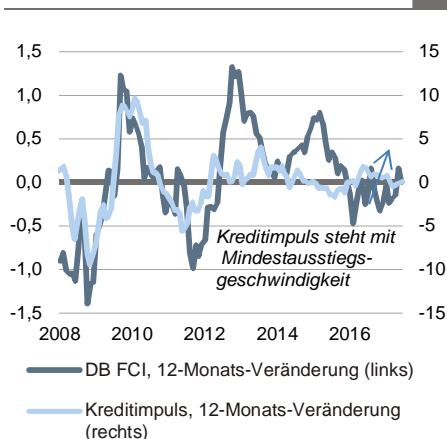


Quellen: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics LP

Wie geht es weiter?

Der Rat vermied es bewusst, Andeutungen zum Zeitpunkt einer geldpolitischen Entscheidung zu machen – ungeachtet der Frage, ob das Programm mit dem derzeitigen Volumen von EUR 60 Mrd. fortgesetzt wird oder ob das Volumen verringert wird. Damit sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass bereits im September eine Entscheidung fällt. Der Dezember-Termin könnte wiederum als zu spät angesehen werden, da langfristige Unsicherheit über den geldpolitischen Kurs zu Marktvolatilität führen könnte. Der wahrscheinlichste Termin für eine Ankündigung ist wohl der 26. Oktober, wobei den Ausschüssen am 7. September ein Auftrag erteilt wird. Dass bereits im September eine geldpolitische Entscheidung getroffen wird, ist wohl nur als Risikoszenario anzusehen.

... nachhaltige Straffung des FCI würde aber die Ausstiegsbedingungen gefährden



Quellen: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics LP

Drei Dinge sollten im Auge behalten werden. Erstens die Inflation und die Inflationsprognosen/-erwartungen. Wir rechnen weiterhin mit einer allmählichen Beschleunigung der Kerninflation in den kommenden Monaten. Zweitens die Finanzmarktbedingungen. Eine Überreaktion der Märkte – einschließlich einer Aufwertung des Euro – könnte das Wachstum dämpfen und zu einer Abwärtskorrektur der Inflationsprognosen führen. Dann würde der Ausstieg wohl gestoppt, bevor er richtig beginnen könnte. Drittens das Wirtschaftswachstum. Die Bedeutung der Wachstumsdynamik ist mit Blick auf das Vertrauen der EZB in eine allmähliche Normalisierung der Inflation nicht zu unterschätzen.

Obwohl das BIP-Wachstum im Euroraum nach der Vorabschätzung mit 0,6% gg. Vorquartal in Q2– wie erwartet – kräftig zugelegt hat, dürfte die EZB nicht überstürzt bereits im September einen Ausstieg beschließen. Das kräftige Wachstum sollte jedoch die Auffassung bestätigen, dass der Ausstieg kurz bevorsteht. So müssten die BIP-Prognosen der EZB nur um ein paar Zehntelprozentpunkte nach oben korrigiert werden, um die Auswirkungen des stärkeren Euro auf die Prognose für die Kerninflation zu kompensieren.



Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

Unsere Auffassung

Wir rechnen weiterhin mit einem langsamen Ausstieg der EZB. Wahrscheinlich im Oktober dürfte eine Fortsetzung der QE mit einem geringeren Volumen bekanntgegeben werden, nämlich EUR 40 Mrd. pro Monat bis Mitte 2018. Bei enttäuschenden Inflationsdaten, einer falkenhaften Überreaktion des Marktes oder Anzeichen für eine Wachstumsverlangsamung dürfte es Draghi schwerer fallen, den Worten aus Sintra Taten folgen zu lassen. Da zudem breiter Konsens darüber herrscht, dass „Geduld“ nötig ist, könnte die EZB vorübergehend sogar die QE mit dem derzeitigen Volumen verlängern.

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

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



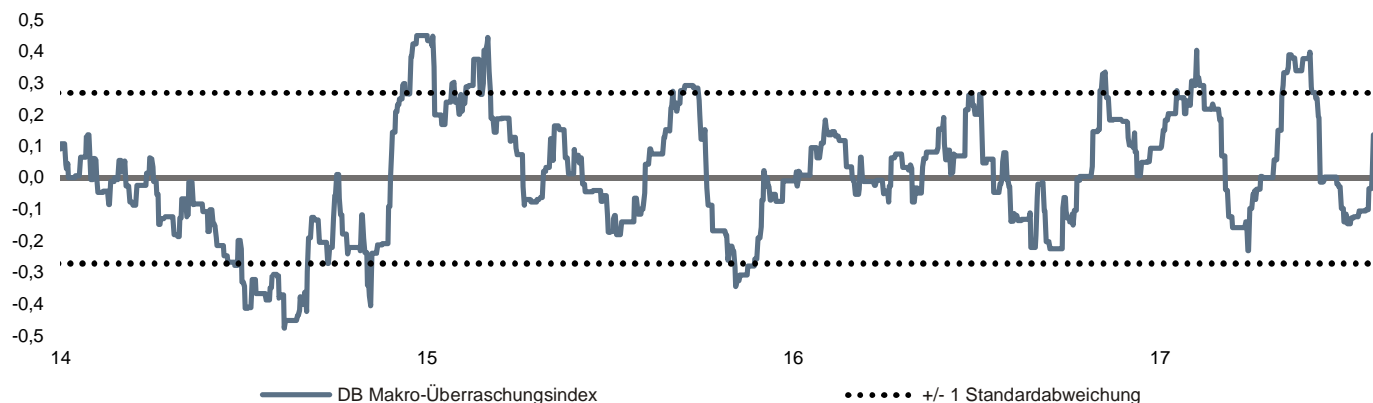
Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Der DB Makro-Überraschungsindex vergleicht den Wert der veröffentlichten Konjunkturdaten mit den Markterwartungen und liefert damit Hinweise über die Richtung künftiger Prognoseanpassungen.

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen



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

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Letzte 20 veröffentlichte deutsche Konjunkturdaten

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	5 2017	28/06/2017	4.1	4.6	-0.5	-0.1	0.4
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	5 2017	30/06/2017	0.5	0.3	0.2	0.4	0.7
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	6 2017	30/06/2017	6.0	-10.0	-16.0	-0.8	0.1
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	6 2017	03/07/2017	59.6	59.3	0.3	0.3	0.7
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	6 2017	05/07/2017	54.0	53.7	0.3	0.4	0.7
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	5 2017	06/07/2017	1.1	1.9	-0.8	-0.4	0.3
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	5 2017	07/07/2017	1.2	0.2	1.0	0.9	0.8
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	5 2017	10/07/2017	17.3	15.4	1.9	0.2	0.6
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	6 2017	13/07/2017	1.6	1.6	0.0	0.2	0.3
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	7 2017	18/07/2017	17.5	18.0	-0.5	0.0	0.5
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	7 2017	18/07/2017	86.4	88.0	-1.6	-0.4	0.3
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	6 2017	25/07/2017	2.5	2.9	-0.4	0.0	0.4
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	7 2017	25/07/2017	116.0	114.9	1.1	0.7	0.7
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	7 2017	28/07/2017	1.7	1.7	0.0	0.2	0.3
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	6 2017	31/07/2017	1.1	0.2	0.9	1.0	0.9
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	7 2017	01/08/2017	58.1	58.3	-0.2	-0.2	0.3
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	7 2017	01/08/2017	-8.0	-5.0	3.0	-0.1	0.5
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	7 2017	03/08/2017	53.1	53.5	-0.4	-0.4	0.3
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	6 2017	04/08/2017	1.0	0.5	0.5	0.2	0.6
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	6 2017	07/08/2017	-1.1	0.2	-1.3	-1.1	0.1

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Neu berechnet von Marc Schattenberg und Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)

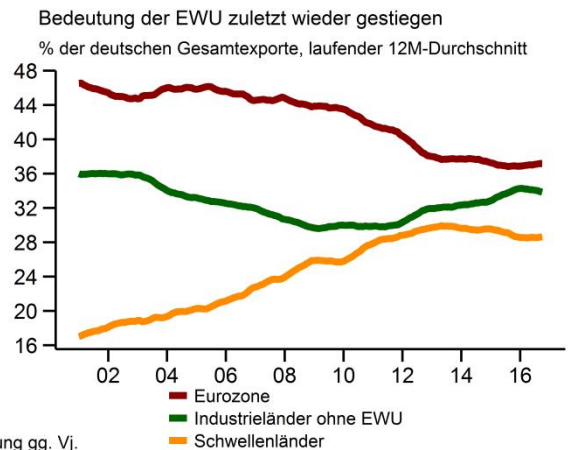
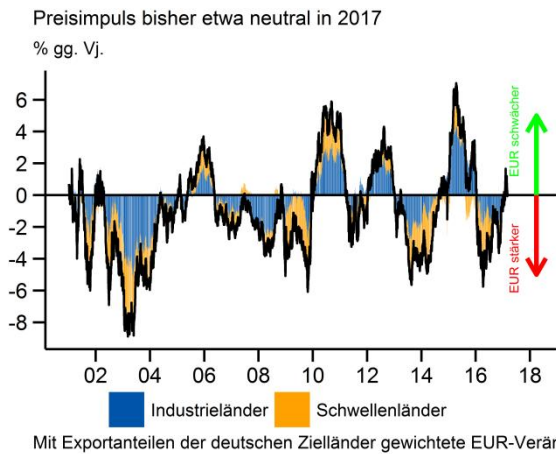
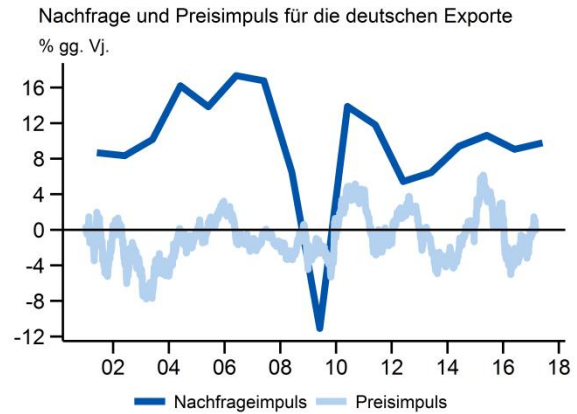
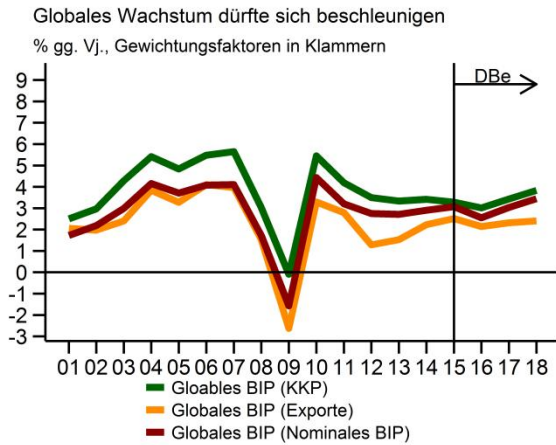
Quelle: Heiko Peters (2014). DB Makro-Überraschungsindex Deutschland. Ausblick Deutschland, 4. August 2014.



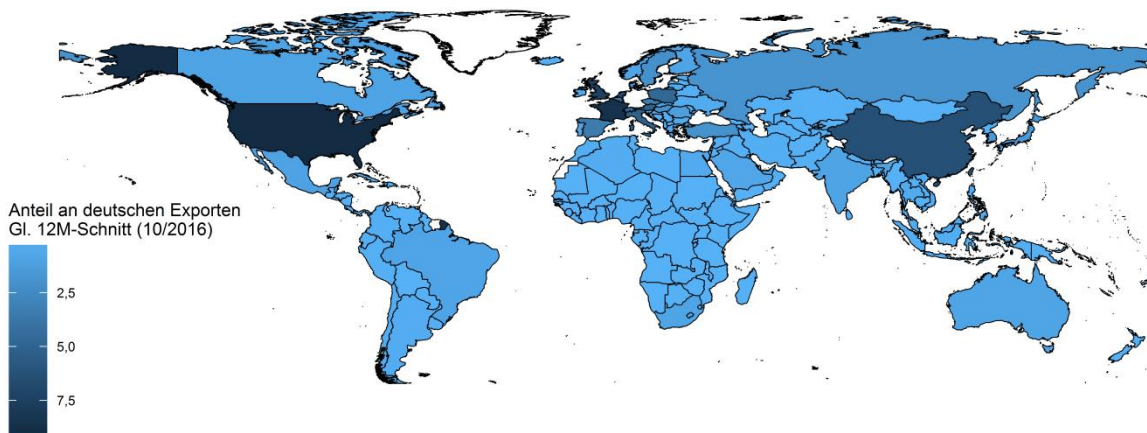
Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

Deutscher Exportindikator

Der Exportindikator identifiziert die Auswirkungen von globalen Nachfrageveränderungen und von Währungsbewegungen (Preisimpuls) auf die deutschen Exporte.⁶



Deutsche Exporte konzentriert auf Europa, die USA und China



Quellen: Eurostat - Comext, Deutsche Bank Research

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

⁶ Siehe für Details Ausblick Deutschland, 3. März 2016.



Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
Bis 4. Sep.	Deutscher Bundestag	Parlamentarische Sommerpause.
7. Sep.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Wir erwarten weiterhin einen langsamen Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik. Insbesondere erwarten wir – voraussichtlich am 26. Oktober, als Risikoszenarium am 7. September – die Entscheidung, dass das QE-Programm verlangsamt und zeitlich gestreckt wird, und zwar bis Mitte 2018 mit reduzierter Gangart von EUR 40 Mrd pro Monat.
15./16. Sep.	Eurogruppe und ECOFIN, Tallin	Thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung: wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit in der EWU; (möglicherweise) Lage in Griechenland.
24. Sep.	Bundestagswahl	Aktuellen Umfragen zufolge dürfte die CDU/CSU klar stärkste Partei werden. Welche Koalition die nächste Regierung bilden wird, ist derzeit aber noch offen.
9./10. Okt.	Eurogruppe und ECOFIN, Luxemburg	Debatte über (internationale) Wechselkursentwicklungen; Thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung: Finanzierung der Absenkung von Steuern u. Abgaben auf Arbeitseinkommen; (möglicherweise) Portugal - Überwachung nach Programmabschluss (6. Prüfung); Lage in Griechenland.
19./20. Okt.	Europäischer Rat, Brüssel	(Möglicherweise) Debatte über die Zukunft der EU27 und (mögl.) über Brexit-Verhandlungen.
26. Okt.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Wir erwarten eine Ankündigung des Tapering. Siehe Eintrag unter 7. September.
6./7. Nov.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	(Möglicherweise) Debatte über wirtschaftliche Lage – Herbstprognose 2017 der Kommission und Inflationsentwicklung, thematische Debatte über Wachstum und Beschäftigung – Qualität öffentlicher Finanzen: Investitionen in Humankapital u.a.

Quelle: Deutsche Bank Research

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

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
4 Aug 2017	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Juni	0,8	1,0
7 Aug 2017	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Juni	1,5	1,2
8 Aug 2017	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Juni	20,5	20,3
8 Aug 2017	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Juni	1,2	1,5
8 Aug 2017	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Juni	1,3	1,3
15 Aug 2017	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.)	Q2 2017	0,8	0,6
24 Aug 2017	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	August	58,0	58,1
24 Aug 2017	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	August	53,0	53,1
25 Aug 2017	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Details	Q2 2017	0,8	0,6
25 Aug 2017	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	August	115,8	116,0
30 Aug 2017	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	August	1,8	1,7
31 Aug 2017	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Juli	1,5	1,1
31 Aug 2017	09:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	August	5,7	5,7

*Ist. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

Marc Schattenberg, Sebastian Becker & Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)



Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	1,125	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,25
Dez 17	1,375	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,25
Mrz 18	1,375	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50		0,50	1,50	0,90	0,75
Jun 18	1,625	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50		0,50	1,50	0,90	0,75

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	1,31	0,08	-0,34	0,29
Dez 17	1,58	0,05	-0,30	0,40
Mrz 18	1,58	0,05	-0,30	0,40
Jun 18	1,83	0,05	-0,30	0,40

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,21	0,07	0,36	1,16
Dez 17	2,75	0,00	0,65	1,50
Mrz 18	2,80	0,00	0,75	1,65
Jun 18	2,85	-0,03	0,85	1,70

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,19	110,10	0,90	1,32	1,15	9,61	7,44	9,38	4,26	303,74	25,96
Dez 17	1,17	116,00	0,91	1,29	1,05	9,50	7,46	9,75	4,10	310,00	26,00
Mrz 18	1,18	117,00	0,92	1,28	1,06	9,38	7,46	9,69	4,20	312,50	25,93
Jun 18	1,19	118,00	0,93	1,28	1,08	9,25	7,46	9,63	4,28	315,00	25,85

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit

Deutschland: Datenmonitor

	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Mrz 2017	Apr 2017	Mai 2017	Jun 2017	Jul 2017	Aug 2017
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	108,2	110,7	111,1	114,3		112,2	113,1	114,6	115,2	116,0	
ifo Geschäftserwartungen	102,4	105,5	104,2	106,2		105,4	105,2	106,5	106,8	107,3	
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	102,7	105,4	106,1	109,5		107,7	107,9	110,3	110,4	112,0	
Produktion (% gg. Vp.)	0,2	0,0	1,2			0,2	0,7	1,2			
Auftragseingang (% gg. Vp.)	0,1	4,2	-1,0	0,8		1,0	-2,1	1,1	1,0		
Grad der Kapazitätsauslastung	84,8	85,7	85,9	86,0	86,7						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	1,7	-1,4	4,7			2,7	-0,7	-0,5			
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-4,6	8,2	0,4			-0,4	0,4	-6,6			
ifo Bauhauptgewerbe	126,8	129,6	128,3	130,3		128,5	129,8	130,6	130,4	131,4	
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,5	0,8	0,2	1,3		0,8	-0,3	0,5	1,1		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	4,2	-0,3	6,7	0,0		11,4	-8,0	12,9	-3,5	1,5	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	1,8	3,1	-0,4	1,0		4,6	-3,6	3,4	-2,0		
Exporte (% gg. Vp.)	-0,2	2,4	2,8			0,4	0,9	1,5			
Importe (% gg. Vp.)	1,7	3,5	3,6			2,0	1,2	1,3			
Nettoexporte (EUR Mrd.)	61,2	60,1	59,9			19,8	19,8	20,3			
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,1	6,0	5,9	5,7		5,8	5,8	5,7	5,7	5,7	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-28,3	-32,0	-59,7	-41,0		-28,0	-14,0	-8,0	6,0	-8,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,2	1,3	1,5	1,5		1,5	1,5	1,5	1,5		
ifo Beschäftigungsbarometer	109,0	111,1	110,3	111,1		109,4	111,4	110,8	111,0	112,1	
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	0,4	1,0	1,9	1,6		1,5	2,0	1,4	1,5	1,5	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,1	1,2	1,0	1,4		0,9	1,6	1,1	1,5		
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-1,7	0,2	2,8	2,8		3,1	3,4	2,8	2,4		
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	2,9	19,2	32,7	8,9		26,3	16,5	8,3	2,0	2,7	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	46,6	51,1	54,5	50,8		52,6	53,8	51,4	47,6	49,1	52,1
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	6,2	10,0	18,9	17,6		20,6	17,4	17,5	17,9	15,1	
EC Unternehmensumfrage	3,0	6,2	13,0	12,2		13,8	11,7	13,4	11,4	11,9	
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	1,8	2,3	1,1								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,3	2,3	2,3								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,4	3,4	0,8								
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	6,6	5,7	6,0	5,6		6,0	5,1	4,9	5,6		
Trend von M3*						5,7	5,5	5,3	5,2		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	2,6	2,9	3,3	3,8		3,3	3,1	3,2	3,8		
Kredite an öffentliche Haushalte	-0,1	8,9	21,0	4,1		21,0	11,5	9,9	4,1		

% 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

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

- „ Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit 8. August 2017
- „ Überhitzungsrisiken drohen 7. Juli 2017
- „ Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl 6. Juni 2017
- „ Positive Signale 8. Mai 2017
- „ Öffentliche Investitionen und Wohnungsbau ziehen an 7. April 2017
- „ Wachstum und Inflation dürften EZB noch kalt lassen 22. März 2017
- „ Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB 30. Januar 2017
- „ Ausblick 2017 – solide, trotz nachlassendem Rückenwind 16. Dezember 2016
- „ Schwache Industrieproduktion dämpft Lohnwachstum 28. Oktober 2016
- „ Schwierige Zeiten für deutsche Sparer 4. Oktober 2016

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

© Copyright 2017. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. 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