



# Konjunkturboom – noch ohne Lohndruck

6. September 2017

## Autoren

Eric Heymann  
+49 69 910-31730  
eric.heymann@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](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Stefan Schneider

## Inhaltsverzeichnis

## Seite

Prognosen .....	2
Deutschland: Konjunktur boomt, Lohninflation bleibt derzeit noch aus .....	3
Lohnrunde 2018: Konjunktur versus strukturelle Themen .....	6
Deutsche Industrie: Blendende Stimmung, Produktionsprognose für 2017 auf 3% angehoben .....	11
Unser EZB-Szenario: Auf dem Weg zu einer „taubenhaften Straffung“ .....	13
DB Makro-Überraschungsindex	
Deutschland .....	18
Exportindikator .....	19
Eventkalender .....	20
Datenkalender .....	20
Finanzmarktprognosen .....	21
Datenmonitor .....	22

Original in engl. Sprache: 5. September 2017

**Deutschland: Konjunktur boomt, Lohninflation bleibt derzeit noch aus.** Wir haben unsere Wachstumsprognose für 2017 von 1,6% auf 1,9% angehoben. Die Prognose für 2018 haben wir nur leicht erhöht (von 1,7% auf 1,8%), da wir erwarten, dass der robusten Binnenkonjunktur wechselkursbedingte zunehmende Gegenwinde beim Export gegenüberstehen. Da sich die Aufwertung des Euro nur allmählich bemerkbar machen wird und die Investitionen anziehen, dürfte sich die BIP-Expansion in H2 nur geringfügig verlangsamen. Anfang 2018 stehen Tarifverhandlungen in wichtigen Sektoren an. Angesichts der günstigen Arbeitsmarktsituation sind eigentlich Abschlüsse von über 3% zu erwarten. Allerdings ist die (klassische) Phillips-Kurven-Relation nur schwach ausgeprägt und andere Faktoren könnten ein größeres Gewicht haben.

**Lohnrunde 2018: Konjunktur versus strukturelle Themen.** Nach den moderaten Verhandlungsergebnissen für die Tarifverdienste im Jahr 2016 zeigen die ersten beiden Quartale des Jahres 2017 eine dynamischere Entwicklung. Die gute Konjunktur lässt eine starke Verhandlungsposition der Gewerkschaften in der Lohnrunde 2018 erwarten. Angesichts der hohen Auslastung und der Knappheit von Arbeitskräften in wichtigen Sektoren dürften die Arbeitgeber wohl alles daran setzen, Abschlüsse, die de facto die verfügbaren Arbeitsstunden reduzieren könnten, in dieser Runde zu vermeiden – was wohl höhere Lohnsteigerungen zur Folge haben dürfte.

**Deutsche Industrie: Blendende Stimmung, Produktionsprognose für 2017 auf 3% angehoben.** Wir haben unsere Produktionsprognose für das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland im Gesamtjahr 2017 von derzeit 1,5% auf 3% angehoben. Die Stimmung in der deutschen Industrie ist ausgesprochen positiv. Die Unternehmen haben sich eventuell an eine Art „New Normal“ gewöhnt. Vielleicht reichen den Unternehmen Wachstumsraten bei der Industrieproduktion um die 3%, um ganz überwiegend zufrieden zu sein. Vielleicht ist die gute Stimmung aber vor allem ein Ausdruck dafür, dass die deutsche Wirtschaft trotz der Risiken rund läuft.

**Unser EZB-Szenario: Auf dem Weg zu einer „taubenhaften Straffung“.** Die EZB befürchtet, der Markt könne geldpolitische Signale überinterpretieren. Daher ist wohl eine „taubenhafte Straffung“ erforderlich, bei der die Bedingungen an den Finanzmärkten weiterhin locker bleiben. Der nächste Schritt, nämlich eine Verringerung des Kaufvolumens auf EUR 40 Mrd. in H1 2018, der eventuell im Oktober angekündigt werden könnte, dürfte mit dem Verweis auf eine über 1% liegende Kerninflationsrate gerechtfertigt werden. Als taubenhaftes Gegengewicht sollten folgende Maßnahmen dienen: (a) die Verlängerung der QE bis Juni (möglicherweise sogar September) 2018; (b) der Hinweis darauf, dass die Inflation noch nicht dem Zielwert entspricht und weiterhin für eine weitere Wechselkursaufwertung anfällig ist; und (c) eine Beibehaltung der QE-Guidance.



## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

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	1,5	1,4	3,5	3,0	2,6	-1,5	-1,3	-1,3
Deutschland	1,9	1,9	1,8	0,5	1,6	1,6	8,4	8,0	7,8	0,8	0,5	0,2
Frankreich	1,1	1,7	1,7	0,3	1,1	1,1	-0,9	-0,5	-0,6	-3,4	-3,0	-2,7
Italien	0,9	1,5	1,2	-0,1	1,4	1,2	2,6	2,6	2,3	-2,4	-2,3	-2,2
Spanien	3,2	3,0	2,5	-0,3	2,0	1,5	1,9	1,8	1,7	-4,5	-3,4	-2,5
Niederlande	2,2	3,2	3,3	0,1	1,2	1,3	8,5	10,2	10,2	0,4	1,1	0,5
Belgien	1,2	1,9	2,0	1,8	2,2	1,7	-0,4	0,0	0,5	-2,6	-2,1	-1,8
Österreich	1,6	2,4	1,9	1,0	2,1	1,8	1,7	2,0	2,3	-1,6	-1,0	-0,8
Finnland	1,9	2,5	1,9	0,4	0,9	1,2	-1,1	-0,5	0,0	-1,9	-0,8	-0,4
Griechenland	0,0	1,5	2,7	0,0	1,2	0,8	-0,6	-0,5	0,0	0,7	-2,0	-1,5
Portugal	1,4	2,6	1,7	0,6	1,4	1,4	0,9	0,4	0,4	-2,0	-1,6	-1,4
Irland	5,1	4,5	3,7	-0,2	0,3	1,1	3,3	4,5	3,5	-0,6	0,0	0,0
Großbritannien	1,8	1,6	1,0	0,6	2,6	2,7	-4,4	-3,8	-3,5	-2,9	-2,9	-2,6
Dänemark	1,7	1,6	1,8	0,3	1,2	1,4	6,5	7,5	7,3	-2,1	-1,2	-0,7
Norwegen	0,7	1,3	1,9	3,6	2,0	2,0	4,4	6,1	6,4	3,0	3,6	3,8
Schweden	3,0	2,7	2,4	1,0	1,6	1,8	4,7	4,8	4,8	2,0	0,7	0,7
Schweiz	1,3	1,5	1,9	-0,3	0,3	0,3	9,5	11,2	11,0	-0,1	0,5	0,5
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	2,1	1,9	-2,6	-2,9	-3,2	-3,1	-3,6	-2,8
Japan	1,0	1,8	0,7	-0,1	0,3	0,4	3,7	3,6	3,5	-3,5	-3,5	-3,1
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					2017					2018				
	2014	2015	2016	2017P	2018P	Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P				
BIP	1,9	1,7	1,9	1,9	1,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3				
Privater Konsum	1,0	1,7	2,1	1,8	1,8	0,4	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3				
Staatsausgaben	1,5	2,9	3,7	1,5	1,1	0,2	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3				
Anlageinvestitionen	3,7	1,5	3,1	3,6	3,1	2,7	1,0	1,1	1,0	1,0	1,0	1,0	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6				
Ausrüstungen	5,9	3,9	2,2	2,2	3,8	2,1	1,2	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,8	0,8	0,5	1,0	0,8	0,8	0,5	0,5				
Bau	2,3	-1,4	2,7	4,7	3,5	3,4	0,9	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7				
Lager, %-Punkte	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0				
Exporte	4,6	5,2	2,6	3,7	3,8	1,6	0,7	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0				
Importe	3,6	5,6	3,9	4,4	4,6	0,4	1,7	1,2	1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2				
Nettoexport, %-Punkte	0,4	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,6	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	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	1,3	1,3	1,3	1,6	1,9	1,8	1,3	1,6	1,9	1,8	1,8				
Arbeitslosenquote, %	6,7	6,4	6,1	5,7	5,5	5,9	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,6	5,5	5,4	5,4	5,6	5,5	5,4	5,4	5,4				
Industrieproduktion**	1,5	1,1	1,4	3,0	1,8																				
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

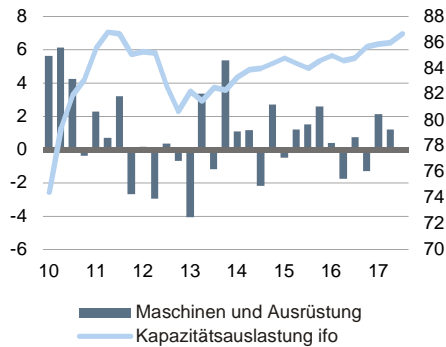


## Deutschland: Konjunktur boomt, Lohninflation bleibt derzeit noch aus

Kapazitätsauslastung

1

%, gg. Vq.



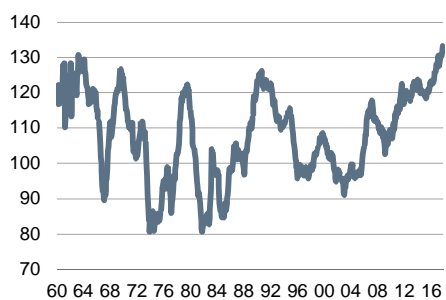
Quelle: Statistisches Bundesamt

- Die Details zum BIP-Wachstum des zweiten Quartals zeigen eine günstige Wachstumsstruktur. Zusammen mit Aufwärtsrevisionen der Vorquartale und angesichts der trotz Euroaufwertung starken Umfrageindikatoren haben wir unsere Wachstumsprognose für 2017 von 1,6% auf 1,9% angehoben. Die Prognose für 2018 haben wir nur leicht erhöht (von 1,7% auf 1,8%), da wir erwarten, dass der robusten Binnenkonjunktur wechselkursbedingt zunehmende Gegenwinde beim Export gegenüberstehen.
- In H1 lag das annualisierte BIP-Wachstum bei 2,6%. Da sich die Aufwertung des Euro nur allmählich bemerkbar machen wird und die Investitionen anziehen, dürfte sich die Expansion in H2 nur geringfügig verlangsamen.
- Anfang 2018 stehen Tarifverhandlungen in wichtigen Sektoren an. Angesichts der günstigen Arbeitsmarktsituation sind eigentlich Abschlüsse von über 3% zu erwarten. Allerdings ist die (klassische) Phillips-Kurven-Relation nur schwach ausgeprägt und andere Faktoren könnten ein größeres Gewicht haben.

Geschäftsklima Bauindustrie

2

Index 2005 = 100



Quelle: ifo

Das BIP-Wachstum hat sich nach dem deutlichen Anstieg in Q1 (0,7% gg. Vq.) in Q2 (0,6%) kaum verlangsamt. Der private Konsum leistete mit 0,4%-Punkten einen noch stärkeren Wachstumsbeitrag als in Q1 und war auch in Q2 die wichtigste Wachstumsstütze. Bei den Ausrüstungsinvestitionen wurde endlich die nicht zu der sehr guten Stimmung passende Zurückhaltung aufgegeben, sodass diese BIP-Komponente jetzt auch zum zyklischen Aufschwung beiträgt. In H1 legten die Ausrüstungsinvestitionen annualisiert um 6,9% zu. Da die politischen Unsicherheiten in diesem Jahr allmählich abnehmen, die Kapazitätsauslastung den vorhergehenden Höchststand von Q2 2007 um nicht einmal mehr zwei Punkte unterschreitet und das Geschäftsklima in der Gesamtwirtschaft nur um 0,1 Punkte unter seinem Juli-Rekordstand liegt, sollten Ausrüstungsinvestitionen auch im zweiten Halbjahr robust bleiben. Der Ausblick für die Bauinvestitionen ist sogar noch günstiger. Wohnungsbauinvestitionen (60% der gesamten Bauinvestitionen) expandierten mit einer Jahresrate von 9,5% im ersten Halbjahr. Das ifo Geschäftsklima in der Bauindustrie ist in den letzten zwei Jahren rapide angestiegen. Im August hat es den höchsten Wert seit dem Start dieser Serie im Jahre 1960 erreicht!

Wettbewerbsfähigkeit & Exporte

3

% gg. Vj.

% gg. Vj., invertiert



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank

### Die Euro-Aufwertung wird den Export in 2018 deckeln

Die Einschätzung der Exportnachfrage innerhalb der PMI-Umfrage sprang im August um nahezu drei Punkte. Dies legt nahe, dass der seit Jahresbeginn zu Buche stehende Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit von 2,5% infolge der Euro-Stärke derzeit noch nicht in der deutschen Exportwirtschaft angekommen ist. Im ersten Halbjahr expandierten die Exporte um 6,1% gegenüber Vorjahr, 3,9% in realer Rechnung. Die Ausfuhren nach China (14,2%), Japan (10,9%) sowie nach Russland (28,1%) stiegen stark an. Dagegen sanken die Ausfuhren in das Vereinigte Königreich, Deutschlands drittgrößtem Exportmarkt mit einem Anteil von 7,1% an den Gesamtexporten (2016), im ersten Halbjahr um 2,9%. Die Exporte in die Türkei (Anteil 1,8%) fielen gar um 9,7%. Allerdings dürfte der Rückgang der ifo Exporterwartungen im August um 3,7 Punkte – trotz des nach wie vor sehr hohen Niveaus – ein erstes Anzeichen sein, dass der starke Euro gegen Jahresende den Export spürbarer belasten dürfte. Das passt





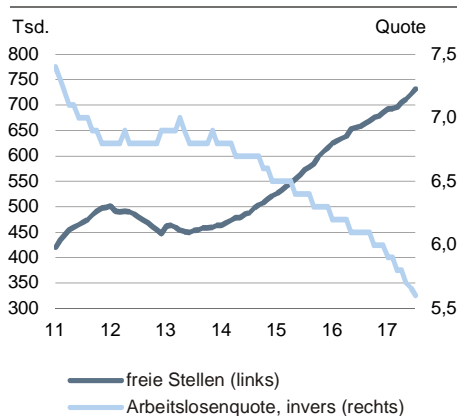
## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

zu den üblichen Zeitverzögerungen; danach schlagen sich deutlichere Wechselkursveränderungen nach etwa 2 Quartalen im Export nieder. Die langfristige Wechselkurselastizität wird zumeist zwischen 0,6 und 0,7 veranschlagt. Dies legt einen Verlust von 1 ½ bis 2 Prozentpunkten bei den Ausfuhren in den nächsten 5 Quartalen nahe. Daher erwarten wir nicht, dass sich das Exportwachstum in 2018 weiter beschleunigen wird. Vielmehr dürfte die Rate wie im laufenden Jahr knapp unter 4% liegen, obwohl wir für 2018 eine stärkere Expansion des Welthandels unterstellen. In den meisten Schätzungen liegt die Elastizität der deutschen Exporte bezüglich des Welthandels bzw. der globalen Nachfrage bei 1 oder leicht darüber. Allerdings könnte die einsetzende Erholung des globalen Investitionszyklus die deutschen Exporte stärker treiben als es die durchschnittliche Elastizität vermuten lässt. Andererseits könnte aber Chinas Aufstieg zum weltweiten Anbieter auch anspruchsvollerer Investitionsgüter diesen Vorteil Deutschlands in den letzten Jahren reduziert haben.

### Arbeitsmarkt: Engpässe werden zunehmend spürbar

Arbeitsmarkt: Annähernde Vollbeschäftigung

4



Quelle: Deutsche Bundesbank

Mit der Belastung des Exportes durch den starken Euro wird das Wachstum auch 2018 von der Binnenkonjunktur abhängig sein. Die Binnennachfrage ist in den letzten drei Jahren stetig gestiegen und hat 2016 um 2,4% zugenommen. Seit Mitte letzten Jahres expandiert sie mit einer Jahresrate von 4,8%. Obwohl die Investitionen zunehmend zur Binnenkonjunktur beitragen, bleibt ihr Wachstumsbeitrag aufgrund ihres Gewichtes von nur 20% am Bruttoinlandsprodukt begrenzt. Daher dürfte dem privaten Verbrauch (Anteil 53,2%) wieder die entscheidende Rolle für die Binnenkonjunktur zukommen. Im Gegensatz zu unseren Erwartungen hat sich der Anstieg der Beschäftigung bis dato nicht verlangsamt. Im Gegenteil, er hat im Jahresverlauf sogar leicht zugelegt und erreichte im Juli 1,6% gegenüber Vorjahr. Die Beschleunigung fiel bei den sozialversicherungspflichtigen Beschäftigungsverhältnissen sogar noch eindrucksvoller aus, diese übertrafen zuletzt ihren Vorjahresstand um 2,6%. Während die Beschäftigungsabsichten nahe ihren Höchstständen liegen, hat die Zahl der offenen Stellen im August mit 741.000 (+11,6% gegenüber Vorjahr) den höchsten Stand seit dem Start dieser Zeitreihe im Jahr 2000 erreicht. Dies legt nahe, dass sich der Beschäftigungsanstieg aufgrund des zunehmend engeren Arbeitsmarktes von knapp 1 ½% in 2017 wahrscheinlich auf etwa ¾% in 2018 verlangsamen dürfte.

### Deutschland: Konjunkturprognose

5

	% gg. Vj.	2016	2017	2018
			P	P
Reales BIP		1.9	1.9	1.8
Privater Konsum		2.1	1.8	1.8
Staatsausgaben		3.7	1.5	1.1
Anlageinvestitionen		3.1	3.6	3.1
Lager, %-Punkte		-0.2	-0.1	0.1
Exporte		2.6	3.7	3.8
Importe		3.9	4.4	4.6
Nettoexport, %-Punkte		-0.3	0.0	0.0
HIVP		0.4	1.7	1.6
Staatsverschuldung, % BIP		68.3	65.9	63.4
Arbeitslosenquote, %		6.1	5.7	5.5
Budgetsaldo, % BIP		0.8	0.5	0.2
Leistungsbilanzsaldo, % BIP		8.4	8.0	7.8

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Löhne ziehen 2018 (endlich) an

All dies macht die anstehende Lohnrunde noch interessanter, insbesondere da der Ausgang der Bundestagswahlen – zumindest nach den derzeitigen Umfrageergebnissen – wohl bestenfalls einen begrenzten Einfluss auf die kurzfristigen Konjunkturaussichten haben dürfte. So könnte die Fiskalpolitik bei einer Neuaufgabe der Großen Koalition, im Vergleich zu einer Regierungskoalition der CDU mit einem oder zwei kleineren Partnern, etwas expansiver ausfallen.

Die anstehenden Tarifverhandlungen könnten im Vergleich dazu eine größere Rolle spielen, denn bisher ist die Beziehung zwischen Arbeitslosenquote und Lohnentwicklung außerordentlich schwach und damit ist die Lohnentwicklung das fehlende Element im derzeitigen Konjunkturaufschwung – und dies nicht nur in Deutschland. Anfang 2018 stehen Tarifverhandlungen in der Metallindustrie, im Bausektor und im öffentlichen Dienst an. Die Abschlüsse könnten dabei über 3% liegen, verglichen mit 2,3% im bisherigen Jahresverlauf. Der kräftige Anstieg des privaten Konsums könnte sich daher fortsetzen. Gleichzeitig wäre eine solche Lohnsteigerung für die Unternehmen mit Blick auf ihre Gewinnentwicklung wohl zu verkraften. Die IG Metall scheint allerdings mehr Gewicht auf eine Flexibilisierung der Arbeitszeiten zu legen. Im Versicherungssektor haben sich die Gewerkschaften soeben mit einer Lohnerhöhung um 2% im November



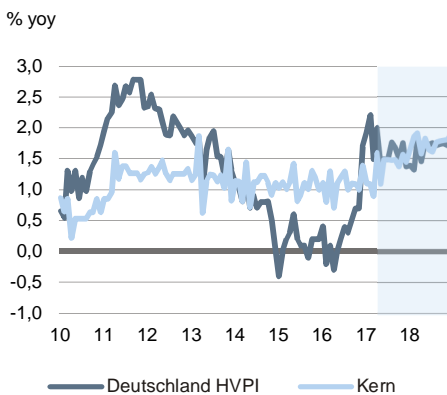
## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

2017 und weiteren 1,7% im Dezember 2018 zufriedengegeben. Im Gegenzug sollen Gespräche über den Umgang mit der Digitalisierung stattfinden. Dass die IG Metall so stark auf eine Flexibilisierung der Arbeitszeiten abstellt, ist also wohl nicht als rein verhandlungstaktisches Verhalten anzusehen. Da die Kapazitätsauslastung in einigen Teilbereichen der Metallindustrie im Jahr 2017 um 5%-Punkte oder mehr in die Höhe geschneilt ist und der Index für den Arbeitskräftemangel im Bausektor einen Rekordstand erreicht hat, könnten die Arbeitgeber in diesen boomenden Sektoren möglicherweise deutlichere Lohnzuwächse anbieten, um diese strukturellen Themen, die nicht nur die Verwaltungskosten erhöhen, sondern auch zu einer Reduktion der individuellen Wochenarbeitszeiten führen könnten, in die Lohnrunden der folgenden Jahre zu verschieben (vgl. auch „Lohnrunde 2018: Konjunktur versus strukturelle Themen“).

Kerninflation tendiert höher

6

### Kerninflation dürfte 2018 Richtung 2% tendieren



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Die Inflationsrate insgesamt hat sich mehr oder weniger normalisiert, sie erreichte im August 1,8%. Während der Anstieg um 1,4 Prozentpunkte seit dem August 2016, als die Inflation noch bei 0,4% lag, zu einem erheblichen Teil auf Basiseffekte im Energiebereich und höhere Nahrungsmittelpreise zurückzuführen war, hat sich auch die Kerninflation deutlich beschleunigt. Sie stieg von 1% vor Jahresfrist auf derzeit 1 ½%. 2018 dürften wechsellkursbedingt günstigere Einfuhren die Inflation dämpfen. Allerdings dürfte die positive Output-Lücke von wohl rund 2 Prozentpunkten 2018 zu mehr binnenwirtschaftlichem Preisdruck führen, obwohl hier natürlich auch günstige Importgüter dämpfen könnten. Alles in allem dürfte die durchschnittliche Inflationsrate 2018 wohl in etwa dem Anstieg des laufenden Jahres von 1,6% entsprechen. Allerdings sollte die Kerninflationsrate Richtung 2% tendieren.

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

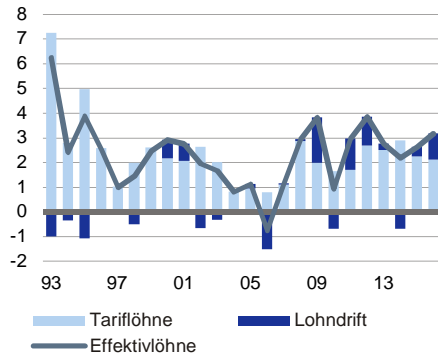


## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

2016: Geringeres Tariflohnplus

1

Gesamtwirtschaft, % gg. Vj., Stundenbasis

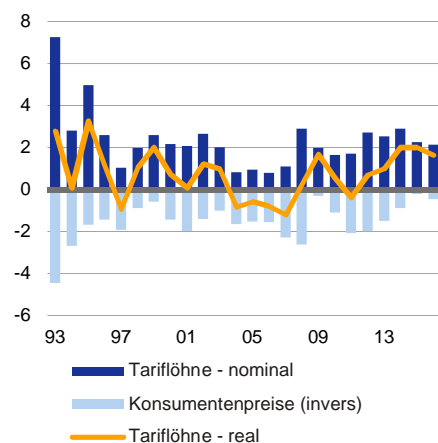


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Leichter Reallohnrückgang in 2016

2

% gg. Vj., Stundenbasis



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

## Lohnrunde 2018: Konjunktur versus strukturelle Themen

- Nach den moderaten Verhandlungsergebnissen für die Tarifverdienste im Jahr 2016 zeigen die ersten beiden Quartale des Jahres 2017 eine dynamischere Entwicklung. Nach den Zahlen der Deutschen Bundesbank stiegen die Tarifverdienste einschließlich aller Nebenvereinbarungen im Vorjahresvergleich in Q1 2017 um 2,5% und in Q2 um 2,1%.<sup>1</sup>
- Mit dem höchsten Stand der Erwerbstätigenzahl seit der Wiedervereinigung Deutschlands lässt das Arbeitsmarktumfeld eine starke Verhandlungsposition in der Lohnrunde 2018 erwarten.
- Die jüngsten Veröffentlichungen der Gewerkschaften zeigen zunehmend strukturelle Forderungen, wie mehr Arbeitszeitautonomie oder Schutz vor strukturellen Veränderungen wie z.B. Digitalisierung. Hier dürften Zugeständnisse der Arbeitgeberseite aber zulasten der Entgeltforderungen gehen.
- Angesichts der hohen Auslastung und der Knappheit von Arbeitskräften in wichtigen Sektoren dürften die Arbeitgeber wohl alles daran setzen, Abschlüsse, die de facto die verfügbaren Arbeitsstunden reduzieren könnten, in dieser Runde zu vermeiden – was wohl höhere Lohnsteigerungen zur Folge haben dürfte. Insgesamt erwarten wir daher eine dynamische Lohnrunde mit Abschlüssen über dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre von 2,5%.
- Aus einem weiteren makroökonomischen Blickwinkel betrachtet, dürfte eine stärkere Entwicklung der deutschen Löhne, einhergehend mit einem in der Folge positiven Konsumimpuls, auch zu einer weiteren Normalisierung des Inflationsumfeldes in der EWU beitragen.

Eines der gegenwärtig meistdiskutierten makroökonomischen Phänomene ist der geschwächte Zusammenhang zwischen Lohn- bzw. Verbraucherpreisinflation und Maßen der gesamtwirtschaftlichen Auslastung, wie der Arbeitslosigkeit, der Kapazitätsauslastung oder der Output-Lücke – zusammengefasst als „Phillips-Kurve“ in ihren verschiedenen Formulierungen.<sup>2</sup> Sie bilden die Kernkomponenten vieler monetärer Modellansätze – von der separaten Inflationsprognose bis hin zu Modellen optimaler Geldpolitik. Auf diesem Zusammenhang basierende Modelle zur Prognose der Kerninflation ließen in den letzten Jahren zu wünschen übrig. Sie überschätzen regelmäßig, da in der Realität trotz der guten gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung nur geringe Lohnsteigerungen zu verzeichnen waren. Daraus resultiert die Debatte, ob es sich um eine verzögerte zyklische Auswirkung der großen Finanz- und Wirtschaftskrise oder eine strukturelle ökonomische Veränderung handelt.

Da die Lohnentwicklung ein wichtiger binnenwirtschaftlicher Treiber der Kerninflation ist, wollen wir nun die Perspektiven der kommenden deutschen Tarifverhandlungen näher erläutern. Diese sind nicht zuletzt auch von überregionalem Interesse, da die deutsche Inflationsentwicklung mit einem Gewicht von 28% in die Inflationsrate der EWU eingeht.

<sup>1</sup> Die Pressemitteilung des Statistischen Bundesamtes vom 30. August 2017 weist einen Anstieg der Tarifverdienste einschließlich Sonderzahlungen – gemessen am Index der tariflichen Monatsverdienste – von 3,8% gegenüber dem Vorjahresquartal aus. Die Diskrepanz zu den Veröffentlichungen der Deutschen Bundesbank beruht hauptsächlich auf der zeitlichen Verbuchung der Zahlungen.

<sup>2</sup> Rakau, O. (2017). Kerninflation: Trotz dynamischen Umfelds weiter verhalten. Ausblick Deutschland. 8. März 2017. Deutsche Bank Research.



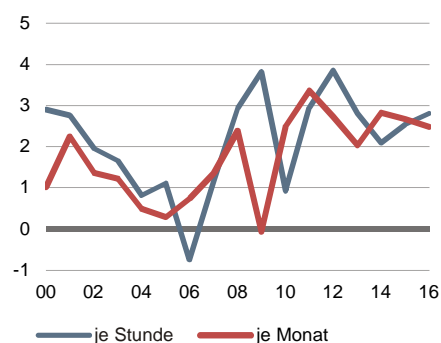
## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

2,5% Lohnplus auf Monatsbasis

3

### Tariflöhne 2017/18: Beschleunigung

Bruttolöhne und -gehälter, % gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Nach den moderaten Verhandlungsergebnissen für die Tarifverdienste, einschließlich aller Nebenvereinbarungen im Jahr 2016, mit einem Plus von 2,1%, zeigen die aktuellen Zahlen der Deutschen Bundesbank für die erste Hälfte des Jahres 2017 eine dynamischere Entwicklung. Die Tarifverdienste einschließlich aller Nebenvereinbarungen stiegen im Vorjahresvergleich in Q1 2017 um 2,5% und in Q2 um 2,1%.

Im Jahr 2016 nahmen die Effektivlöhne die Entwicklung des ersten Halbjahres 2017 bereits teilweise vorweg. Durch Sonderzahlungen, Zulagen und andere außertarifliche Einkommensbestandteile lagen sie im Jahresvergleich einen ganzen Prozentpunkt über den Tariflöhnen. Der gleichzeitige Anstieg der Verbraucherpreise um 1,7% sorgte dabei jedoch für einen dämpfenden Effekt auf die realen Tariflöhne.

Unter Berücksichtigung des – aus Arbeitnehmersicht – günstigen Arbeitsmarktes, dürfte sich die positive Gesamtdynamik auch in 2018 weiter fortsetzen. Die nachfolgende Tabelle gibt einen Überblick der größeren Tarifverhandlungen der kommenden Monate:

Tarifverhandlungen ausgewählter\* Branchen

4

Tarfbereich	Kündigungstermin	Tarif-Forderung	Ergebnis	Arbeitnehmer
Gebäudereinigerhandwerk	31.10.2017			429.400
Privates Verkehrsgewerbe (Niedersachsen, Hessen, Rheinland-Pfalz)	31.10.2017			159.000
Metall- und Elektroindustrie	31.12.2017			3.499.200
Holz und Kunststoff verarbeitende Industrie (Niedersachsen, Bremen, Westfalen-Lippe, Hessen, Rheinland-Pfalz, Baden-Württemberg, Bayern, Sachsen-Anhalt, Thüringen, Sachsen)	31.12.2017			177.800
Deutsche Post AG	31.01.2018			130.000
Volkswagen AG	31.01.2018			110.000
Öffentlicher Dienst (Bund und Gemeinden), Versorgungsbetriebe (TV-V), Bundesagentur für Arbeit, DRV Bund, TgDRV, Knappschaft-Bahn-See, Bundeseisenbahnvermögen, Sparten-TV "Nahverkehr" (Niedersachsen, Nordrhein-Westfalen, Hessen, Rheinland-Pfalz, Baden-Württemberg, Sachsen), Land-schaftsverbände (Westfalen-Lippe und Rheinland)	28.02.2018			2.447.100
Bauhauptgewerbe	28.02.2018			699.000
Maler- und Lackierergewerbe (o. Saarland)	31.03.2018			114.600
Hotel- und Gaststättengewerbe (Bayern)	30.04.2018			144.700
Chemische Industrie (Nordrhein, Hessen, Rheinland-Pfalz)	31.07.2018			234.000
Hotel- und Gaststättengewerbe (Nordrhein-Westfalen)	31.07.2018			118.100
Chemische Industrie (Schleswig-Holstein, Hamburg, Niedersachsen, Bremen, Westfalen, Baden-Württemberg, Bayern, Berlin-West)	31.08.2018			268.300
Druckindustrie	31.08.2018			138.000

\* Verhandlungen für mehr als 100.000 Arbeitnehmer  
Quellen: WSI-Tarifarchiv, Deutsche Bank Research

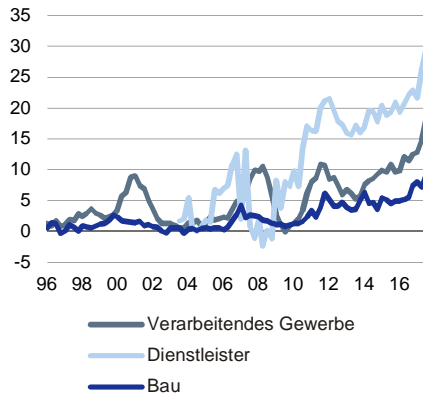


## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

### Knappes Arbeitsangebot

5

Arbeitsangebot als wichtige Hürde, Anteil Firmenmeldungen, %



Quelle: EU-Kommission

Die jüngsten Meldungen des Statistischen Bundesamtes unterstreichen diese Tendenz. So waren nach den vorläufigen Berechnungen im Juli 2017 rund 44,2 Mio. Personen mit Wohnort in Deutschland erwerbstätig. Das ist der höchste Wert seit der deutschen Wiedervereinigung. Damit einhergehend hat die Kapazitätsauslastung der deutschen Volkswirtschaft weiter zugenommen. Angesichts dieses Umfeldes deuten auch die Arbeitsmarktführindikatoren auf eine weiterhin zunehmende Verknappung auf dem Arbeitsmarkt.

Die kommende Tarifrunde wird Verhandlungen für rund 8,6 Mio. gewerkschaftlich organisierte Arbeitnehmer umfassen. Sie beginnt im Januar mit der „Metalltarifrunde 2018“. Allein diese Verhandlungen betreffen rund 3,5 Mio. Beschäftigte der Metall- und Elektroindustrie. Gemäß den Gewerkschaftsveröffentlichungen sollen neben den Entgeltverhandlungen vor allem arbeitszeitpolitische Forderungen im Mittelpunkt stehen. Im Februar folgen dann die Verhandlungen für rund 2,4 Mio. Mitglieder des Öffentlichen Dienstes (Bund und Gemeinden) und seiner Spartengewerkschaften sowie für die 0,7 Mio. Mitglieder der IG Bau. Damit werden gleich zu Beginn des Jahres die anstehenden Abschlüsse für rund 80% der von dieser Tarifrunde betroffenen Arbeitnehmer verhandelt. Den Abschlüssen der Metall- und Elektroindustrie wird im Allgemeinen eine Signalwirkung für die folgenden Verhandlungen beigemessen.

### Entgeltforderungen und höhere Arbeitszeitflexibilisierung

Zu den Tarifforderungen der Arbeitnehmer zählen üblicherweise höhere Entgelte und Einmalzahlungen. In der Regel kann davon ausgegangen werden, dass die Gewerkschaftsforderungen etwa zur Hälfte erfüllt werden. Aufgrund der gegenwärtigen Arbeitsmarktsituation, sollte die Arbeitnehmerseite eine starke Verhandlungsposition besitzen und entsprechend hohe Forderungen durchsetzen können.

Bei näherer Betrachtung der bis jetzt vorliegenden gewerkschaftlichen Forderungen und Initiativen zeigt sich, dass neben der Berücksichtigung der Auswirkungen der kommenden Digitalisierung, auch arbeitszeitpolitische Themen wieder zunehmend Gewicht erhalten. Mit Blick auf die tendenziell alternde Erwerbsbevölkerung wird dies auch in Zukunft sicher keine Ausnahme bleiben. So liegt es nahe, dass Arbeitnehmer im fortgeschrittenen Erwerbsalter eine höhere Präferenz für mehr Arbeitszeitsouveränität und die Unterstützung für eine berufs begleitende Weiterqualifikation haben.

Die IG Metall fordert beispielsweise eine stärkere Arbeitszeitsouveränität. Dazu zählen die Wechsellmöglichkeit in Teilzeit, mit einem zugesicherten Recht auf Rückkehr in die Vollzeitbeschäftigung und ein Entgeltausgleich bei Auszeiten für Bildung, Kinderbetreuung oder Pflege. Die endgültigen Forderungen – insbesondere die der Löhne – beschließt die Tarifkommission der Metall- und Elektroindustrie jedoch erst am 14. September 2017.

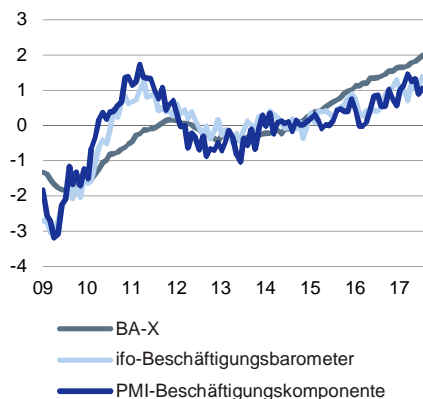
Im jüngsten Tarifabschluss der Versicherungsbranche, hat die Dienstleistungsgewerkschaft ver.di explizit Maßnahmen zur Weiterqualifikation im Kontext der Digitalisierung der Arbeitswelt ausgehandelt. Unter der Maxime „Schutz im digitalen Wandel“, umfasst die Einigung Regelungen für Ansprüche zur Qualifizierung von Beschäftigten, deren Arbeitsplätze infolge der Digitalisierung wegzufallen drohen. Daneben konnten auch in dieser Branche Regelungen zur Arbeitszeitsouveränität, wie sie bereits zuvor benannt wurden, festgeschrieben werden.

Die endgültigen Tarifforderungen für die 2,4 Mio. Beschäftigten des öffentlichen Dienstes werden voraussichtlich erst im Januar 2018 veröffentlicht. Da viele Beschäftigte dieses Sektors einen starken Kündigungsschutz genießen, dürften hier vor allem höhere Entlohnungen und mehr Arbeitszeitflexibilität im Vordergrund stehen.

### Hohe Arbeitsnachfrage

6

Standardisierte Werte (seit 2009)



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





## Verhandlungen auf Augenhöhe

Die gegenwärtig bekannten Tarifforderungen sowie die aktuellen gewerkschaftlichen Initiativen zum Thema Arbeitszeitsouveränität und Digitalisierung bilden einen dicken Forderungskatalog der Arbeitnehmer. In den kommenden Verhandlungen werden sich natürlich nicht alle Ziele in gleichem Maße erreichen lassen. Für die Arbeitgeberseite ergibt sich daraus die Möglichkeit, Tarifierhöhungen gegen die Forderungen nach Umsetzung von mehr Arbeitszeitflexibilität und Zusage von Qualifikationsmaßnahmen aufzuwägen. So könnten die reinen Entgeltergebnisse in einigen Branchen gemäßiger ausfallen. Im Gegenzug sollten sich dann die nichtmonetären Forderungen in größerem Umfang durchsetzen lassen. Dabei sind jedoch branchenspezifische Besonderheiten zu berücksichtigen. So kann eine Arbeitszeitflexibilisierung nur in begrenztem Maße möglich sein oder die Auswirkungen der kommenden Digitalisierung werden von der Arbeitnehmerseite unterschiedlich beurteilt. Für die Arbeitgeberseite kann zudem der Anreiz bestehen, eher auf die mittelfristigen Forderungen der Arbeitnehmer einzugehen, als sich mit längerfristigen Manteltarifregelungen festzulegen. Hinsichtlich der gesamtwirtschaftlichen Perspektiven und insbesondere der gegenwärtigen Arbeitsmarktsituation in Deutschland, könnte die kommende Tarifrunde von einem entgegenkommenderen Verhandlungsverhalten der Arbeitgeberseite geprägt sein, sofern Maßnahmen vermeiden werden, die zu einer Verringerung der individuellen Arbeitszeiten führen könnten. In einigen Bereichen die unter Volldampf stehen – allen voran die Bauindustrie, wo Digitalisierung oder Importkonkurrenz eine untergeordnete Rolle spielen – erscheinen allerdings Abschlüsse auch deutlich über 3% möglich.

Schließlich können sich die Gewerkschaften auch durch die Kommentare verschiedener ökonomischer Institutionen zu ambitionierten Forderungen ermutigt fühlen. So betont beispielsweise der Internationale Währungsfond insbesondere die wichtige Rolle der deutschen Lohn- und Preisentwicklung für die Normalisierung in der Inflation in der Eurozone. Die Bundesbank verweist in ihrem aktuellen Monatsbericht auf die Bedeutung einer positiven Einkommensentwicklung für den privaten Verbrauch. So empfiehlt auch die Europäische Kommission höhere Reallöhne, um weitere Anreize zum Arbeitseintritt zu schaffen.

## Anhaltende Persistenz niedriger Inflationserwartungen normalisiert sich nur langsam

Nach der sehr moderaten Lohnentwicklung der letzten Jahre, verspricht die Tarifrunde des Jahres 2018 nun stärkere Zuwächse. Damit sollten auch zunehmende binnenwirtschaftliche Impulse auf die Kerninflation einhergehen, sodass sich der Zusammenhang aus Lohn- und/oder Verbraucherpreis-inflation sowie den Maßen der Kapazitätsauslastung wie der Arbeitslosigkeit oder der Output-Lücke langsam normalisieren sollte.

Die zurückliegenden Jahre waren von den Risiken der europäischen Staatsschuldenkrise geprägt. Durch deren langandauernde, unstrukturierte und eher „ereignisorientierte“ politische Bewältigung haben sich die ökonomischen Erwartungen nur sehr langsam aufgehellt. In diesem Zusammenhang war auch die Kerninflation anhaltend gering. Dies konnte zu einer tieferen Verankerung der Inflationserwartungen führen. Somit waren die vergangenen moderaten Lohnabschlüsse nicht ungewöhnlich.

Auch aus globaler Perspektive kamen lohndämpfende Effekte hinzu, die ihren Höhepunkt jedoch mittlerweile überschritten haben sollten. So wirkte eine zunehmende wirtschaftliche Verflechtung wie ein positiver Angebotsschock auf



## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

---

den globalisierten Arbeitsmarkt.<sup>3</sup> Davon blieben auch die deutschen Arbeitnehmer nicht unbeeinflusst. Sie haben sehr wohl wahrgenommen, dass Produktionsstätten in das Ausland verlagert wurden und sich Fertigungsketten internationalisierten. Auch diese Entwicklung förderte eine Lohnzurückhaltung und damit auch die anhaltend niedrige Kerninflation, trotz der hohen Auslastung der heimischen Volkswirtschaft. Die jüngsten protektionistischen Forderungen zeigen sich jedoch auch die politischen Grenzen der globalen Integration.

### Fazit

Zusammen mit einem sich verfestigenden Fachkräftemangel, der stetig steigenden Zahl offener Stellen und im Kontext unserer aktuellen BIP-Prognose erwarten wir für die anstehenden Abschlüsse des kommenden Jahres ein fortgesetztes Anziehen der Tariflöhne. Hinzu kommt, dass im ersten Quartal des kommenden Jahres relativ langlaufende Tarifverträge in Kernbranchen der deutschen Wirtschaft enden. Da beim Abschluss dieser Verträge Anfang 2016 die wirtschaftlichen Aussichten von den Tarifpartnern eher vorsichtig eingeschätzt wurden, fielen die vereinbarten Lohnzuwächse im Rückblick sehr moderat aus. Eventuelle Nachschlagforderungen und die enge Lage am Arbeitsmarkt könnten daher in 2018 zu kräftigeren Lohnanstiegen von zum Teil über 3% führen.

Auf diesen Abschlüssen liegt nicht nur das Augenmerk der Arbeitnehmer. Höhere deutsche Lohnabschlüsse dürften auch der EZB das Leben, d.h. die Normalisierung ihrer Geldpolitik leichter machen. Wie wir bereits 2016 angemerkt haben, könnten sich mit einer weiteren Stärkung des deutschen Konsums die Exportchancen anderer Staaten des Euro-Raums verbessern.<sup>4</sup>

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

---

<sup>3</sup> Goodhart, Ch. und M. Pradhan (2017). Demographics will reverse three multi-decade global trends. BIS Working Papers No. 656.

<sup>4</sup> Rakau, O. und H. Peters (2016). Moderate Lohnrunde 2016. Ausblick Deutschland. 28. Januar 2016. Deutsche Bank Research.

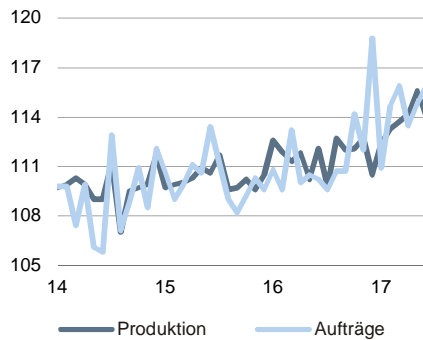


## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

### Produktion legt im 1. Halbjahr 2017 zu

1

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2010=100

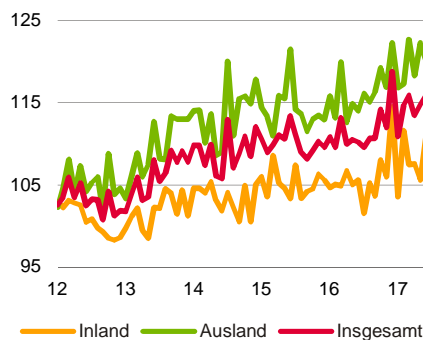


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Aufträge uneinheitlich

2

Verarbeitendes Gewerbe in DE, Auftragseingang, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Erzeugerpreise liegen über Vorjahresniveau

3

Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe in DE, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

## Deutsche Industrie: Blendende Stimmung, Produktionsprognose für 2017 auf 3% angehoben

- Aufgrund der sehr guten Stimmungsindikatoren sowie der insgesamt robusten Zahlen zu Produktion und Aufträgen im 1. Halbjahr 2017 haben wir unsere Produktionsprognose für das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland im Gesamtjahr 2017 von derzeit 1,5% auf 3% angehoben. Dies schließt monatliche zwischenzeitliche Rückschläge bei der Produktion auf Monatebene natürlich nicht aus; dies war zuletzt im Juni der Fall. Aber bereits ein flacher Produktionsverlauf im weiteren Jahresverlauf von 2017 würde schon ausreichen, um im Gesamtjahr die 2%-Marke zu erreichen.
- Die Stimmung in der deutschen Industrie ist ausgesprochen positiv. Dies ist angesichts des im Vergleich zu früheren Aufschwungphasen recht moderaten Produktionswachstums sowie der vielen wirtschaftlichen und politischen Risiken bemerkenswert; einige der Risiken sind zuletzt freilich gesunken. Die Unternehmen haben sich eventuell an eine Art „New Normal“ gewöhnt. Vielleicht reichen den Unternehmen Wachstumsraten bei der Industrieproduktion um die 3%, um ganz überwiegend zufrieden zu sein. Vielleicht ist die gute Stimmung aber vor allem ein Ausdruck dafür, dass die deutsche Wirtschaft trotz der Risiken rund läuft.

Im 2. Quartal 2017 lag die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland um real 1,3% über dem Niveau des 1. Quartals. Dies war der vierte Anstieg in Folge und zugleich der kräftigste seit dem 1. Quartal 2016. Bei den Auftrags-eingängen fiel der Zuwachs weniger dynamisch aus (2. Quartal 2017: +0,8% gg. Vq.). Zudem sind auf Monatebene nach wie recht kräftige Schwankungen zu beobachten; von einem stabilen Aufwärtstrend kann hier jedenfalls noch keine Rede sein. Unter dem Strich entwickelte sich die Industriekonjunktur im 1. Halbjahr 2017 aber recht positiv. Im Vorjahresvergleich ist arbeitstäglich bereinigt ein Plus von 2,1% zu verzeichnen.

Wenn man berücksichtigt, dass die deutsche Industrieproduktion von 2011 bis 2016 insgesamt nur um real 3,3% zugelegt hat, ist das Ergebnis des 1. Halbjahrs 2017 positiv zu bewerten. Dennoch bietet ein Produktionsplus von etwa 2% gg. Vj. eigentlich keinen Anlass für Jubelstürme. In früheren Konjunkturaufschwüngen expandierte die Industrieproduktion häufig sehr viel kräftiger. Beispielsweise nahm sie zwischen 2003 und 2008 insgesamt um 22,6% zu. Im gleichen Zeitraum stiegen die Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe damals um gut 10%, während sie sich zwischen 2011 und 2016 gerade mal um 0,8% erhöhten. Zu berücksichtigen ist freilich, dass zwischen 2003 und 2008 auch die Rohstoffpreise stärker zulegten. Zwar liegen die Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe am aktuellen Rand um immerhin 2,3% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Dieser Zuwachs basiert aber fast ausschließlich auf rohstoffnahen Branchen (Metallerzeugung, Chemie) sowie dem Ernährungsgewerbe. Eine Erzeugerpreis-inflation auf breiter Front ist damit nicht zu erkennen.

### Was steckt hinter der blendenden Stimmung?

Angesichts dieser in Summe ordentlichen, aber keinesfalls außergewöhnlich kräftigen Industriekonjunktur ist es bemerkenswert, dass sich die Stimmungsindikatoren in der deutschen Industrie seit einigen Monaten auf einem regelrechten Höhenflug befinden. Der Geschäftsklimaindex des ifo Instituts für das Verarbeitende Gewerbe lag im August 2017 auf dem höchsten Wert seit der Wiedervereinigung. Gerade die die aktuelle Lage wird von den Unternehmen überaus positiv eingeschätzt.

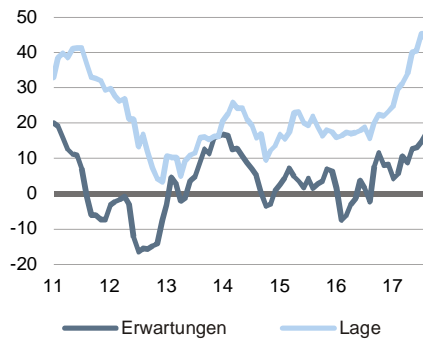


## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

### Stimmung in der Industrie auf Rekordniveau

4

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen

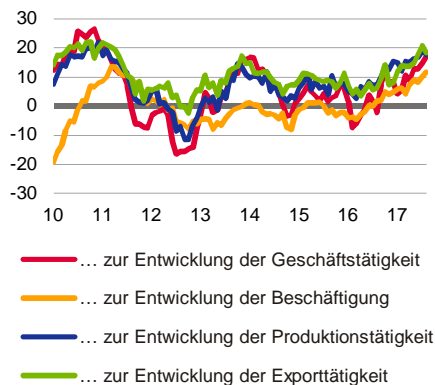


Quelle: ifo Institut

### Positive Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe

5

Erwartungen der Unternehmen in DE, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen

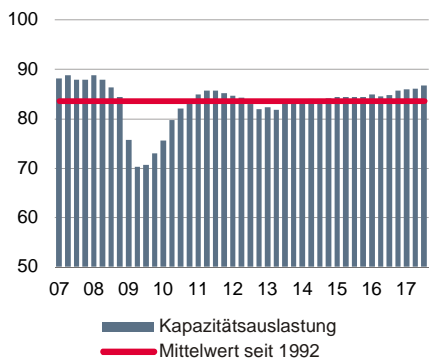


Quelle: ifo Institut

### Hohe Kapazitätsauslastung

6

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %



Quelle: ifo Institut

Bemerkenswert ist die hervorragende Stimmung auch deshalb, weil die politischen und wirtschaftlichen Risiken derzeit nicht klein sind. Der Brexit-Beschluss sowie die daraus resultierenden Unsicherheiten, US-Präsident Trumps kritische Haltung zum Freihandel allgemein und speziell zum deutschen Außenhandelsüberschuss, die politischen Spannungen zwischen der EU und Russland oder der Türkei, die Flüchtlingskrise, Terroranschläge in Europa oder der verbale Schlagabtausch zwischen den USA und Nordkorea sind Beispiele hierfür. Die jüngste Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar kommt als Belastungsfaktor für exportorientierte Branchen in Deutschland hinzu. Zugleich könnte das Ergebnis der Frankreich-Wahl jedoch die Hoffnung genährt haben, dass wirtschaftliche Reformen in Frankreich positiv auf andere EWU-Länder ausstrahlen.

Unser Ausblick für die Investitionstätigkeit in Deutschland hat sich zuletzt zumindest aufgehellt, nicht zuletzt wegen der Datenrevisionen für frühere Quartale sowie der guten Stimmungsindikatoren. Die Dynamik fällt im Vergleich zu früheren Investitionszyklen zwar noch immer moderat aus. Die abwartende Haltung der privaten Unternehmen löst sich aber allmählich auf. Wir erwarten nun, dass die Ausrüstungsinvestitionen 2017 um 2,2% wachsen (vorherige Prognose: +1,1%). Zu Beginn des 3. Quartals lag die Kapazitätsauslastung der Unternehmen um gut 3%-Punkte über dem langfristigen Durchschnitt.

## Zufriedenheit mit dem „New Normal“?

Über die Gründe für die derzeit besonders gute Stimmung in der deutschen Industrie lässt sich trefflich spekulieren. Vielleicht liegt es zu einem Teil daran, dass sich die Unternehmen an eine Art „New Normal“ gewöhnt haben. Vielleicht reichen den Unternehmen Wachstumsraten bei der Industrieproduktion zwischen 2% und 3%, wohlgerne in konjunkturell guten Zeiten, um ganz überwiegend zufrieden zu sein. Vielleicht ist die gute Stimmung aber vor allem ein Ausdruck dafür, dass es trotz der oben genannten immensen wirtschaftlichen und politischen Risiken nicht zu Friktionen in der (deutschen) Wirtschaft gekommen ist, dass es quasi dennoch rund läuft.

## Produktionsprognose für 2017 auf +3% angehoben

Zurück zur Konjunktur: Aufgrund der sehr guten Stimmungsindikatoren sowie der Zahlen zu Produktion und Aufträgen im 1. Halbjahr 2017 haben wir unsere Produktionsprognose für das Verarbeitende Gewerbe im Gesamtjahr 2017 von derzeit 1,5% auf 3% angehoben. Zwar könnte es auch im 2. Halbjahr bei der Produktion auf Monatsebene zu zwischenzeitlichen Rückschlägen kommen; dies war zuletzt im Juni der Fall. Aber bereits ein nur flacher Produktionsverlauf im weiteren Jahresverlauf von 2017 würde schon ausreichen, um im Gesamtjahr die 2%-Marke zu erreichen. Wir erwarten zudem, dass der stärkere Euro vor allem 2018 dämpfenden Spuren im Produktionsergebnis hinterlassen wird und noch nicht so sehr im 2. Halbjahr 2017. Für 2018 prognostizieren wir daher ein Produktionsplus von 1 ¾%. Impulse könnten im kommenden Jahr von etwas höheren Ausrüstungsinvestitionen im Inland ausgehen. Die Erzeugerpreise könnten in beiden Jahren um jeweils etwa 2% bis 3% zulegen.

Die Industriebeschäftigung befindet sich 2017 auf Rekordniveau. Der enge Arbeitsmarkt dürfte dazu beitragen, dass die Löhne in den anstehenden Tarifverhandlungen recht kräftig zulegen. Als Gegenreaktion dürfte der Beschäftigungsaufbau 2018 geringer ausfallen als im laufenden Jahr.

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





## Unser EZB-Szenario: Auf dem Weg zu einer „taubenhaften Straffung“

- Unseres Erachtens wird die EZB am 7. September keine neuen Aussagen zur Geldpolitik treffen. Zwar ist in den kommenden Monaten mit einem ersten Schritt zum Ausstieg aus der QE zu rechnen, aber da die EZB eine Überreaktion des Marktes befürchtet, dürfte sie im September nur ein schwaches entsprechendes Signal geben. Wahrscheinlich wird die EZB im September weitgehend dieselben Begriffe wie bisher verwenden – „Vertrauen“, „Geduld“, „dauerhaft“ und „Umsicht“ – und gleichzeitig darauf hinweisen, dass der EUR-Wechselkurs „von Bedeutung“ für Wachstum und Inflation sei. Statt den Ausstieg klar und deutlich vorab zu signalisieren, dürfte die EZB eine – möglicherweise im Oktober angekündigte – Ausstiegsscheidung eher in eine taubenhafte Rhetorik verpacken.
- Draghi hatte eine geldpolitische Entscheidung für „den Herbst“ angekündigt. Dass diese bereits am 7. September erfolgt, ist bisher nicht abzusehen, zumal die EZB noch mehr Informationen benötigt. Und ob der 14. Dezember noch als „Herbst“ gelten kann, ist fraglich. Es ist durchaus möglich, dass die EZB bis zum Dezember wartet. Dann muss sie sorgfältig zwischen zwei Faktoren abwägen: Einerseits stehen ihr im Dezember bereits die Prognosen für 2020 zur Verfügung, andererseits haben die Märkte in diesem Fall nur zwei Wochen Zeit, um sich auf die QE-Pläne für Januar vorzubereiten. In unserem Basisszenario gehen wir von einer Entscheidung am 26. Oktober aus, was implizit bedeutet, dass die im September vorhandenen Prognosen zwar als Entscheidungsgrundlage nicht ausreichen, aber die Dezember-Prognosen auch nicht benötigt werden. Eine Teilnormalisierung der Inflation, bei der die Kernrate im Durchschnitt der vorausgehenden sechs Monate bei über 1% läge, könnte als Anlass für eine Ausstiegssankündigung im Oktober dienen.
- Ob sich die Kerninflationsrate vollständig normalisiert, ist bisher nicht klar. Insofern obliegt es der EZB, ein Überschießen der Märkte und insbesondere des Wechselkurses zu vermeiden. Dem jüngsten Sitzungsprotokoll zufolge befürchtet die EZB, der Markt könne geldpolitische Signale überinterpretieren, sodass die monetären Bedingungen zu rasch restriktiv würden. Daher ist wohl eine „taubenhafte Straffung“ erforderlich, bei der die Bedingungen an den Finanzmärkten weiterhin locker bleiben.
- Die beiden vorausgehenden Ausstiegsschritte wurden mit sinkenden Deflationsrisiken begründet. Der nächste Schritt, nämlich eine Verringerung des Kaufvolumens auf EUR 40 Mrd. in H1 2018, dürfte mit dem Verweis auf eine über 1% liegende Kerninflationsrate gerechtfertigt werden. Als taubenhaftes Gegengewicht sollten folgende Maßnahmen dienen: (a) die Verlängerung der QE bis Juni (möglicherweise sogar September) 2018; (b) der Hinweis darauf, dass sich die Inflation zwar beschleunigt hat, aber noch nicht wieder dauerhaft dem Zielwert entspricht, sich noch nicht stabilisiert hat und weiterhin für eine weitere Wechselkursaufwertung anfällig ist; und (c) eine Beibehaltung der QE-Guidance, d.h. der Bereitschaft, das Volumen und/oder die Dauer der QE erforderlichenfalls wieder zu erhöhen.

### Basisszenario der Deutschen Bank für den „Ausstieg“ der EZB

**QE:** Voraussichtlich wird die EZB am 26. Oktober eine erneute Verlängerung der QE bis zum Juni 2018 und eine Senkung des Kaufvolumens auf EUR 40 Mrd. pro Monat bekanntgeben. Sechs Monate später wird sie wahrscheinlich eine ähnliche Entscheidung treffen und die QE zum letzten Mal verlängern, wobei das Volumen in H2 2018 nur noch bei EUR 20 Mrd. liegen sollte. Ende 2018



dürfte QE dann beendet sein. Durch diese allmähliche QE-Verringerung kann die EZB Engpässe am Markt für Bundesanleihen vermeiden.

**QE-Guidance:** Derzeit lautet die Guidance, dass die EZB erforderlichenfalls zur Erhöhung bzw. Verlängerung der QE bereit ist. Der Rat hat bereits über eine mögliche Anpassung der QE-Guidance diskutiert. Unseres Erachtens wird die QE-Guidance jedoch noch auf einige Zeit hinaus nicht geändert werden. Einige Ratsmitglieder haben bereits eine abweichende Meinung geäußert. Sie differenzieren zwischen der Leitzinsguidance („eine Erwartung“) und der QE-Guidance („eine Reaktionsfunktion“). Diese Unterscheidung wurde von Draghi in der Frageunde am 8. Juni erwähnt, was darauf hindeutet, dass er an der QE-Guidance festhalten möchte. Einige politische Ereignisrisiken (Stichwort Italien) stehen noch an, sodass die bedingte Zusage, die QE erforderlichenfalls zu verlängern und/oder zu erweitern, unseres Erachtens auch als Absicherung dient.

**Leitzinsen:** Der Refi-Satz dürfte unseres Erachtens bis Mitte 2019 unverändert bleiben und danach pro Jahr etwa um zwei Viertelprozentpunkte angehoben werden. Der reale neutrale Zinssatz liegt derzeit unseres Erachtens bei etwa Null, woraus sich ein nominaler neutraler Zinssatz von rund 2% ergibt<sup>5</sup>. Aufgrund exogener Ereignisse oder Problemen in Bezug auf die Tragbarkeit der Verschuldung in der EU könnte der Leitzins zum Ende des Zyklus hin jedoch niedriger liegen.

Wir gehen weiterhin von einer einmaligen Anhebung des Einlagensatzes um 15 - 20 Bp. zur Jahresmitte 2018 aus. Derzeit wird diese Auffassung vom Markt nicht geteilt. Nach Auffassung des Marktes wird es dazu nur kommen, wenn die Renditen bereits langsam anziehen und der EUR-Wechselkurs abwertet. In einem solchen Falle spräche vieles dafür, das europäische Finanzsystem durch eine Verringerung der Differenz zwischen Einlagen- und Refisatz bei einer Rückkehr zur Bankenfinanzierung zu unterstützen<sup>6</sup>.

**Zinsguidance:** Derzeit heißt es in der Guidance, die „Leitzinssätze“ (im Plural) sollten bis „deutlich nach dem Ende“ der Nettokäufe von Vermögenswerten unverändert bleiben. Bevor die EZB tatsächlich den Einlagensatz anhebt, muss sie diese Zinsguidance ändern. Der Markt wird auf eine Änderung der Formulierungen sofort reagieren, weshalb wir mit einem solchen Schritt erst Mitte 2018 rechnen.

Wahrscheinlich wird sich der Markt nur schwer vorstellen können, dass es bei einem Zinsschritt bleibt. Die EZB kann versuchen, die Marktreaktion verbal zu dämpfen, indem sie z.B. äußert, sie erwarte, dass der wichtigste Leitzins bis deutlich nach dem Ende der Nettokäufe von Vermögenswerten unverändert bleibe, schließe aber eine technische Anpassung des Zinskorridors zur Normalisierung der Spreads und Glättung der Anpassung des Bankensystems an eine

---

<sup>5</sup> „A modern policy rule and the ECB's exit strategy“, DB Special Report, 24. März 2017.

<sup>6</sup> Es gibt ein Szenario, in dem die Einlagensatzerhöhung nicht mehr im selben Maße vom EUR-Wechselkurs abhängig ist. Dies wäre dann der Fall, wenn ein solcher Schritt Teil einer übergreifenden Neuausbalancierung der Politik wäre. Falls Deutschland ein Ende der unkonventionellen Politik und einen stärkeren Wechselkurs wünscht, ist dies dauerhaft nur möglich, wenn gleichzeitig der politische Mix neu ausbalanciert wird. Dafür wäre erforderlich: eine lockerere Fiskalpolitik in denjenigen Ländern, die sich dies leisten können (z.B. Deutschland), Strukturreformen in denjenigen Ländern, die in dieser Beziehung hinterherhinken und damit anfälliger für eine EUR-Aufwertung sind (z.B. Frankreich) und eine engere Integration des Euroraums, um systemische Anfälligkeiten zu bekämpfen. Vgl. ECB Preview: Signal strength, tactical hawkishness and policy rebalancing“, DB Focus Europe, 14. Juli 2017.



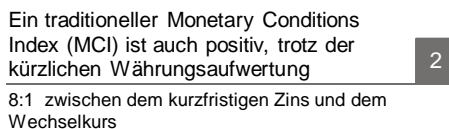
## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

geringere QE nicht aus, solange dies ohne Beeinträchtigung der Bedingungen an den Finanzmärkten geschehen könne.

### Begründung für einen Ausstieg der EZB. Lockere monetäre und finanzielle Bedingungen

Dass die Konjunktur in den vergangenen Quartalen rund lief und sich von der politischen Unsicherheit abkoppeln konnte, ist unseres Erachtens nicht zuletzt auf die lockeren Bedingungen an den Finanzmärkten zurückzuführen. Unser marktbasierter Index für die Finanzmarktbedingungen („financial conditions index“, FCI) verharrt weiterhin im positiven Bereich, was für ein über der Trendrate liegendes BIP-Wachstum spricht. Unser FCI ist nominal. Bei einer allmählichen Inflationsbeschleunigung werden die realen Finanzierungsbedingungen lockerer (da die realen Renditen ansteigen). Wie Draghi in seiner Rede in Sintra sagte, muss die EZB ihre Geldpolitik aus Gründen der Umsicht so anpassen, dass die realen Finanzbedingungen unverändert bleiben.

Unser FCI wird anhand von Korrelationen zwischen verschiedenen Einzelkennzahlen für die finanziellen Bedingungen und das BIP-Wachstum gewichtet. Er gibt daher eher Korrelationen als kausale Beziehungen wieder. Ein traditioneller Index für die monetären Bedingungen („monetary conditions index“, MCI), bei dem die Kurzfristzinsen und der Wechselkurs entsprechend der jeweiligen Sensitivität des BIP gewichtet werden, bietet dagegen eine andere Perspektive für den Blick auf die Geldpolitik. Bei einem solchen Index liegt das Gewicht auf den Wirkungszusammenhängen, nicht auf Korrelationen. Üblicherweise verwenden derartige Indizes ein Verhältnis von 8:1 zwischen Zinsen und Wechselkurs. Danach bleiben die monetären Bedingungen auch nach der jüngsten Wechselkursaufwertung außerordentlich locker, auch wenn sie seit Q4 2014 (dem Quartal, in dem die EZB zum ersten Mal eine unkonventionelle Politik verfolgte) nicht so restriktiv waren wie jetzt.



### Kerninflationsrate und Mindestniveaus der Inflationsrate für einen Ausstieg

Wir haben an anderer Stelle anhand früherer geldpolitischer Entscheidungen der EZB zwei Mindestbedingungen ermittelt, die die Kerninflationsrate für einen Ausstieg der EZB aus der QE erfüllen muss. Erstens muss die aktuelle Kerninflationsrate bei mindestens 1% gg. Vj. liegen. Zweitens muss die erwartete Kernrate – definiert anhand der Inflationsprognose für den weitesten Prognosehorizont der EZB – mindestens bei 1,7% gg. Vj. liegen.

Die monetären und finanziellen Bedingungen sind mit Blick auf das Wachstum weiterhin locker. Die Inflation reagiert jedoch besonders sensibel auf den Wechselkurs. Aufgrund der Aufwertung des EUR-Wechselkurses seit den EZB-Prognosen vom Juni muss die Prognose für die Kernrate des HVPI für 2018 bzw. 2019 möglicherweise um jeweils ca. 0,2%-Punkte gesenkt werden. Dabei profitieren die zaghafte Belebung der Inflation und der Inflationsprognosen derzeit von der positiven BIP-Dynamik im Euroraum.

Aufgrund des steigenden Wechselkurses und des rascheren BIP-Wachstums könnte die EZB-Prognose für die Kernrate des HVPI im Jahr 2019 letztendlich moderat von 1,7% auf 1,6% gesenkt werden. Damit läge die Kerninflationsprognose für den weitesten Prognosehorizont unter unserem geschätzten Mindestwert von 1,7%. Wir interpretieren Draghis Rede in Sintra so, dass die EZB mit größerer Zuversicht davon ausgehen kann, dass die niedrige Inflationsrate vorübergehender Natur sei. Auf dieser Grundlage könnte die EZB es sich leisten, eine Normalisierung der Inflationsrate ein Jahr später, d.h. 2020 und nicht 2019,



## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

anzustreben. Kurz, eine Kernrate von 1,6% im Jahr 2019 würde unseres Erachtens kein Hindernis für einen Ausstieg darstellen.

### Eine QE-Entscheidung „im Herbst“ – was soll das bedeuten?

Draghi sagte bei der jüngsten Pressekonferenz, die EZB werde ihre nächste geldpolitische Entscheidung „im Herbst“ treffen. Damit wollte er den Zeitpunkt der QE-Entscheidung bewusst offen halten.

Bis zum Jahresende stehen noch drei Ratssitzungen an (am 7. September, am 26. Oktober und am 14. Dezember), deren Termine sämtlich als „im Herbst“ angesehen werden können.

DB-Erwartungen an EZB-Prognosen - Abwärtskorrekturen der Kerninflation voraussichtlich begrenzt

		BIP, %			HVPI, %			Kern HVPI, %		
		2017	2018	2019	2017	2018	2019	2017	2018	2019
EZB (Juni 2017)*	08. Jun 17	1.9	1.8	1.7	1.5	1.3	1.6	1.1	1.4	1.7
Deutsche Bank	01. Aug 17	2.2	2.0	---	1.5	1.4	---	1.0	1.3	---
IWF WEO	24. Jul 17	1.9	1.7	1.6	1.7	1.5	1.6	---	---	---
Studie prof. Prognostiker	21. Jul 17	1.9	1.8	1.6	1.5	1.4	1.6	1.1	1.3	1.5
Europäische Kommission	10. Mai 17	1.7	1.8	---	1.6	1.3	---	1.0	1.3	---
Consensus Economics Inc	07. Aug 17	2	1.8	---	1.5	1.3	---	---	---	---
Bloomberg consensus	25. Aug 17	2	1.7	1.5	1.5	1.4	1.7	---	---	---
EZB-Prognosen, Sep 2017										
-- DB-Erwartungen an EZB-Prognosen		2.1	1.9	1.8	1.5	1.3	1.5	1.1	1.3	1.6
-- Veränderung ggü. Prognosen von Juni 2017		0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	-0.1	0.0	-0.1	-0.1
Durchschnitte										
		2.0	1.8	1.6	1.6	1.4	1.6	1.0	1.3	1.5

\* EZB Kern-HVPI Prognose ohne Lebensmittel und Energie

- Eine Entscheidung im September scheint inzwischen sehr unwahrscheinlich, da die internen Ausschüsse keine Aufträge erhalten haben und Draghi bereits angedeutet hat, die EZB benötige noch mehr Informationen. Falls doch bereits im September eine Entscheidung gefällt würde, käme sicherlich die Frage auf, wie glaubwürdig die Kommunikation der EZB ist. Die Daten sprechen nicht für eine baldige taubenhafte Entscheidung. Und eine früher als erwartete falkenhafte Entscheidung stünde nicht damit im Einklang, dass die EZB ein Überschießen des Marktes vermeiden möchte. *7. September: indikative Wahrscheinlichkeit einer QE-Entscheidung: 10 – 20%.*
- Die Sitzung am 14. Dezember könnte noch als „im Herbst“ angesehen werden, da diese Jahreszeit nach Auffassung mancher Beobachter erst mit der Wintersonnenwende am 21. Dezember endet. Dabei müsste die EZB aber sorgfältig zwischen zwei Faktoren abwägen: Wenn sie bis Dezember wartet, liegen ihr einerseits bereits die wichtigen Inflationsprognosen für 2020 vor; andererseits können sich die Märkte dann nur einen halben Monat lang auf die QE-Pläne ab Januar 2018 vorbereiten. Zwar könnte die EZB durchaus





## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

bis zum 14. Dezember warten<sup>7</sup>, aber möglicherweise müsste Draghi dann bereits früh einen Hinweis auf die zu erwartende Entscheidung geben, damit die Märkte nicht ungeduldig werden. *14. Dezember: indikative Wahrscheinlichkeit einer QE-Entscheidung: 20 – 30%.*

- In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die EZB am 26. Oktober eine Entscheidung über die QE trifft. Wenn der Termin im September zu früh und derjenige im Dezember zu spät ist, spricht viel für den Oktober. Eine QE-Entscheidung im Oktober lässt Rückschlüsse auf die Bedeutung der Prognosen zu: Die September-Prognosen reichen nicht aus, und die Dezember-Prognosen sind nicht erforderlich. Dementsprechend hängt die QE-Entscheidung von einem anderen Faktor ab. Unseres Erachtens handelt es sich dabei um die Kerninflationsrate: Bis zum 26. Oktober dürfte die Kernrate des HVPI im Sechs-Monats-Durchschnitt über 1% und in fünf dieser sechs Monate tatsächlich über 1% gelegen haben. *26. Oktober: indikative Wahrscheinlichkeit einer QE-Entscheidung: 50 – 70%.*

### Was ist von der EZB am 7. September zu erwarten?

**Erstens wird die EZB unseres Erachtens am 7. September keine neuen Aussagen zur Geldpolitik treffen.** Es stellt sich nur die Frage, wie deutlich sie auf den Zeitpunkt und den Gehalt des nächsten Ausstiegsschritts hinweist. Da sie ein Überschießen der Märkte befürchtet, könnten etwaige Signale schwach ausfallen. Dies schließt einen Auftrag an die Ausschüsse nicht aus, wobei dieser aber nicht als Festlegung der EZB zu werten ist. Statt im September bereits einen Ausstieg im Oktober zu signalisieren und damit ein Überschießen der Märkte zu riskieren, dürfte die EZB eher noch einmal dieselben Begriffe wie bisher verwenden – „Vertrauen“, „Geduld“, „dauerhaft“ und „Umsicht“ – und dann die Ausstiegsentscheidung im Oktober taubenhaft verpacken.

**Zweitens wird Mario Draghi es nicht vermeiden können, sich am 7. September zum EUR-Wechselkurs zu äußern.** Dass Draghi sich in Lindau und Jackson Hole in den vergangenen Wochen nicht äußerte, heißt nicht, dass die EZB keine klare Haltung zu diesem Thema hat. Aber dies ändert nichts daran, dass die Sorge wegen des Wechselkurses im Protokoll der jüngsten EZB-Sitzung deutlicher zum Ausdruck gebracht wurde als erwartet: Es „wurde Sorge wegen eines möglichen Überschießens geäußert“.

**Dies deutet auf moderate verbale Interventionen hin.** Wie wir kürzlich geschrieben haben, könnte Draghi wohl am besten die notwendige Balance halten, wenn er den EUR-Wechselkurs als „wichtig“ für Wachstum und Inflation bezeichnet. Dies würde implizieren, dass die EZB weder völlig unbesorgt noch übermäßig besorgt ist. Völlige Sorglosigkeit könnte den Euro nach oben treiben und die Inflationsbeschleunigung verhindern, übermäßige Sorge dagegen könnte das Vertrauen in die Erholung ersticken. Draghi braucht ein ideales Ergebnis – nicht zu viel und nicht zu wenig –, bei dem die Erholung intakt bleibt, aber der Wechselkurs nicht aufwertet<sup>8</sup>.

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

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

<sup>7</sup> Eine Verschiebung gegenüber unserem Basisszenario könnte aus verschiedenen Gründen erfolgen, z.B. weil der EUR überschießt, aus geopolitischen Gründen (von den Spannungen mit Nordkorea bis hin zu einem „government shutdown“ in den USA) oder aus dem Wunsch heraus, auf die im Dezember anstehenden Prognosen für 2020 zu warten.

<sup>8</sup> Vgl. Draghi and the "importance" of the EUR exchange rate, DB Focus Europe Special, 17. August 2017



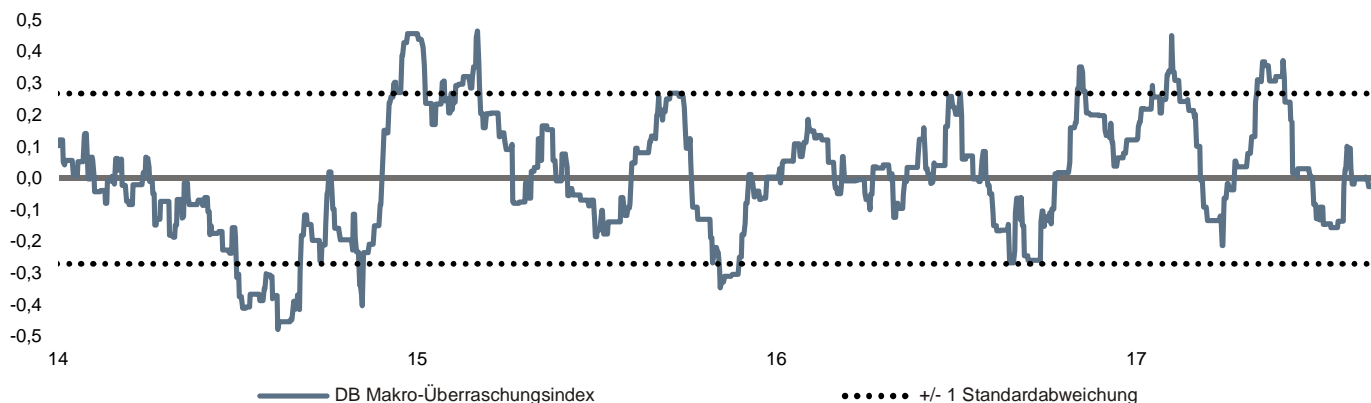
## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

### 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

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
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	0,8
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	6 2017	31.07.2017	1,3	0,2	1,1	1,1	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	-9,0	-5,0	4,0	0,0	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
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	6 2017	08.08.2017	23,6	24,5	-0,9	-0,6	0,3
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	7 2017	11.08.2017	1,7	1,7	0,0	0,2	0,3
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	8 2017	22.08.2017	86,7	85,2	1,5	0,1	0,5
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	8 2017	22.08.2017	10,0	15,0	-5,0	-0,6	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	8 2017	23.08.2017	53,4	53,4	0,0	0,0	0,5
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	6 2017	25.08.2017	0,6	0,6	0,0	-0,1	0,3
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	7 2017	25.08.2017	1,9	2,3	-0,4	0,0	0,4
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	8 2017	25.08.2017	115,9	115,5	0,4	0,1	0,5
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	8 2017	30.08.2017	1,8	1,8	0,0	0,2	0,3
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	8 2017	31.08.2017	-5,0	-6,0	-1,0	-0,2	0,4
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	7 2017	31.08.2017	-1,2	-0,6	-0,6	-0,2	0,4
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	8 2017	01.09.2017	59,3	59,4	-0,1	-0,1	0,3

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

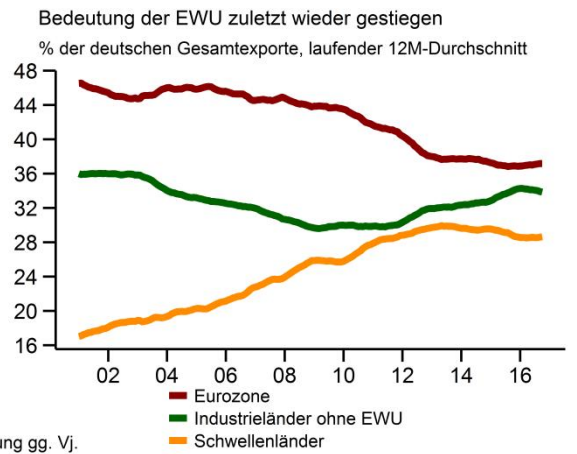
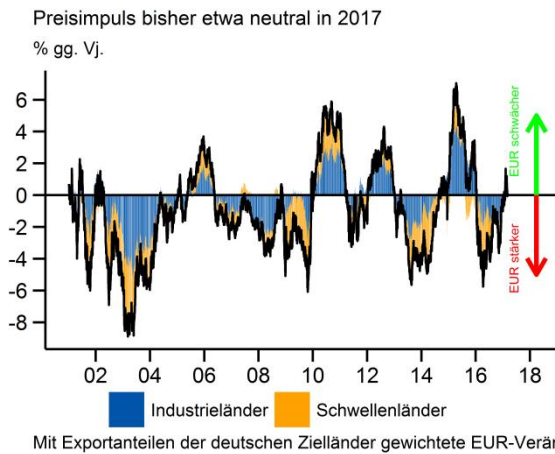
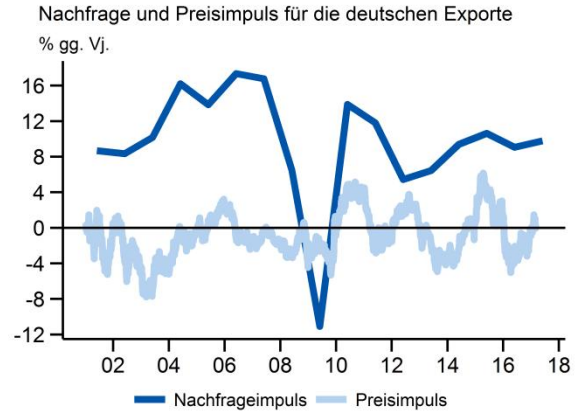
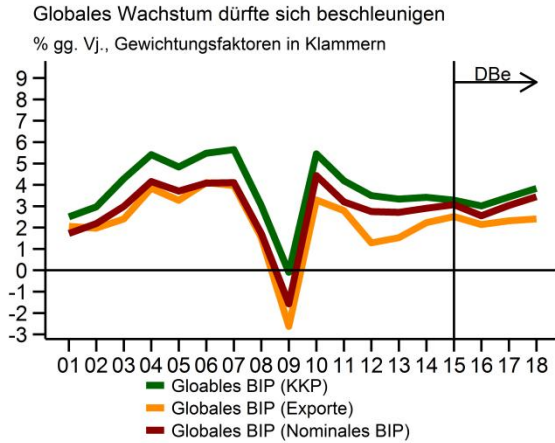
Quelle: Heiko Peters (2014). DB Makro-Überraschungsindex Deutschland. Ausblick Deutschland, 4. August 2014.



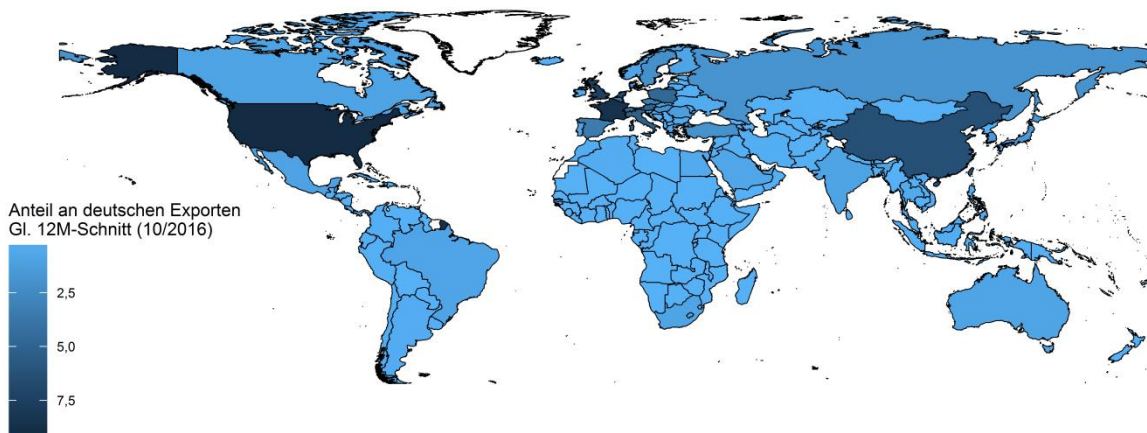
## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

### Deutscher Exportindikator

Der Exportindikator identifiziert die Auswirkungen von globalen Nachfrageveränderungen und von Währungsbewegungen (Preisimpuls) auf die deutschen Exporte.<sup>9</sup>



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)

<sup>9</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland, 3. März 2016.



## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
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 dürften CDU/CSU klar stärkste politische Kraft 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
6 Sep 2017	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Juli	0,3	1,0
7 Sep 2017	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Juli	0,6	-1,1
8 Sep 2017	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Juli	20,9	21,2
8 Sep 2017	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Juli	1,1	1,5
8 Sep 2017	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Juli	1,0	1,3
15 Aug 2017	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.)	Q2 2017	0,8	0,6
22 Sep 2017	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	September	58,8	59,3
22 Sep 2017	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	September	53,2	53,4
25 Aug 2017	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Details	Q2 2017	0,8	0,6
25 Sep 2017	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	September	115,7	115,9
28 Sep 2017	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	September	1,8	1,8
29 Sep 2017	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	August	1,0	-1,2
29 Sep 2017	09:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	September	5,7	5,7

\*lt. 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 - noch ohne Lohndruck

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
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	0,05	0,50	1,50	0,90	0,75
Jun 18	1,625	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,75

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	1,32	0,06	-0,33	0,28
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	2,15	0,01	0,33	1,06
Dez 17	2,75	0,05	0,60	1,40
Mrz 18	2,80	0,00	0,70	1,55
Jun 18	2,85	0,00	0,80	1,65

### 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	109,32	0,92	1,29	1,14	9,46	7,44	9,28	4,25	306,39	26,07
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 - noch ohne Lohndruck

Deutschland: Datenmonitor

	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Apr 2017	Mai 2017	Jun 2017	Jul 2017	Aug 2017	Sep 2017
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	108,1	110,7	111,2	114,3		113,1	114,6	115,2	116,0	115,9	
ifo Geschäftserwartungen	102,5	105,5	104,3	106,1		105,2	106,4	106,8	107,3	107,9	
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	102,6	105,4	106,1	109,5		107,9	110,3	110,4	112,0	112,3	
Produktion (% gg. Vp.)	0,2	0,0	1,2	1,8		0,7	1,2	-1,1			
Auftragseingang (% gg. Vp.)	0,1	4,2	-1,0	0,8		-2,1	1,1	1,0			
Grad der Kapazitätsauslastung	84,8	85,7	85,9	86,0	86,7						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	1,7	-1,6	4,6	5,2		-0,5	-1,1	-1,1			
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-4,6	8,2	0,4	-2,6		0,4	-6,6	3,9			
ifo Bauhauptgewerbe	126,8	129,5	128,4	130,3		129,8	130,6	130,4	131,5	133,3	
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-2,5	-1,5	-0,6	3,6		2,8	3,1	5,0	5,2	3,3	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,8	1,6	0,7	0,9		0,1	0,1	1,3	-1,2		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	4,2	-0,3	6,7	0,0		-8,0	12,9	-3,5	1,5	3,5	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	1,8	3,1	-0,4	1,0		-3,6	3,4	-2,0			
Exporte (% gg. Vp.)	-0,2	2,4	2,8	1,6		0,9	1,5	-2,7			
Importe (% gg. Vp.)	1,7	3,5	3,6	1,4		1,1	1,3	-4,4			
Nettoexporte (EUR Mrd.)	61,2	60,1	59,9	61,3		19,8	20,3	21,2			
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,1	6,0	5,9	5,7		5,8	5,7	5,7	5,7	5,7	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-28,3	-32,0	-59,7	-41,0		-14,0	-8,0	6,0	-8,0	-5,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,2	1,3	1,5	1,5		1,5	1,5	1,5	1,6		
ifo Beschäftigungsbarometer	109,0	111,1	110,3	111,1		111,4	110,8	111,0	112,1	111,2	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	0,4	1,0	1,9	1,6		2,0	1,4	1,5	1,5	1,8	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,1	1,2	1,0	1,4		1,6	1,1	1,5	1,5		
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-1,7	0,2	2,8	2,8		3,4	2,8	2,4	2,3		
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	2,9	19,2	32,7	8,9		16,5	8,3	2,0	2,7	4,8	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	46,6	51,1	54,5	50,8		53,8	51,4	47,6	49,1	51,9	52,5
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	6,2	10,0	18,9	17,6		17,4	17,5	17,9	15,1	15,8	
EC Unternehmensumfrage	3,0	6,2	13,0	12,2		11,7	13,4	11,4	11,9	10,4	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	1,6	2,2	1,0	2,5							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,1	2,2	2,5	2,4							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,7	3,8	1,0	3,8							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	6,6	5,7	6,0	5,6		5,1	4,9	5,6	4,6		
Trend von M3*						5,5	5,3	5,2	5,0		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	2,6	2,9	3,3	3,8		3,1	3,2	3,8	3,8		
Kredite an öffentliche Haushalte	-0,1	8,9	21,0	4,1		11,5	9,9	4,1	0,3		

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

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



## Konjunkturboom - noch ohne Lohndruck

---



## Ausblick Deutschland

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

- „ Konjunkturboom – noch ohne Lohndruck ..... 6. September 2017
- „ 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

© 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