



# Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

3. November 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

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

Jochen Möbert  
+49 69 910-31727  
jochen.moebert@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
Angestrebte Jamaika-Koalition: Nach der Sondierung ist vor den Verhandlungen.....	3
November-Steuerschätzung: Künftig noch mehr Geld im Staatssäckel?.....	7
Leistungsbilanzüberschuss rückläufig, aber Kritik an deutscher Wirtschaftspolitik dürfte anhalten .....	10
Industrie in der EU: West-Ostverschiebung hält an.....	12
EZB: Bloß kein „Taper-Tantrum!“ .....	18
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland .....	21
Exportindikator .....	22
Eventkalender .....	23
Datenkalender.....	24
Finanzmarktprognosen .....	25
Datenmonitor.....	26

**Angestrebte Jamaika-Koalition: Nach der Sondierung ist vor den Verhandlungen.** Es zeichnet sich ab, dass die Kanzlerwahl erst im Januar erfolgen könnte. Nachdem in der ersten Runde der Sondierungsgespräche bei vielen Themen entscheidende Details offen geblieben sind, stehen in den nächsten Wochen weitere herausfordernde Runden an. Erst danach sollen die eigentlichen Koalitionsverhandlungen erfolgen. Der gesamtwirtschaftliche Impuls einer schwarz-gelb-grünen Fiskalpolitik dürfte anfänglich, d.h. im Jahr 2018, eher begrenzt sein. Gleichwohl sind Schritte in die richtige Richtung einer Stärkung des Standortes Deutschland zu erwarten.

**November-Steuerschätzung: Künftig noch mehr Geld im Staatssäckel?** Auf gesamtstaatlicher Ebene könnten sich die Steuereinnahmen (gegenüber der letzten Steuerschätzung vom Mai 2017) für den Zeitraum 2018-21 um weitere kumulierte EUR 55 Mrd. erhöhen. Auf Bundesebene könnten rund EUR 20 - 25 Mrd. für die nächsten vier Jahre winken. Angesichts der langen Wunschliste der Jamaika-Unterhändler (mehr als EUR 40 Mrd.) wird eine mögliche Jamaika-Bundesregierung bei Fortführung der „Schwarzen Null“ jedoch nur einen Teil der Steuersenkungs- und Ausgabensteigerungswünsche umsetzen können.

**Leistungsbilanzüberschuss rückläufig, aber Kritik an deutscher Wirtschaftspolitik dürfte anhalten.** Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss sank von 9,1% gemessen am BIP im zweiten Halbjahr 2015 auf 7,5% im ersten Halbjahr 2017. Das kräftige Inlandswachstum und die Euroaufwertung dürften einen weiteren Abbau bewirken. Damit trägt Deutschland unter den großen Ländern aber weiterhin besonders stark zu den globalen Ungleichgewichten bei und die internationale Kritik an der deutschen Wirtschaftspolitik dürfte bestehen bleiben. Erst die allmählich wirkende demografische Überalterung der Gesellschaft könnte den Überschuss in der kommenden Dekade deutlich reduzieren.

**Industrie in der EU: West-Ostverschiebung hält an.** In den letzten Jahren haben sich die Anteile an der industriellen Bruttowertschöpfung innerhalb der EU verschoben, und zwar von Westen (und Süden) nach Osten. Größter Profiteur der geschilderten Verschiebung von West nach Ost ist Deutschland. Hier nahm der Anteil der Industrie an der gesamten Bruttowertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes in der EU zwischen 2009 und 2016 um 3%-Punkte auf 30% zu. Damit überstieg Deutschlands Anteil an der EU-Industrie im letzten Jahr jenen von Frankreich, Italien und Spanien zusammengenommen.

**EZB: Bloß kein „Taper-Tantrum!“** Der Markt wurde durch frühzeitige, klare Kommunikation gut auf die Entscheidung vorbereitet. Die EZB-Einschätzungen wurden moderat angehoben – beim Wachstum stärker als bei der Inflation. Weiterhin lockere finanzielle Bedingungen sind wichtig, damit sich die Inflation normalisieren kann. Wie angedeutet senkte die EZB das monatliche Nettovolumen der QE-Käufe (von EUR 60 Mrd. auf EUR 30 Mrd.), wird sie dafür aber länger fortsetzen. QE und die QE-Forward Guidance bleiben zeitlich unbegrenzt.



## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

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	1,8	2,2	2,0	0,2	1,5	1,4	3,3	3,0	2,6	-1,5	-1,3	-1,3
Deutschland	1,9	1,9	1,8	0,5	1,8	2,0	8,4	7,2	6,5	0,8	0,9	0,6
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	-2,5	-2,3	-2,2
Spanien	3,3	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	9,0	10,2	10,2	0,4	1,1	0,5
Belgien	1,5	1,9	2,0	1,8	2,2	1,7	0,1	0,0	0,5	-2,5	-2,1	-1,8
Österreich	1,6	2,4	1,9	1,0	2,1	1,8	2,1	2,0	2,3	-1,6	-1,0	-0,8
Finnland	1,9	2,5	1,9	0,4	0,9	1,2	-1,4	-0,5	0,0	-1,7	-0,8	-0,4
Griechenland	0,0	1,5	2,7	0,0	1,2	0,8	-1,1	-0,5	0,0	0,5	-2,0	-1,5
Portugal	1,5	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	-0,7	0,0	0,0
Großbritannien	1,8	1,6	1,0	0,6	2,6	2,7	-5,9	-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	3,1	2,7	2,4	1,0	1,6	1,8	4,7	4,8	4,8	1,9	0,7	0,7
Schweiz	1,4	1,5	1,9	-0,3	0,3	0,3	9,5	11,2	11,0	-0,1	0,5	0,5
Tschech. Rep.	2,5	3,8	3,0	0,7	2,4	2,2	1,1	1,3	1,0	0,6	0,3	0,0
Ungarn	2,0	3,8	3,5	0,4	2,3	2,6	6,1	3,1	2,5	-1,8	-2,3	-2,4
Polen	2,7	3,9	3,4	-0,6	1,9	2,0	-0,3	-1,0	-1,1	-2,5	-2,7	-2,9
USA	1,5	2,2	2,4	1,3	2,1	2,0	-2,4	-2,9	-3,2	-3,1	-3,6	-2,8
Japan	1,0	1,5	0,7	-0,1	0,3	0,4	3,7	4,0	4,2	-3,5	-3,5	-3,1
China	6,7	6,8	6,3	2,0	1,7	2,7	1,8	1,2	1,1	-3,8	-4,0	-4,0
Welt	3,1	3,7	3,7	3,9	5,3	10,6						

\*Inflationsdaten für EU-Länder basieren auf harmonisierten Verbraucherpreisindizes außer bei Deutschland. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

Prognosen Deutschland: BIP-Wachstum nach Komponenten, % gg.Vq., Jahresdaten % gg.Vj.

	2014					2015					2016				2017				2018			
	2014	2015	2016	2017P	2018P	Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	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	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	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	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	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	0,7	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	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	0,8	0,8	0,5	1,0	0,8	0,8	0,5	1,0	0,8	0,8	0,5	
Bau	2,3	-1,4	2,7	4,7	3,5	3,4	0,9	1,0	1,2	0,7	0,7	0,7	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	1,0	1,2	1,2	1,2	1,0	1,2	1,2	1,2	1,0	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	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	
Konsumentenpreise*	0,9	0,2	0,5	1,8	2,0	1,9	1,7	1,8	1,8	2,0	2,2	2,1	2,0	2,0	2,2	2,1	2,0	2,0	2,2	2,1	2,0	
Arbeitslosenquote, %	6,7	6,4	6,1	5,7	5,5	5,9	5,7	5,7	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4	5,6	5,5	5,4	5,4	5,6	5,5	5,4	5,4	
Industrieproduktion**	1,5	1,1	1,4	3,0	1,8																	
Budgetsaldo, % BIP	0,3	0,7	0,8	0,9	0,6																	
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	74,9	71,2	68,3	65,1	62,1																	
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,3	8,3	8,4	7,2	6,5																	
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	213	253	263	232	212																	

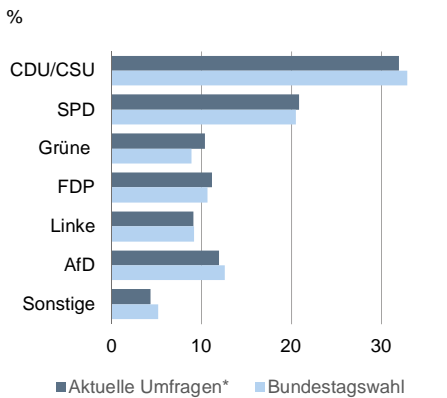
\*Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen. \*\* Verarbeitendes Gewerbe (NACE C)

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



## Angestrebte Jamaika-Koalition: Nach der Sondierung ist vor den Verhandlungen

Aktuelle Stärke der Parteien & Ergebnis der Bundestagswahl 2017



\* Durchschnitt der Ergebnisse jüngster Umfragen führender Meinungsforschungsinstitute (Allensbach, Emnid, Forsa, Forschungsgruppe Wahlen, Infratest dimap, INSA)

Quelle: Wahlrecht.de

Seit dem 24. Oktober laufen in Berlin die Sondierungsgespräche von CDU, CSU, FDP und Grünen zur Bildung einer gemeinsamen Koalitionsregierung. Presseberichten zufolge gab es bei den bisherigen Gesprächen Höhen und Tiefen. Gerade Letzteres kann kaum überraschen, da die Positionen der beteiligten Parteien bei wichtigen Themen anfänglich weit auseinander lagen. Aber auch der Wille zur Einigung scheint ausgeprägt zu sein. Allerdings dürften die beteiligten Akteure bis dahin noch eine längere, steinige Wegstrecke vor sich haben.

In den Sondierungsgesprächen wurden bislang für die 12 relevanten politischen Themenfelder meist nur Orientierungspunkte und Leitplanken festgelegt. Entscheidende Details sind auf vielen Feldern erst noch zu klären. Dies soll weitgehend im Rahmen der weiteren Sondierungen erfolgen. Deswegen dürften die Gespräche noch geraume Zeit dauern. So wollen die Grünen ihren Parteitag, bei dem über die Sondierungsergebnisse beraten und über die Aufnahme formeller Koalitionsverhandlungen entschieden werden soll, erst am 25. November abhalten. Die Führungsgremien von CDU/CSU und FDP wollen sich zu diesem Zweck bereits am 17. November treffen. Bis dahin dürften die Unterhändler der beteiligten Parteien bestrebt sein, die noch strittigen Fragen möglichst im Detail zu lösen. Je besser dies gelingt, desto größer ist die Chance, dass auch der Parteitag der Grünen, dessen Votum als eher unsicher gilt, der Aufnahme von Koalitionsverhandlungen zustimmt. Detailliert ausgearbeitete Sondierungsergebnisse würden auch die Koalitionsverhandlungen selbst erheblich erleichtern.

Damit unterscheidet sich das aktuelle Vorgehen von dem früherer Koalitionsbildungen. Bislang waren die Sondierungen i.d.R. eher nur Vorgespräche und die wesentlichen Festlegungen erfolgten anschließend während der Koalitionsverhandlungen. Diese nahmen entsprechend längere Zeit in Anspruch. 2013 dauerten die Koalitionsverhandlungen zwischen CDU, CSU und SPD rund fünf Wochen. Die Regierungsbildung insgesamt gemessen vom Tag der Bundestagswahl (am 22. September 2013) bis zur Kanzlerwahl (am 17. Dezember) beanspruchte damals sogar gut 12 Wochen. Dies sind bislang jeweils Höchstwerte. Dieses Mal müssen die Positionen von vier Parteien auf einen gemeinsamen Nenner gebracht werden. Das gab es bislang noch nie.

### Kanzlerwahl möglicherweise erst im Januar

Es wäre deswegen keine Überraschung, wenn sich der Prozess der Koalitionsbildung insgesamt länger hinzöge als jemals zuvor in der Bundesrepublik. Geht man davon aus, dass die Koalitionsverhandlungen erst nach dem Parteitag der Grünen (voraussichtlich) am 25. November beginnen und einige Wochen dauern werden, dürfte es den Akteuren schwerfallen, noch vor Weihnachten den Entwurf für einen Koalitionsvertrag von CDU, CSU, FDP und Grünen vorzulegen. Ausgeschlossen ist dies aber nicht. Werden in den Sondierungsgesprächen gerade auch bei bislang noch strittigen Themen relativ detailliert ausgearbeitete Kompromisse erzielt, könnten die Koalitionsverhandlungen unter Umständen relativ rasch über die Bühne gehen.

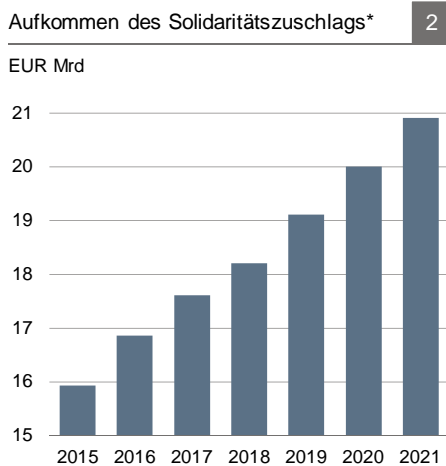
Aus heutiger Sicht ist es also offen, ob die von den Grünen und der FDP angekündigte Abstimmung ihrer Parteimitglieder über den Vertrag noch vor Weihnachten begonnen und abgeschlossen werden kann. Aber selbst wenn dies der Fall wäre, erscheint es eher unwahrscheinlich, dass die Kanzlerwahl noch vor den Weihnachtsferien erfolgen kann. Viel wahrscheinlicher ist ein Termin im Januar 2018.



## Schuldenbremse als Leitplanke der Fiskalpolitik

Auch wenn wichtige Details der Vorhaben der möglichen Jamaika-Koalition noch im Verborgenen liegen, zeichnen sich die Konturen der Politik inzwischen doch deutlicher ab. So konnten sich die Delegationen zu Beginn der Sondierungen auf einen fiskalischen Rahmen für eine schwarz-gelb-grüne Regierungspolitik einigen. Mit der Vorgabe, „dass die Schuldenbremse des Grundgesetzes eingehalten werden“ müsse und dem Willen, zur Beibehaltung eines ausgeglichenen Staatshaushalts („schwarze Null“), ist ein Oberziel definiert, das der Fiskalpolitik gleichwohl gewisse Flexibilität ermöglicht. Unseren Schätzungen zufolge liegt der fiskalische Spielraum des Bundes ohne die Spielräume der Schuldenbremse in dieser Legislaturperiode aus heutiger Sicht bei kumuliert rd. EUR 40 Mrd (s. den Beitrag zur November-Steuerschätzung in dieser Ausgabe). In diesem Rahmen könnten einerseits steuerliche Entlastungen erfolgen, andererseits die Staatsausgaben für soziale Zwecke und insbesondere Infrastrukturverbesserungen erhöht werden.

## Begrenzter Spielraum für Steuersenkungen



\* Gemäß Steuerschätzung vom Mai 2017

Quelle: BMF

Steuerliche Maßnahmen betreffen u.a. eine Verminderung der Einkommensteuer, die Entlastung von Familien, die Förderung des Mietwohnungsbaus und die Abschaffung des Solidaritätszuschlags. Freilich dürfte die ursprünglich von der FDP bereits für 2019 geforderte vollständige Abschaffung des Zuschlags in dieser Legislaturperiode, d.h. bis 2021, nur schwer finanzierbar sein und wird auch nicht von allen Partnern geteilt. Diese Maßnahme würde zu 100% auf den Bundeshaushalt durchschlagen (2018 mit EUR 18,2 Mrd, 2021: knapp EUR 21 Mrd) – im Gegensatz zu Einkommenssteuersenkungen, die der Bund nur zu 42,5% zu tragen hätte. Deswegen haben Akteure eine zeitlich und nach Einkommensgruppen gestaffelte Abschaffung des Solidaritätszuschlags ins Spiel gebracht. Für eine schwarz-gelb-grüne Regierung hätten Änderungen beim Solidaritätszuschlag den Vorteil, dass diese anders als bei der Einkommensteuer nicht der Zustimmung des Bundesrates bedürfen, wo ein Jamaika-Bündnis keine Mehrheit hätte. Angesichts des weiterhin starken Einflusses der SPD im Bundesrat dürfte dieser wohl nur Steuersenkungen zustimmen, die v.a. auf Bezieher geringerer und mittlerer Einkommen zielen. (Das schließt stärkere Anhebungen des Grundfreibetrages und/oder des Kinderfreibetrages aus.)

## Zusätzliche Staatsausgaben: EUR 13 Mrd plus X für Infrastruktur

Mit Blick auf die Ausgaben besteht unter den Partnern Konsens, v.a. Investitionen in Bildung, Forschung und Entwicklung sowie in die digitale Infrastruktur verstärkt zu fördern bzw. zu forcieren und den Wohnungsbau zu erleichtern. Geht man entsprechend verbreiteter Forderungen in der CDU/CSU davon aus, dass ein Drittel des freien Budgetvolumens des Bundes für diese Zwecke verausgabt werden sollte, wären bis 2021 zusätzlich insgesamt rd. EUR 13 Mrd verfügbar. Presseberichten (FAZ) zufolge könnten diese Mittel durch die teilweise Verwendung von Privatisierungserlösen aufgestockt werden. So fordern FDP und Grüne in ihren Wahlprogrammen, dass der Bund seine Beteiligungen an der Deutsche Telekom AG verkauft und damit den Breitbandausbau vorantreibt.

Der gesamtwirtschaftliche Impuls einer schwarz-gelb-grünen Fiskalpolitik dürfte anfänglich, d.h. im Jahr 2018, sehr begrenzt sein. So dürfte der Bund seine Investitionsausgaben schon wegen begrenzter Kapazitäten bei möglichen Auftragnehmern nur allmählich hochfahren können. Auch muss abgewartet werden, ob im Laufe von 2018 beschlossene Steuersenkungen überhaupt in dem Jahr noch umgesetzt werden, oder erst zu Beginn 2019 in Kraft treten. Auch hängt der mögliche Impuls von der konkreten Gestaltung der Steuersenkungen ab. Je



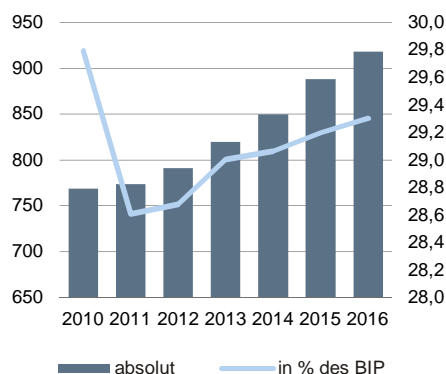
## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

stärker sich diese auf einen Abbau des Solidaritätszuschlages fokussieren, desto geringer dürfte der Impuls sein. Das mögliche Entlastungsvolumen wäre dann nämlich geringer als bei Einkommensteuersenkungen, an denen sich auch Länder (zu 42,%%) und Kommunen (15%) beteiligen.

### Expandierende Sozialausgaben

3

EUR Mrd (linke Skala), % des BIP (rechte Sala)



Quellen: BMAS, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

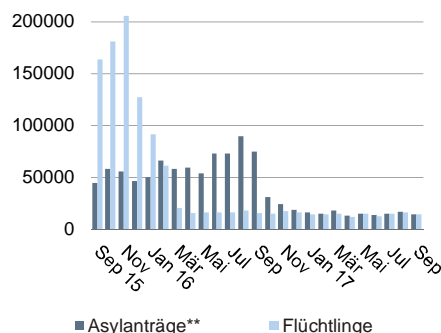
### Sozialpolitik: Es bleibt wohl weitgehend beim Status quo

Schwieriger gestaltete sich bislang die Konsensfindung bei der Sozial- und Arbeitsmarktpolitik. In diesem Bereich lagen die vier Parteien weit auseinander. Das gilt etwa für die Gesundheitspolitik. Hier macht sich die FDP traditionell für privatwirtschaftliche Lösungen stark, während die Grünen eine einheitliche Bürgerversicherung unter staatlicher Regie fordern. Und es gilt für die Altersvorsorge. Hier plädiert insbesondere die CSU für höhere Leistungen der gesetzlichen Rentenversicherung (Aufstockung der Renten von langjährig versicherten Geringverdienern und der Mütterrente), während die FDP sowie vor allem jüngere Abgeordnete der Grünen und der CDU für mehr Nachhaltigkeit bei der Rentenfinanzierung eintreten. In beiden Bereichen könnte aus den widerstrebenden Kräften am Ende Stillstand, d.h. ein Festhalten am Status quo, resultieren. Dies schließt Anpassungen in Einzelbereichen etwa bei Renten langjährig Versicherter nicht aus. Eine generell wieder stärker einnahmeorientierte Sozialpolitik wäre nach Jahren relativ starker Expansion der Sozialausgaben eine gute Nachricht.

Bei der Arbeitsmarktpolitik stehen sich eher paternalistische Konzepte seitens der CDU/CSU und der Grünen sowie die eher marktwirtschaftliche Orientierung der FDP gegenüber. Hier erwarten wir in Teilbereichen, v.a. bei der Arbeitszeitregelung, eine graduelle Flexibilisierung, halten eine Rücknahme der von der großen Koalition beschlossenen Regulierungen etwa bei der Leiharbeit aber für wenig wahrscheinlich.<sup>1</sup>

### Asylanträge & registrierte Flüchtlinge\*

4



\* Bis Dezember 2016 vorläufige Erfassung im EASY-System, die Doppelzählungen enthalten kann; \*\* Erstanträge

Quellen: BAMF, BMI

### Asylpolitik und Migration: Wohl kein Grund für ein Scheitern von Jamaika

Die Asyl- und Flüchtlingspolitik galt lange Zeit als größte Hürde für eine Jamaika-Koalition. Aber auch dieses Problem dürften die Partner in den Sondierungsgesprächen entschärfen können. Soweit absehbar ist, dürften FDP und Grüne ungeachtet ursprünglicher Kritik den Kompromiss von CDU und CSU letztlich grundsätzlich mittragen. Demnach soll die Zahl der Zuwanderer aus humanitären Gründen maximal 200.000 pro Jahr nicht übersteigen. Damit das Limit besser eingehalten werden kann, wollte die CDU/CSU den bislang befristet ausgesetzten Nachzug von Familienmitgliedern von Personen mit subsidiärem Schutz weiterhin untersagen. Für die Grünen war dies unannehmbar. Härtefallregelungen scheinen nun einen Ausweg aus dem Dilemma zu bieten.

### Europapolitik – Sondierungen nicht einfach

Die Sondierungsgespräche zur Europapolitik gestalteten sich nicht einfach. Dies ist angesichts der Bedeutung der Themen und auch der unterschiedlichen Positionen der Parteien nicht wirklich überraschend. Während man sich auf das Ziel eines geeinten und starken Europas und die „herausgehobene Bedeutung“ der deutsch-französischen Beziehungen problemlos verständigen konnte und Governance Aspekte für die EU geklärt wurden (u.a. Zusammenarbeit entlang der Gemeinschaftsmethode und nicht dem intergouvernementalen Ansatz), sind

<sup>1</sup> Siehe auch Deutsche Bank Research (2017). Deutschland-Monitor Bundestagswahl 2017. Deutsche Arbeitsmarktpolitik: Es gibt noch genug zu schaffen! 30. Oktober 2017.



## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

Themen besonders hinsichtlich der Weiterentwicklung der EWU – etwa Rolle des ESM, Vollendung der Bankenunion oder Schaffung eines Eurozonenbudgets – noch nicht ausdiskutiert. Mehr Ressourcen soll es auch auf EU-Ebene für Forschungsförderung, Investitionen, Infrastruktur und äußere Sicherheit/ Verteidigung geben. Dafür soll die EU eine Gesamtmittelausstattung in der nächsten Finanzierungsperiode bekommen, die es ihr erlaubt, die „übertragenen Aufgaben sachgerecht“ zu erfüllen.

### Schritte in die richtige Richtung

Ein Erfolg der Sondierungsgespräche erfordert vielfältige Kompromisse, die sich bislang nur in Konturen abzeichnen. Für eine abschließende Bewertung der Gespräche ist es deswegen zu früh. Die Unterhändler der vier Parteien stehen noch vor erheblichen Anstrengungen. Gleichwohl ist erkennbar, dass eine schwarz-gelb-grüne Bunderegierung einige Schritte in die richtige Richtung einer Stärkung des Standortes Deutschland unternehmen wird. Das gilt etwa für die Steuerpolitik sowie bei der Bildung und der Förderung der Digitalisierung. Im Sozialbereich dürfte zumindest die Tendenz zu einer ungebremsen Expansion der Ausgaben gestoppt werden. Die Arbeitsmarktpolitik wie auch die Energie- und Klimapolitik dürften zumindest in Teilbereichen wieder stärker auf marktwirtschaftliche Lösungen setzen.

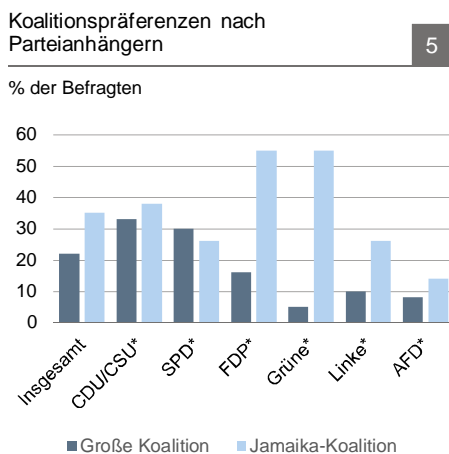
### Votum der Parteimitglieder der Grünen bleibt Risiko

Bevor die vier Parteien ihr beabsichtigtes Bündnis besiegeln können, müssen freilich noch deren Mitglieder (bei Grünen und FDP) bzw. Parteitage (CDU und CSU) dem erst noch auszuhandelnden Koalitionsvertrag zustimmen. Werden die Akteure an der Basis Kompromisse mittragen, die sich von den programmatischen Zielen der Parteien mitunter doch deutlich unterscheiden?

Das erscheint insbesondere bei den Mitgliedern der Grünen mit ihrem linken Flügel keineswegs sicher. Einige Kernforderungen dieses Flügels, wie höhere Steuern für sehr Wohlhabende und die Einführung einer einheitlichen Krankenversicherung für alle Bürger, werden die Sondierungen wohl nicht überdauern. Freilich dürften auch die Mitglieder der Grünen wie alle anderen Beteiligten kein Interesse an einem Scheitern der Koalitionsbildung haben. Die Konsequenz hieße Neuwahlen mit hohen Risiken für alle vier Parteien.

Darüber hinaus liefern Befragungen Anzeichen für ein Gelingen der Regierungsbildung. So ist ein Jamaika-Bündnis verschiedenen Umfragen zufolge inzwischen die beliebteste Koalitionsoption. Einer aktuellen Umfrage (Institut für Demoskopie Allensbach in der FAZ vom 25. Oktober) zufolge sind einerseits zwar 62% der Bundesbürger mit dem Ausgang der Bundestagswahl unzufrieden. Andererseits ist eine relative Mehrheit von 43% (gg. 38%) überzeugt, dass eine Jamaika-Koalition funktionieren kann. Und während nur 35% der Befragten insgesamt eine solche Koalition favorisieren, sind es unter den Anhängern der Grünen und der FDP jeweils 55%. Anhänger und Parteimitglieder sind zwar nicht gleichzusetzen. Gleichwohl deutet auch dieses Stimmungsbild auf eine erfolgreiche Regierungsbildung hin.

Barbara Böttcher (+49 69 910-31787, barbara.boettcher@db.com)  
Dieter Bräuninger (+49 69 910-31708, dieter.braeuninger@db.com)



\* Anhänger der entsprechenden Partei

Quellen: FAZ, Institut für Demoskopie Allensbach



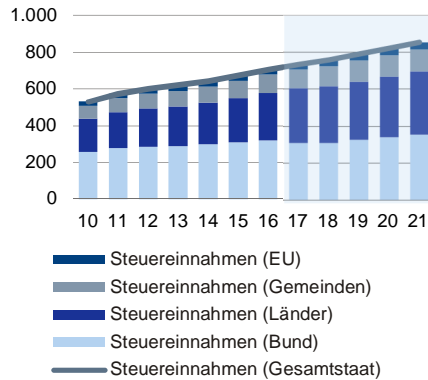
## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

### November-Steuerschätzung: Künftig noch mehr Geld im Staatssäckel?

Die Steuereinnahmen kennen derzeit nur eine Richtung: nach oben!

1

EUR Mrd.



Quellen: Arbeitskreis Steuerschätzung (Mai 2017), Deutsche Bank Research

— Die Lage der öffentlichen Haushalte bleibt dank der unter Volldampf stehenden Konjunktur äußerst günstig. Auf gesamtstaatlicher Ebene könnten sich die Steuereinnahmen (gegenüber der letzten Steuerschätzung vom Mai 2017) für den Zeitraum 2018-21 um weitere kumulierte EUR 55 Mrd. erhöhen. Auf Bundesebene könnten unserer Einschätzung nach immerhin rund EUR 20 - 25 Mrd. für die nächsten vier Jahre winken.

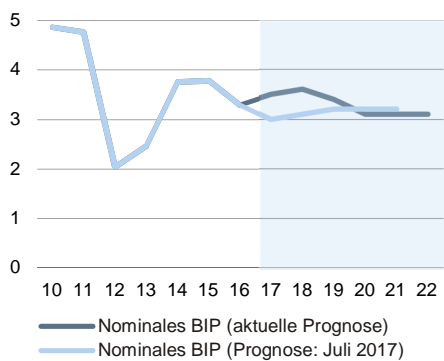
— Angesichts der langen und teuren Wunschliste der Jamaika-Unterhändler (von deutlich mehr als EUR 40 Mrd.) wird ein mögliche Jamaika-Bundesregierung bei Fortführung der „Schwarzen Null“ jedoch nur einen Teil der von Union, FDP und Grünen geforderten Steuererhöhungs- und Ausgabensteigerungswünsche umsetzen können – trotz sehr guter Kassenlage und Nullzinsen.

### Schon jetzt freut sich der Fiskus über hohe und kräftig wachsende Steuereinnahmen, ...

Das BMF hat seine Wachstumsprognose deutlich erhöht

2

% gg. Vj.



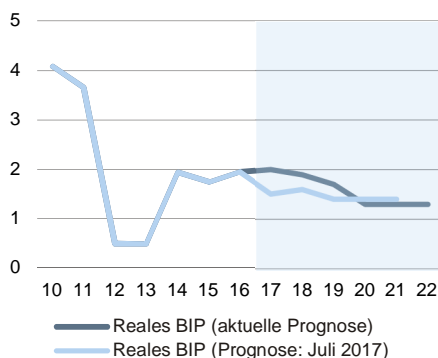
Quellen: Bundesfinanzministerium (Monatsbericht), Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die Lage der öffentlichen Haushalte bleibt dank der unter Volldampf stehenden Konjunktur und sprudelnden Steuereinnahmen äußerst günstig und dürfte den finanzpolitischen Spielraum der neuen Bundesregierung, u.a. für (Einkommens-) Steuererhöhungen und höhere staatliche Investitionen (z.B. in die Infrastruktur), noch weiter vergrößern (siehe dazu auch Ausblick Deutschland vom 6. Oktober 2017). Auf Basis des aktuell gültigen Finanzplans der alten Bundesregierung ergeben sich für den Zeitraum 2019-21 frei verfügbare Finanzmittel in Höhe von EUR 14,8 Mrd. (ca. 0,5% des BIP), die in Form einer Globalen Mindereinnahme verbucht wurden. Diesen kumulierten (nicht jährlich verfügbaren!) Betrag kann die neue Bundesregierung dann z.B. für Steuerentlastungen oder zusätzliche (Investitions-) Ausgaben verwenden. Allerdings ist im Regierungsentwurf des Haushaltsjahres 2018 weiterhin eine Globale Minderausgabe in Höhe von EUR 3,4 Mrd. eingestellt, sodass im Bundeshaushalt 2018 auf der Ausgabenseite noch ein entsprechend hoher Kürzungsbedarf besteht.

Das BMF erwartet nunmehr 2% Wachstum für 2017

3

% gg. Vj.



Quellen: Bundesfinanzministerium (Monatsbericht), Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Wie hoch der zusätzliche fiskalische Spielraum der neuen Bundesregierung in der nächsten Legislaturperiode jedoch tatsächlich ausfallen wird, hängt maßgeblich vom weiteren Konjunkturverlauf ab. Und der dürfte sehr günstig bleiben! Bereits im Mai diesen Jahres ging der Arbeitskreis Steuerschätzung (AKS) davon aus, dass die gesamtstaatlichen Steuereinnahmen (von Bund, Länder und Gemeinden) sich bis 2021 kräftig erhöhen könnten, von rund EUR 706 Mrd. im letzten Jahr auf über EUR 850 Mrd. im Jahr 2021 (Ende des aktuellen Prognosezeitraums) (siehe Grafik 1). Allerdings fußt die Mai-Steuerschätzung auf einer – zu diesem Zeitpunkt – noch deutlich niedrigeren Wachstumserwartung für die kommenden drei Jahre. So ging z.B. das Bundesfinanzministerium (BMF) zum Zeitpunkt der Mai-Steuerschätzung noch von einer realen BIP-Wachstumsrate von 1,5%, 1,6% und 1,4% bzw. einer nominalen Wachstumsrate von 3,0%, 3,1% und 3,2% für die Jahre 2017, 2018 und 2019 aus. In Anbetracht der kräftigen Expansion im ersten Halbjahr 2017 und anhaltend robuster Konjunkturindikatoren dürfte das Wachstum deutlich kräftiger ausfallen als noch im Frühjahr angenommen. Das BMF hat mittlerweile seine Wachstumsprognosen für die nächsten drei Jahre kräftig angehoben und geht nunmehr von einem realen Wachstum von 2,0%, 1,9% und 1,7% bzw. einem nominalen Wachstum von 3,5%, 3,6% und 3,4% für 2017, 2018 und 2019 aus (siehe Grafik 2 und 3). Letztere ist unseres Erachtens für die künftige Steuerentwicklung entscheidender, da Steuern auf nominale Größen (Einkommen, Gewinne, Umsätze, etc.) erho-

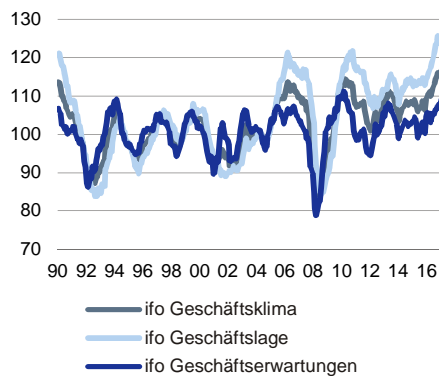


## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

### Die Wirtschaft bleibt in bester Laune!

4

Ifo Index (saisonbereinigt)

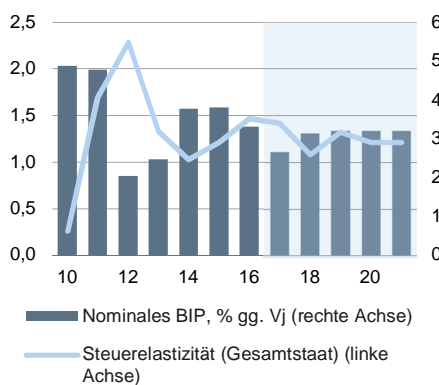


Quellen: WEFA, Ifo, Deutsche Bank Research

### Steuerelastizität im Konjunkturverlauf

5

Verhältnis zwischen der jährlichen Wachstumsrate der Steuereinnahmen und des nom. BIP

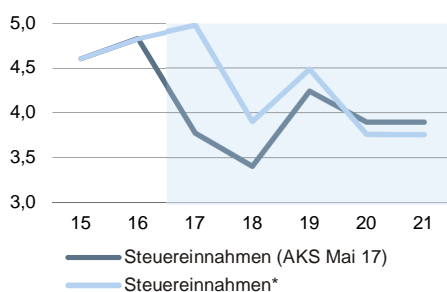


Quellen: Arbeitskreis Steuerschätzung (Mai 2017), Deutsche Bank Research

### Das Steueraufkommen dürfte noch kräftiger als bisher erwartet wachsen

7

% gg. Vj.



\* Auf Basis der Mai-Steuerschätzung (2017) und konstanter Steuerelastizitäten.

Quellen: Deutsche Bundesbank, Arbeitskreis Steuerschätzung (Mai 2017), BMF, Deutsche Bank Research

ben werden. Auch wir haben unsere Wachstumsprognose im bisherigen Jahresverlauf bereits deutlich angehoben und gehen nunmehr von einem realen BIP-Wachstum von 1,9% für 2017 und 1,8% für 2018 aus – allerdings verbunden mit weiterem Aufwärtskorrekturpotenzial.

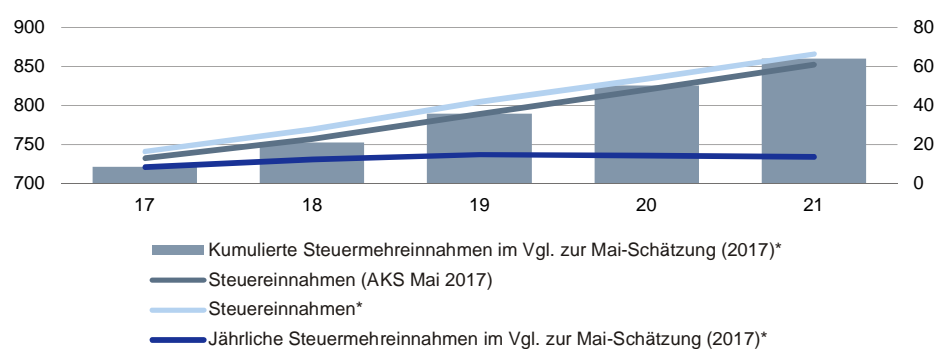
... die dank der unter Volldampf stehenden Konjunktur künftig noch größer als bisher angenommen ausfallen könnten

Aufgrund des derzeit exzellenten Konjunkturbilds (siehe Grafik 4) ist davon auszugehen, dass auch die Steuereinnahmen noch kräftiger als bisher erwartet sprudeln dürften. Anfang November (7. bis 9. November) wird der AKS seine neue Steuerschätzung für den Gesamtstaat, Bund, Länder und Gemeinden auf Basis der aktuell gültigen gesamtwirtschaftlichen Annahmen überarbeiten. Es ist davon auszugehen, dass die Steuerschätzung dank der unter Volldampf stehenden Wirtschaft nochmals spürbar nach oben korrigiert werden dürfte (siehe Grafik 8). Aber um wie viel mehr könnte das Steueraufkommen dank des höheren Wachstumspfad ausfallen? Um welchen Zusatzbetrag könnte der fiskalische Spielraum steigen?

Das kräftigere BIP-Wachstum dürfte in den kommenden Jahren zu noch höheren Steuereinnahmen führen

6

EUR Mrd.



\* Auf Basis der Mai-Steuerschätzung und gg. der Mai-Schätzung (2017) unveränderter Steuerelastizitäten.

Quellen: Deutsche Bundesbank, Arbeitskreis Steuerschätzung (Mai 2017), BMF, Deutsche Bank Research

Auf Basis der seit Mai spürbar erhöhten Wachstumsaussichten – und unter der vereinfachenden Annahme unveränderter Steuer-Elastizitäten<sup>2</sup> – kann der Staat unseren Berechnungen nach mit zusätzlichen (kumulierten) Steuermehreinnahmen (gegenüber der Mai-Schätzung) von rund EUR 55 Mrd. für den Zeitraum 2018 bis 2021 rechnen (siehe Grafik 6). Auf Bundesebene könnten sich nach einer ähnlichen Übersichtsrechnung die Steuermehreinnahmen (im Vergleich zur Mai-Schätzung) auf immerhin EUR 20-25 Mrd. EUR belaufen (ebenso kumuliert für die Zeit 2019 bis 2021). Zusammen mit den bereits im Bundesfinanzplan 2019-2021 für Steuersenkungen/Ausgabenerhöhungen verfügbaren freien Finanzmitteln in Höhe von kumulierten EUR 14,8 Mrd. (ca. 0,5% des erwarteten BIP für 2017) könnte sich der fiskalische Spielraum des Bundeshaushalts (ohne Neuverschuldung) in dieser Legislaturperiode auf ca. EUR 40 Mrd. (etwa 1,2% des BIP) belaufen. Dies entspricht grundsätzlich der von einigen Haushaltsexperten kürzlich geäußerten möglichen Steuerentlastungs- bzw. Zusatzausgabenspanne von EUR 30 bis 40 Mrd. für den Bund für die nächsten vier Jahre.

<sup>2</sup> Definiert als das Verhältnis zwischen der jährlichen Wachstumsrate des Steueraufkommens und der jährlichen Wachstumsrate des nominalen BIP. 2016 betrug die Steuerelastizität rund 1,5: Dies bedeutet, dass ein Prozent BIP-Wachstum zu einem Steueranstieg von 1,5% geführt hat.



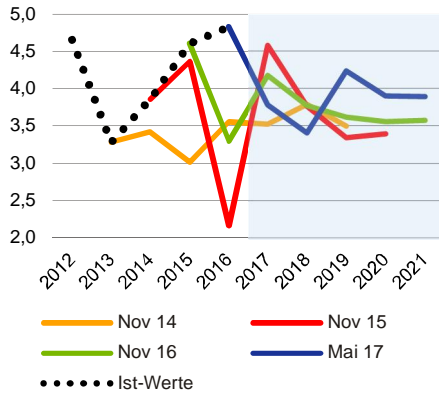


## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

Ergebnisse des Arbeitskreises  
Steuerschätzung

8

Steuereinnahmen des Gesamtstaates  
(Finanzstatistik), % gg. VJ.



Quellen: Deutsche Bundesbank, Arbeitskreis  
Steuerschätzung, Deutsche Bank Research

### Fazit: Künftig noch mehr Geld im Staatssäckel, aber nicht genug, um alle teuren Wahlversprechen zu erfüllen

Der Staatssäckel dürfte sich weiter füllen und die November-Steuerschätzung wird weitere Hinweise darauf geben, wie hoch die künftigen Steuermehreinnahmen ausfallen könnten. Angesichts der langen und teuren Wunschliste der Jamaika-Unterhändler (von deutlich mehr als EUR 40 Mrd.) ist aber schon jetzt klar, dass eine neue mögliche Jamaika-Bundesregierung bei Fortführung der „Schwarzen Null“ allenfalls einen Teil der von Union, FDP und Grünen geforderten Steuersenkungs- und Ausgabensteigerungswünsche umsetzen können wird – trotz sehr guter Kassenlage und Nullzinsen. Der Grund dafür liegt in den teuren Wahlgeschenken der Vorgängerregierung, insbesondere im Sozialbereich. Diese fest angelegten kräftigen Sozialausgabensteigerungen (Stichwort „Mütterrente“, „Rente mit 63“) werden in den kommenden Jahren bereits einen Großteil der künftigen (Steuer-) Mehreinnahmen verzehren, sodass trotz der exzellenten Einnahmenentwicklung der fiskalische Spielraum der neuen Regierung (unter Beachtung der nationalen Schuldenbremse oder bei Beibehaltung der „Schwarzen Null“) ohne größere Budgetumschichtungen eingeschränkt bleibt.

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

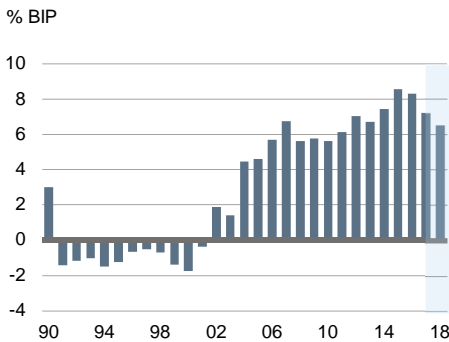
Die Mai-Steuerschätzung nimmt (implizit) für den Gesamtstaat eine mittlere Steuerelastizität von rund 1,25 für den Zeitraum 2017 bis 2021 an (siehe Grafik 5) – d.h. geht weiterhin von überproportional wachsenden Steuereinnahmen aus. Ein Grund für ein überproportionales Steuerwachstum ist u.a. die im deutschen Steuersystem angelegte kalte Progression.



## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

Deutschland: Leistungsbilanz

1



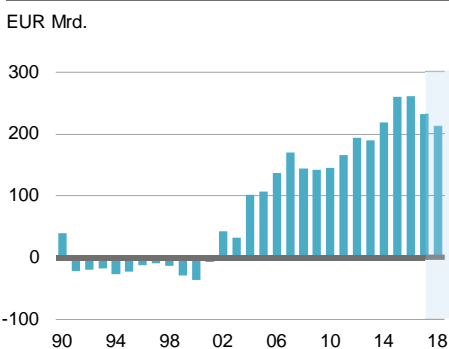
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Leistungsbilanzüberschuss rückläufig, aber Kritik an deutscher Wirtschaftspolitik dürfte anhalten

- Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss sank von 9,1% gemessen am BIP im zweiten Halbjahr 2015 auf 7,5% im ersten Halbjahr 2017. Das kräftige Inlandswachstum und die Euroaufwertung dürften einen weiteren Abbau der Überschussquote bewirken.
- Wir erwarten einen Rückgang auf 7,2% und 6,5% im Jahr 2017 und 2018 (2016 8,3%). Damit trägt Deutschland unter den großen Ländern aber weiterhin besonders stark zu den globalen Ungleichgewichten bei und die internationale Kritik an der deutschen Wirtschaftspolitik dürfte bestehen bleiben.
- Erst die allmählich wirkende demografische Überalterung der Gesellschaft könnte den Überschuss in der kommenden Dekade deutlich reduzieren.

Deutschland: Leistungsbilanz

2



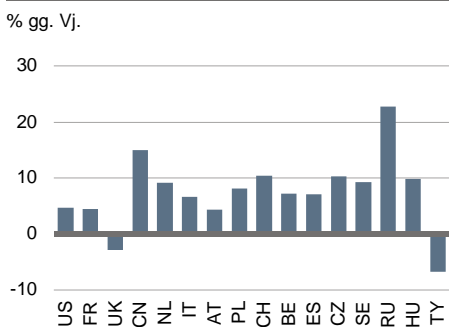
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### 2017 Deutschlands Leistungsbilanzüberschuss rückläufig

Deutschlands Leistungsbilanzüberschüsse werden regelmäßig als eine Hauptursache für die globalen Ungleichgewichte genannt, allerdings teilen wir diese Kritik nicht.<sup>3</sup> Aber bereits seit dem zweiten Halbjahr 2015 sinken sie gemessen am Bruttoinlandsprodukt sukzessive, von 9,1% auf 7,5% im ersten Halbjahr 2017. Wenngleich wir erst die Export- und Importdaten für Juli und August vorliegen haben, dürfte auch im zweiten Halbjahr ein weiterer Rückgang verzeichnet werden. Hierzu dürfte die Euroaufwertung um rund 10% gegenüber dem US-Dollar über die Sommermonate und die politische Situation in einigen Exportmärkten beitragen. So sanken in den ersten acht Monaten von 2017 die Exporte nach Großbritannien um 2,9% und in die Türkei um 6,8% gegenüber dem Vorjahr. Insgesamt erwarten wir aber aufgrund des dynamischen Welthandels ein kräftiges reales Exportwachstum (+3,7%). Die hohe Inlandsnachfrage dürfte aber zusammen mit der Euroaufwertung zu einem noch stärkeren Anstieg der realen Importe (+4,4%) führen. Da aktuell im Jahr 2017 auch die Importpreise kräftiger anziehen als die Exportpreise (+3,0% vs. 1,7%) erwarten wir für das zweite Halbjahr 2017 erneut einen Rückgang der Leistungsbilanzquote auf rund 7%. Für das Jahr 2017 fällt der Überschuss demnach auf 7,2% (2016 8,3%, 2015 8,5%) und in Euro gemessen fällt er deutlich unter EUR 250 Mrd. (2015 und 2016 rund EUR 260 Mrd.).

Jan-Aug 2017: Exporte

3



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Weiter sinkender Leistungsbilanzüberschuss im Jahr 2018

Der auf Vollbeschäftigung zusteuernde Arbeitsmarkt dürfte die Inlandsnachfrage auch im Jahr 2018 weiter anheizen. Dies gilt insbesondere dann, wenn die anstehenden Lohnrunden (IG Metall, Bau, öffentlicher Sektor) das Lohnwachstum ankurbeln. Die globalen Konjunkturindizes (ifo, PMIs) deuten eine Fortsetzung der günstigen globalen Nachfrageentwicklung an. So erwarten wir im Jahr 2018 ein globales BIP-Wachstum von 3,7% und ein Welthandelswachstum von 4%. Da aufgrund der guten deutschen Binnenkonjunktur die Importe (+4,6%) abermals kräftiger zulegen dürften als die Exporte (+3,8%), erwarten wir einen marginal negativen Außenbeitrag zum BIP-Wachstum. In diesem Umfeld dürfte der Leistungsbilanzüberschuss erneut auf dann rund 6,5% oder „nur“ noch rund EUR 210 Mrd. für das Gesamtjahr 2018 zurückgehen - der niedrigste Wert seit 2013.

<sup>3</sup> Deutsche Bank Research, Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig, Dezember 2013

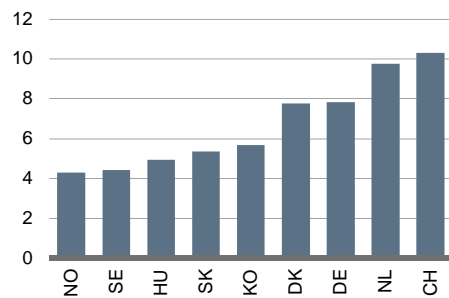


## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

2017 Leistungsbilanz

4

in % BIP, 4QMA



Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

### Kritik an deutschen Überschüssen dürfte kaum nachlassen

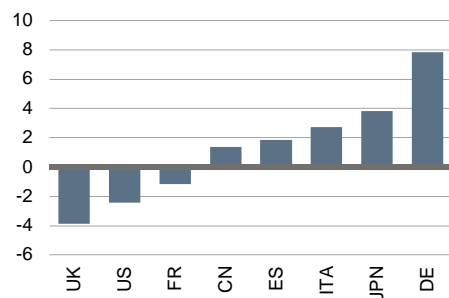
Trotz dieses prognostizierten Rückgangs bleibt Deutschland unter den Industrieländern das Land mit dem höchsten Leistungsbilanzüberschuss und auch über der 6%-Vorgabe der EU-Kommission im Rahmen des Makroökonomischen Ungleichgewichtsverfahrens. Lediglich kleinere Länder wie die Schweiz und die Niederlande dürften weiterhin höhere Überschüsse relativ zu Wirtschaftsleistung aufweisen als Deutschland. Trotz der geringeren Überschüsse dürfte die Kritik an der deutschen Wirtschaftspolitik also nur langsam abflauen. Erst die allmählich wirkende demografische Überalterung der Gesellschaft könnte den Überschuss in der kommenden Dekade deutlich reduzieren.

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

2017 Leistungsbilanz

5

in % BIP, 4QMA



Quellen: IWF, Deutsche Bank Research



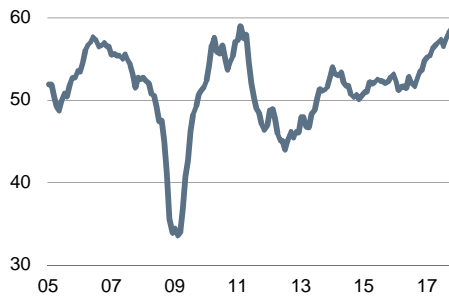
## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

### Industrie in der EU: West-Ostverschiebung hält an

#### Sehr gute Stimmung in der Industrie

1

Index der Einkaufsmanager (PMI) im Verarbeitenden Gewerbe, EWU

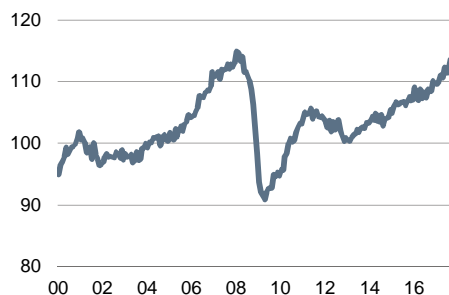


Quelle: Markit

#### Frühere Höchststände wieder in Sicht

2

Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in der EU, 2010=100, saisonbereinigt



Quelle: Eurostat

#### Zahl der Industriebeschäftigten in der EU steigt wieder

3

Arbeitnehmer im Verarbeitenden Gewerbe in der EU, Mio.



Quelle: Eurostat

- Die Industrie hat sich in den letzten Jahren in den einzelnen EU-Ländern sehr unterschiedlich entwickelt. In der Folge haben sich die Anteile an der industriellen Bruttowertschöpfung innerhalb der EU verschoben, und zwar von Westen (und Süden) nach Osten. Größter Profiteur der geschilderten Verschiebung von West nach Ost ist Deutschland. Hier nahm der Anteil der Industrie an der gesamten Bruttowertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes in der EU zwischen 2009 und 2016 um 3%-Punkte auf 30% zu. Damit überstieg Deutschlands Anteil an der EU-Industrie im letzten Jahr jenen von Frankreich, Italien und Spanien zusammengenommen.
- Deutschland ist das einzige westeuropäische EU-Land, in dem der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung über 20% liegt (2016: 22,6%). An der Spitze liegt hier Tschechien (27,1%) vor Ungarn (23,9%). Der EU-Durchschnitt beträgt 16,1%. Weit unter dem Durchschnitt liegen Frankreich (11,4%) und UK (9,7%). Die voneinander abweichenden Wirtschaftsstrukturen der einzelnen EU-Länder sind nicht per se gut oder schlecht. Sie spiegeln unterschiedliche „Geschäftsmodelle“ der Volkswirtschaften wider, die historisch gewachsen sind und kurz- bis mittelfristig auch kaum gravierend geändert werden können.
- Es spricht viel dafür, dass sich die industriellen Marktanteile innerhalb der EU auch in den kommenden Jahren von Westen nach Osten verschieben werden. Vor allem die Lohnkostenvorteile in Osteuropa sind hierfür ein wichtiger Grund, wenngleich das Beispiel Deutschland zeigt, dass hohe Arbeitskosten durch andere Faktoren kompensiert werden können. Die Dynamik der West-Ostverschiebung dürfte jedoch nachlassen. So haben die westeuropäischen EU-Länder ihre industriellen Lohnstückkosten in den letzten Jahren in den Griff bekommen. Zudem dürften die Lohnzuwächse in den kommenden Jahren in Osteuropa höher ausfallen als im Westen.

### EU-Industrie: Vorkrisenniveau bei der Produktion wird erst in Kürze wieder erreicht

In der europäischen Industrie herrscht derzeit blendende Stimmung. Dies zeigt z.B. der Index der Einkaufsmanager (PMI) in der Eurozone (Zahlen für die gesamte EU sind nicht verfügbar), der am aktuellen Rand auf ein Niveau geklettert ist, welches er seit Anfang 2011 nicht mehr erreicht hat. Dazu passt, dass die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in der EU in den ersten sieben Monaten von 2017 um real 2,7% über dem entsprechenden Vorjahresniveau liegt. Schon von 2013 bis 2016 nahm die EU-Industrieproduktion jahresdurchschnittlich um 2,1% zu. Die Zahl der Industriebeschäftigten in der EU steigt seit Anfang 2013 wieder, wenngleich bei recht geringer Dynamik: Im 2. Quartal 2017 übertraf sie das Niveau des 2. Quartals 2013 – dem bisherigen Tiefstand – um gut 4%.

Soweit die grundsätzlich positive konjunkturelle Momentaufnahme. Ein langfristiger Vergleich zeigt jedoch, wie tief die Spuren sind, welche die globale Wirtschafts- und Finanzkrise von 2008/09 in der europäischen Industrie hinterlassen hat. Beispielsweise lag die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe 2016 noch um gut 3% unter dem bisherigen Rekordwert von 2007. Das Vorkrisenniveau dürfte erst im laufenden oder im nächsten Jahr wieder erreicht werden. Die Zahl der Industriebeschäftigten unterschritt 2016 das 2007er Niveau sogar noch um etwa 9%; dies entspricht einem Verlust von knapp 3 Mio. Beschäftigten im Verarbeitenden Gewerbe in der EU. Beide Zahlen verdeutlichen die insgesamt recht kraftlose Entwicklung der europäischen Industrie in den letzten Jahren.



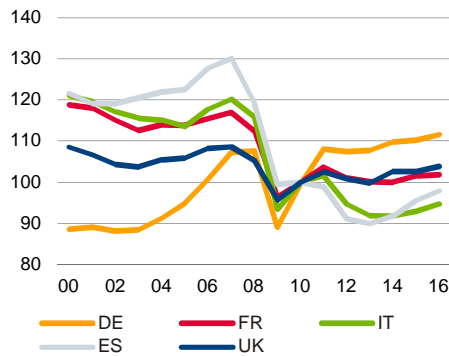
## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

### Massive regionale Unterschiede

Nur Deutschland wieder über dem Vorkrisenniveau

4

Produktion im Verarbeitenden Gewerbe, 2010=100

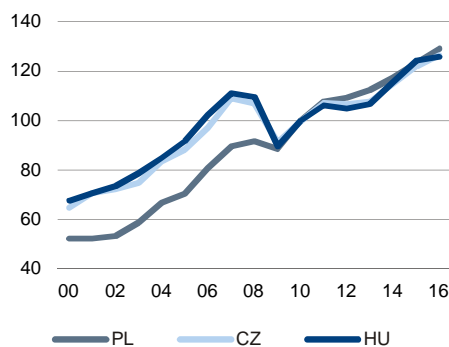


Quelle: Eurostat

Starke Produktionszuwächse in Osteuropa

5

Produktion im Verarbeitenden Gewerbe, 2010=100

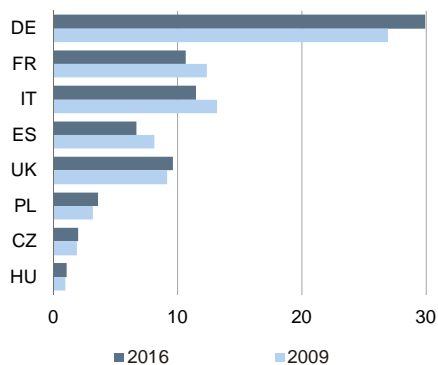


Quelle: Eurostat

Deutschland und Osteuropa haben Marktanteile hinzugewonnen

6

Anteil ausgew. Länder an der Bruttowertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe der EU, %



Quelle: Eurostat

Die genannten Zahlen des EU-Durchschnitts allein zeichnen jedoch ein unvollständiges Bild von der wirtschaftlichen Entwicklung der Industrie in den letzten Jahren. Ein Vergleich der Industrieproduktion in den fünf größten westeuropäischen sowie den drei größten osteuropäischen Volkswirtschaften zeigt massive regionale Unterschiede. Besonders starke Einbußen erlitt das Verarbeitende Gewerbe in Spanien, Italien und Frankreich. In Spanien lag die Industrieproduktion 2016 um etwa 25% unter dem Vorkrisenniveau von 2007; in Italien waren es gut 21% und in Frankreich immerhin 13%. Das Vereinigte Königreich (UK) schneidet mit einem Minus von 4,3% besser ab – zumindest relativ gesehen. Allen vier Ländern gemeinsam ist, dass auf das Rezessionsjahr 2009 zwar ein Anstieg der Industrieproduktion 2010 (und teilweise 2011) folgte. Allerdings tendierte die Fertigung danach bis einschließlich 2013/14 wieder nach unten (oder bestenfalls seitwärts) und zeigte auch seither keine berauschende Dynamik.

Mit dieser Entwicklung ist zu erklären, dass das Produktionsniveau 2016 in Frankreich und Italien nur wenig über dem Wert des Krisenjahres 2009 lag (+5,7% bzw. +1,3%). In Spanien war es dem Verarbeitenden Gewerbe sogar bis 2016 noch immer nicht gelungen, das Niveau von 2009 wieder zu übertreffen (-1,6%). Die Industrie in UK kann immerhin ein Plus von 8,6% gegenüber 2009 verbuchen.

Deutlich besser entwickelte sich das Verarbeitende Gewerbe in den drei großen osteuropäischen EU-Ländern. In Polen lag die Produktion 2016 um 44% über dem Vorkrisenniveau von 2007, wenngleich hier der Rückgang 2009 auch nur relativ gering ausfiel. Tschechien (+16%) und Ungarn (+13%) verzeichneten in diesem Zeitraum ebenfalls kräftige Zuwächse. Gegenüber dem Krisenjahr 2009 fällt das Produktionsplus noch (sehr viel) höher aus. In Polen beträgt der Zuwachs 46%, in Tschechien 39% und in Ungarn mehr als 40%.

Die Industrie in Deutschland liegt im Vergleich zu den hier betrachteten anderen EU-Ländern im Mittelfeld: Mit einem Anstieg der Industrieproduktion um 4% (2016 gg. 2007) bzw. 25,4% (2016 gg. 2009) schneidet Deutschland deutlich besser ab als die westeuropäischen Volkswirtschaften, entwickelte sich aber weniger dynamisch als Polen, Tschechien und Ungarn.

### Deutschland und Osteuropa gewinnen Marktanteile

Aufgrund des unterschiedlichen Wachstumstempos haben sich die Anteile der einzelnen Länder an der industriellen Bruttowertschöpfung innerhalb der EU verschoben, und zwar im Wesentlichen von Westen (und Süden) nach Osten, wobei Deutschland das östlichste der hier betrachteten westeuropäischen Länder ist. Beispielsweise sank der Anteil der französischen Industrie an der gesamten Bruttowertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe der EU von 12,4% im Jahr 2009 auf 10,7% im letzten Jahr. Auch Italien verzeichnete einen Rückgang des Anteils um 1,7%-Punkte auf zuletzt 11,5%. Der Anteil der spanischen Industrie an der industriellen Bruttowertschöpfung der EU nahm im gleichen Zeitraum von 8,1% auf 6,7% ab.

Das Verarbeitende Gewerbe in Polen konnte dagegen seinen Anteil an der EU-Industrie von 3,2% auf 3,6% erhöhen. Tschechien und Ungarn verzeichneten kleinere Zuwächse ihres Marktanteils um jeweils 0,1%-Punkte. Trotz der Zugewinne der drei osteuropäischen Länder war ihr Anteil an der industriellen Bruttowertschöpfung in der EU 2016 zusammen lediglich genauso hoch wie der spanische. Für sich betrachtet sind die östlichen EU-Länder also nach wie vor recht kleine Industriestandorte.



## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

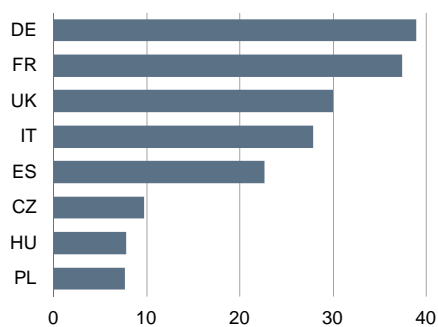
Größter Profiteur der geschilderten Verschiebung von West nach Ost ist Deutschland. Hier nahm der Anteil der Industrie an der gesamten Bruttowertschöpfung des Verarbeitenden Gewerbes in der EU zwischen 2009 und 2016 um 3%-Punkte auf 30% zu. Damit überstieg der Deutschlands Anteil an der EU-Industrie im letzten Jahr jenen von Frankreich, Italien und Spanien zusammengekommen.

### Industrie in osteuropäischen EU-Ländern profitiert von niedrigen Löhnen und Produktionsverlagerungen

#### Hohe Arbeitskosten in Deutschland

7

Arbeitskosten pro Stunde und Arbeitnehmer im Verarbeitenden Gewerbe, 2015, EUR



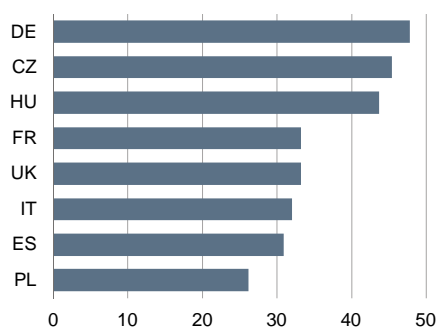
Quelle: Institut der deutschen Wirtschaft Köln

Die Gründe für diese Verschiebung industrieller Produktionstätigkeit und Wertschöpfung von Westen nach Osten sind vielfältig. Die osteuropäischen Länder haben sicherlich davon profitiert, dass die durchschnittlichen Arbeitskosten in der Industrie deutlich niedriger ausfallen als in Westeuropa. Beispielsweise machten die Arbeitskosten pro Stunde in Tschechien im Jahr 2015 nur gut ein Viertel des Wertes in Frankreich aus. Polen und Ungarn verzeichnen sogar noch geringere Kosten. Nicht nur die absoluten Vorteile bei den Arbeitskosten können die industriellen Marktanteilsgewinne osteuropäischer Länder erklären. Hinzu kommt, dass die Lohnstückkosten im Verlauf der letzten Dekade vor allem in Italien und Spanien stark gestiegen waren, während sie z.B. in Polen und Tschechien sanken. Dies hatte dazu beigetragen, dass Unternehmen Produktionsstätten oder Teile ihrer Wertschöpfung z.B. von Spanien und Italien nach Osteuropa verlagerten oder zusätzliche Investitionen vermehrt in Osteuropa tätigten. Solche unternehmerischen Entscheidungen mit langer Tragweite wurden auch durch die globale Wirtschafts- und Finanzkrise nicht gänzlich infrage gestellt. Treiber für die Entwicklung waren also weniger heimische Firmen aus den osteuropäischen EU-Ländern, sondern überwiegend international agierende Unternehmen aus Westeuropa, den USA oder Asien.

#### Mittlere Hochtechnologie bedeutsam

8

Anteil der mittl. Hochtechnologie am gesamten Produktionswert im Verarb. Gew., 2015, %



Quelle: Eurostat

Für die geschilderte These spricht auch ein Blick auf die Sektoren, in denen die Produktion in den betrachteten osteuropäischen Ländern besonders kräftig zulegen konnte. Dies gilt besonders für Sektoren aus der sogenannten mittleren Hochtechnologie. Dazu zählen z.B. die Automobilindustrie, der Maschinenbau, elektrische Ausrüstungen oder die Chemieindustrie. Gerade beim Blick auf die Automobilindustrie fällt auf, dass Automobilhersteller und Zulieferer in den letzten 10 bis 15 Jahren neue Standorte in den osteuropäischen Ländern eröffnet haben, während das Produktionsvolumen in Frankreich, Italien und Spanien im mittel- und langfristigen Vergleich gesunken ist, auch weil Standorte geschlossen oder verkleinert wurden. Gemessen an der absoluten Pkw-Produktion sind die neuen EU-Länder insgesamt (also z.B. auch die Slowakei) heute ein sehr bedeutsamer Standort. Im Gegensatz dazu spielt der inländische Absatz von Neuwagen eine untergeordnete Rolle. Das heißt: Die Autos, die in den neuen EU-Ländern vom Band laufen, werden zu einem recht großen Teil exportiert. Ähnliches gilt für andere Industriezweige gerade in der Hochtechnologie sowie der mittleren Hochtechnologie.

Aufgrund des starken Wachstums der betreffenden Sektoren ist der Anteil des Produktionswertes im Bereich mittlere Hochtechnologie am gesamten Verarbeitenden Gewerbe gerade in Tschechien und Ungarn ausgesprochen hoch (2014: 45% bzw. 44%). In Polen liegt der Wert dagegen nur bei 26%. Hier entfällt anteilmäßig noch immer ein großer Teil des Produktionswertes auf die Bereiche Niedrigtechnologie (z.B. Ernährungsgewerbe, Textil- und Bekleidungsindustrie, Möbelindustrie) und mittelniedrige Technologie (z.B. Metallindustrie, Baustoffindustrie), in denen das Land traditionell recht gut positioniert ist.

Der Anteil der Beschäftigten in der Hoch- und mittleren Hochtechnologie innerhalb des Verarbeitenden Gewerbes an allen Beschäftigten (alle Wirtschaftszweige) ist in Tschechien und Ungarn besonders hoch. Beispielsweise lag der



## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

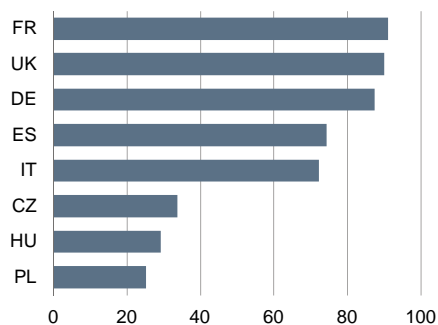
Wert in Tschechien 2016 bei 11,5% und in Ungarn bei 9,5%. Zum Vergleich: Frankreich kommt nur auf 4,4% und Spanien auf 3,9%. In Westeuropa verzeichnet lediglich Deutschland ähnlich hohe Werte wie Tschechien und Ungarn.

Dieser vermeintliche Technologie- oder Wissensvorsprung in der Beschäftigungsstruktur Osteuropas gegenüber den meisten westeuropäischen EU-Ländern wird jedoch relativiert, wenn zusätzlich zu den industriellen Beschäftigten in der Hoch- und mittleren Hochtechnologie auch die Beschäftigten in den wissensintensiven Dienstleistungen hinzugerechnet werden. Dann liegt der Anteil an allen Beschäftigten in Polen (31%) und Tschechien (33%) am unteren Ende der Skala. Ungarn erreicht mit 36% ähnlich hohe Werte wie Italien (35%) und Spanien (36%). Diese Niveaus werden z.B. von UK (49%), Frankreich (46%) und Deutschland (40%) übertroffen. Die westeuropäischen EU-Länder kompensieren ihre im Vergleich zu Osteuropa geringeren Beschäftigungsanteile in den technologisch anspruchsvollen Industriesektoren also durch anteilmäßig mehr Beschäftigte in wissensintensiven Dienstleistungen.

### Höhere Produktivität in Westeuropa

9

Bruttowertschöpfung je Arbeitnehmer im Verarbeitenden Gewerbe, 2016, '000 EUR



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

### Industriestandort Deutschland durch innovative Unternehmen und internationale Ausrichtung begünstigt

Im Gegensatz zu den betrachteten osteuropäischen Ländern ist der Marktanteilsgewinn des deutschen Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten industriellen Bruttowertschöpfung in der EU nicht auf Kostenvorteile zurückzuführen. Beispielsweise lagen die Arbeitskosten je Arbeitnehmer und geleistete Stunde in der Industrie in Deutschland fast viermal so hoch wie in Tschechien und um gut 70% über dem Niveau von Spanien. Dem steht jedoch auch eine hohe Bruttowertschöpfung je Arbeitnehmer im Verarbeitenden Gewerbe gegenüber. Sie lag in Deutschland 2016 laut Eurostat um knapp 160% über dem Niveau von Tschechien und um 18% über dem spanischen Wert. Spitzenreiter war 2016 allerdings Frankreich, wo die Bruttowertschöpfung je Arbeitnehmer den deutschen Wert 2016 um 4% übertraf.

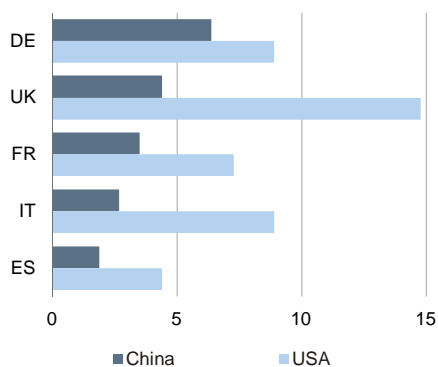
Maßgeblich für den Erfolg des Industriestandorts Deutschland in den letzten Jahren ist vor allem die historisch gewachsene Stärke der hiesigen Unternehmen. Sie zeichnen sich u.a. durch eine hohe Innovationskraft gerade im Bereich der mittleren Hochtechnologie aus. So verzeichnete Deutschland 2016 mehr Patentanmeldungen beim Europäischen Patentamt als Frankreich, Italien, Spanien und UK zusammen. Pro Einwohner kam 2016 Deutschland auf doppelt so viele Patentanmeldungen wie Frankreich. Die hohe Innovationskraft ermöglicht maßgeschneiderte Lösungen für Kunden aus sehr unterschiedlichen Sektoren. Hilfreich für den Industriestandort Deutschland ist zudem, dass alle wesentlichen Teile der industriellen Wertschöpfungskette vor Ort angesiedelt sind und Unternehmen zum Teil schon seit Jahrzehnten zusammenarbeiten oder im Bereich Forschung und Entwicklung kooperieren. Hierbei sind häufig auch externe Forschungseinrichtungen eingebunden. Laut Stifterverband entfielen 2015 mehr als 85% aller F&E-Aufwendungen in Deutschland auf Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes.

Neben der hohen Innovationskraft ist die internationale Ausrichtung über Europa hinaus ein Erfolgsfaktor der deutschen Industrieunternehmen. Nach IWF-Abgrenzung entfielen 2016 mehr als 15% aller Ausfuhren Deutschlands auf die USA und China, die in den Jahren nach der globalen Rezession ein deutlich höheres Wirtschaftswachstum verzeichneten als die EU. Frankreich und Italien exportierten 2016 dagegen nur etwa 11% in die beiden Länder; in Spanien waren es sogar lediglich gut 6%. In absoluter Betrachtung spielt Deutschland bei den Exporten in die USA und nach China ohnehin in einer eigenen Liga: 2016 übertrafen die deutschen Ausfuhren in die USA und nach China laut IWF das entsprechende Niveau von Frankreich, Italien und Spanien zusammen. Letztlich

### China und USA sind für Deutschland und UK wichtige Exportmärkte

10

Anteil der Exporte nach China und in die USA an allen Exporten ausgewählter Länder, 2016, %



Quelle: IWF

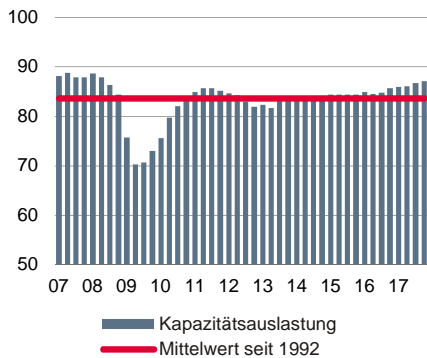


## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

Auslastung liegt über dem langjährigen Durchschnitt

11

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %



Quelle: ifo Institut

hat Deutschlands Ausrichtung auf dynamische außereuropäische Märkte dazu beigetragen, dass die deutsche Industrie nach 2008/09 schneller und dauerhafter wieder auf Wachstumskurs zurückkehren konnte, als dies in anderen westeuropäischen Ländern der Fall war.

Begünstigt wurde diese schnelle Erholung durch politische Maßnahmen. Zu nennen sind die schon im Rahmen der Agenda 2010 ergriffenen Maßnahmen zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes (z.B. Leiharbeit), die die kostenmäßigen Nachteile hoher Löhne kompensieren hilft und eine Anpassung an konjunkturelle Schwankungen erleichtert. Hilfreich war die großzügige Regelung zur Kurzarbeit während der Krise. Sie ermöglichte es den Unternehmen, die Kernbelegschaft zu halten und die nach der Krise wieder anziehende Nachfrage schneller als die Konkurrenz bedienen zu können. Zwar trug die Kurzarbeiterregelung dazu bei, dass die Lohnstückkosten in der deutschen Industrie 2009 stärker zunahm als in allen anderen betrachteten Ländern. Dieser Anstieg konnte in den Jahren 2010 und 2011 jedoch wieder ausgeglichen werden. Auch die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe übertraf schnell nach der Krise wieder das langfristige Durchschnittsniveau, was enorm bedeutsam für die Rentabilität der Firmen ist.

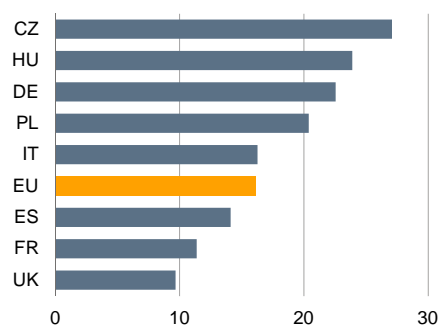
### Industrie in Deutschland und Osteuropa besonders wichtig

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Deutschland und die osteuropäischen EU-Länder ihre Marktanteile an der EU-Industrieproduktion bzw. der Bruttowertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe in den letzten Jahren erhöht haben. Dies ging zulasten der (hier betrachteten) westeuropäischen EU-Länder, wo die Industrieproduktion auch in absoluter Betrachtung das Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht hat. Der Fokus in Osteuropa liegt dabei keineswegs auf Industriebranchen der mittelniedrigen oder Niedrigtechnologie. Stattdessen sind gerade Tschechien und Ungarn in der mittleren Hochtechnologie sowie der Hochtechnologie sehr gut positioniert, wenngleich es zu einem großen Teil westliche Unternehmen sind, welche die dortigen Fertigungsstätten betreiben. Defizite haben die osteuropäischen EU-Länder im Vergleich zu Westeuropa im Bereich der wissensintensiven Dienstleistungen. Insofern kann man von einer Arbeitsteilung innerhalb der EU sprechen: Die industrielle Produktion ist in Osteuropa bedeutsamer, in Westeuropa sind es (wissensintensive) Dienstleistungen. Deutschland ist gewissermaßen ein Exot. Denn es hat als Hochlohnland industrielle Marktanteile innerhalb der EU hinzugewonnen und verzeichnete 2016 als einziges der großen westeuropäischen EU-Länder ein höheres Produktionsniveau im Verarbeitenden Gewerbe als vor der Krise. Zugleich ist Deutschland auch bei den wissensintensiven Dienstleistungen gut aufgestellt, wenngleich Frankreich und UK hier deutlich höhere Beschäftigungsanteile aufweisen als Deutschland.

Industrieanteil unterscheidet sich deutlich

12

Anteil des Verarb. Gew. an gesamtwirtschaftlicher Bruttowertschöpfung, 2016, %



Quelle: Eurostat

Deutschland ist auch insofern ein Exot, als es das einzige westeuropäische EU-Land ist, in dem der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamtwirtschaftlichen Bruttowertschöpfung über 20% liegt (2016: 22,6%). An der Spitze liegt hier Tschechien (27,1%) vor Ungarn (23,9%). Der EU-Durchschnitt beträgt 16,1%. Weit unter dem Durchschnitt liegen Frankreich (11,4%) und UK (9,7%). Die voneinander abweichenden Wirtschaftsstrukturen der einzelnen EU-Länder sind nicht per se gut oder schlecht. Sie spiegeln größtenteils unterschiedliche „Geschäftsmodelle“ der Volkswirtschaften wider, die historisch gewachsen sind und kurz- bis mittelfristig auch kaum gravierend geändert werden können. Beispielsweise kommt im niedrigen Industrieanteil in UK auch der Fokus des Landes auf Finanzdienstleistungen zum Ausdruck. Dieser Fokus beschert dem Land in Zeiten, in denen die Finanzwirtschaft prosperiert, regelmäßig überdurchschnittliche Wachstumsraten. Die jüngere Vergangenheit hat jedoch gezeigt, dass Deutschland mit seiner wettbewerbsfähigen Industrie gut aufgestellt war





## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

und ist, zumal sie als wichtiger Auftraggeber für unternehmensnahe Dienstleistungen fungiert und damit auf andere Sektoren ausstrahlt. Für den Binnenkonsum ist relevant, dass die Löhne in der (deutschen) Industrie höher ausfallen als in vielen Dienstleistungsbranchen.

### West-Ostverschiebung dürfte sich fortsetzen, aber verlangsamt

Aus heutiger Sicht spricht viel dafür, dass sich die industriellen Marktanteile innerhalb der EU auch in den kommenden Jahren von Westen nach Osten verschieben werden. Vor allem die Lohnkostenvorteile in Osteuropa sind hierfür ein wichtiger Grund, wenngleich das Beispiel Deutschland zeigt, dass hohe Arbeitskosten durch andere Faktoren kompensiert werden können.

Die Dynamik der West-Ostverschiebung dürfte jedoch nachlassen. So haben die westeuropäischen EU-Länder ihre industriellen Lohnstückkosten in den letzten Jahren in den Griff bekommen. Zudem dürften die Lohnzuwächse – nicht zuletzt basisbedingt – in den kommenden Jahren in Osteuropa höher ausfallen als im Westen. Die negative demografische Entwicklung in Osteuropa dürfte ferner dazu führen, dass der Fachkräftemangel in Osteuropa früher ein limitierender Faktor für eine weitere Expansion der industriellen Fertigung sein könnte. Positiv für westeuropäische Standorte ist ebenfalls, dass sie im Vergleich zu den östlichen EU-Ländern die größeren Absatzmärkte bilden, was für manche Industriebranchen ein wichtiges Kriterium für Investitionsentscheidungen ist. Letztlich zeigen die Produktionsverläufe in der Industrie in den hier betrachteten westlichen EU-Ländern seit etwa 2014/15 tendenziell wieder nach oben. Dieser Aufwärtstrend dürfte sich 2018 fortsetzen.

Natürlich sind (nicht nur) in Westeuropa weitere Wirtschaftsreformen nötig, um im internationalen Wettbewerb bestehen zu können. Dabei sitzt die Konkurrenz nicht nur in den östlichen EU-Ländern, sondern auch im Nicht-EU-Europa, in den USA sowie in Asien. Die Globalisierung wird den Volkswirtschaften jedenfalls wenig Zeit für Verschnaufpausen geben, weshalb Politik und Unternehmen ihre Reformbemühungen sowie die Anstrengungen zur Verbesserung von Produktivität und Innovationskraft verstetigen müssen. Das Erstarken politischer Extreme in der EU zeigt jedoch auch, dass sich die Politik mehr um jene Menschen kümmern muss, für die die Globalisierung eher mit unliebsamen Veränderungen und höherer Unsicherheit einhergeht. Langfristig helfen hier vor allem höhere Ausgaben für Bildung. Auch die Unternehmen sind in Sachen Weiterbildung in der Pflicht. Besser ausgebildete Arbeitskräfte sind auch deshalb nötig, weil die Industrie in der EU auch künftig vor allem in der Hochtechnologie und der mittleren Hochtechnologie die besten Wachstumschancen hat. Schon in den letzten Jahren entwickelte sich hier die Produktion deutlich besser als in den technologisch weniger anspruchsvollen Industriezweigen.

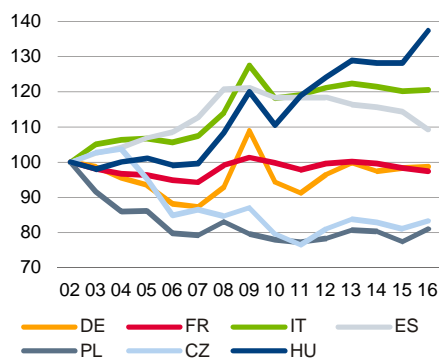
Der EU insgesamt ist es in den letzten Jahren gelungen, den langfristigen Trend eines sinkenden Industrieanteils an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung zu stoppen. Dies war und ist erklärtes politisches Ziel. Dennoch wird das 2012 formulierte Ziel der EU, den Industrieanteil bis 2020 auf 20% zu erhöhen (2016: 16,1%), nicht erreicht.

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

Divergierende Lohnstückkosten

13

Lohnstückkosten im Verarbeitenden Gewerbe, Index: 2002=100



Quelle: EZB



## EZB: Bloß kein „Taper-Tantrum!“

- Wenn die EZB wollte, dass ihre Politikanpassung auf keinen Fall zum Thema wird, hat sie ihr Ziel in vollem Umfang erreicht. Auch wenn wichtige politische Entscheidungen bekannt gegeben wurden, war der Markt durch die frühzeitige, klare Kommunikation gut darauf vorbereitet. Die EZB-Einschätzungen wurden moderat heraufgesetzt, was beim Wachstum stärker als bei der Inflation ausfiel. Weiterhin lockere finanzielle Bedingungen sind wichtig, damit sich die Inflation normalisieren kann. Wie zuvor kommuniziert senkte die EZB das monatliche Nettovolumen der QE-Käufe deutlicher als ursprünglich erwartet (von EUR 60 Mrd. auf EUR 30 Mrd. statt auf EUR 40 Mrd.), wird sie dafür aber länger fortsetzen (neun Monate statt sechs). QE und die QE-Forward Guidance bleiben zeitlich unbegrenzt.
- Mit dem stärkeren Fokus weg von Kapitalfluss- hin zu Bestandsgrößen und Reinvestitionen innerhalb des Wertpapierkaufprogramms („Asset Purchase Programme“, „APP“) war gerechnet worden, der Schwenk weg vom APP und hin zur Zinspolitik und Zinsguidance fiel jedoch weniger klar aus als von uns erwartet. Wir hatten vermutet, dass die EZB stärker auf die Zinspolitik setzen werde, waren jedoch angesichts der Makro-Fundamentaldaten skeptisch, ob dies Erfolg haben werde. Wir erwarten die erste Leitzinsanhebung weiterhin für Mitte 2019. Unser SIREN-Momentum-Indikator ist aus seinem Korridor, in dem er sich seit April bewegt, nach oben ausgebrochen, was auf eine mögliche weitere Beschleunigung des Wachstumstempos sowie auf Aufwärtsrisiken für die Wachstumserwartungen hindeutet. Dies spricht dafür, dass der Markt stärker auf Anzeichen für eine raschere Normalisierung der Inflation reagiert.
- Aber damit man realistisch mit dem Eintreten eines falkenhafteren Szenarios rechnen kann, muss zuerst eine Frage beantwortet werden – und zwar nicht, warum sich die Inflation so langsam beschleunigt, sondern warum die Binnennachfrage trotz des schwachen Kreditimpulses robust ist. Angesichts des Nachfragestaus könnte das BIP-Wachstum noch längere Zeit lang kräftig bleiben, zumal das hohe Exportwachstum die Erholung der Investitionsausgaben weiterhin stützen könnte. Dies muss jedoch finanziert werden. Es ist wohl eher unwahrscheinlich, dass die spürbare Erholung noch längere Zeit anhält, wenn sich die monatliche Bankenkreditvergabe nicht belebt.

### Die EZB hat ihre Aufgabe nach ihrem Dafürhalten gut gelöst

In den vergangenen Monaten legte der Rat viel Wert auf eine klare und konsistente Kommunikation, um den Ausstieg so zu gestalten, dass es nicht zu heftigen Ausschlägen (einem „Taper Tantrum“) an den Märkten kommt. Die seit der vorhergehenden Ratssitzung gehaltenen Reden wurden vom Markt entsprechend interpretiert, insbesondere in Bezug auf den Zusammenhang zwischen dem Volumen und der Dauer der Wertpapierkäufe, und die EZB verhielt sich wie vom Marktkonsens erwartet: Sie verlängerte die QE um neun Monate mit einem Volumen von EUR 30 Mrd. pro Monat und ließ das Ende offen.

### Etwas optimistischere Einschätzung der wirtschaftlichen Lage

Die EZB äußerte sich positiver zur Wachstums- und (in etwas geringerem Maße) zur Inflationsentwicklung, änderte jedoch nichts an der Risikogewichtung. Derzeit expandiert das BIP im Euroraum kräftig, und die EZB erwartet, dass sich dies in H2 fortsetzen wird. Zwar nahm die EZB die moderate Beschleunigung des Inflationstrends im bisherigen Jahresverlauf sowie die höhere Lohninflation



## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

---

zur Kenntnis, geht jedoch weiterhin von einer verhaltenen Inflation aus. Insgesamt hält sie nach wie vor sehr günstige finanzielle Bedingungen und umfangreiche geldpolitische Impulse für erforderlich. Dabei blieb die zuerst erwähnte Formulierung im Vergleich zum September unverändert, bei der letzteren fand eine Abschwächung gegenüber „sehr erheblich“ (September) statt.

### Verschiebung der geldpolitischen Akzente, damit die finanziellen Bedingungen locker bleiben

Vor der EZB-Sitzung schrieben wir, die EZB werde bei der Pressekonferenz wahrscheinlich zwei politische Schwenks einleiten: erstens eine Umstellung innerhalb des APP von Fluss- auf Bestandsgrößen (einschließlich Reinvestitionen) und zweitens vom APP weg und hin zur Zinspolitik und Zinsguidance. Vor allem auf Letztere sollte besonderes Gewicht gelegt werden, um zu betonen, dass die Zinsen noch längere Zeit niedrig bleiben sollten. So geschah es auch, jedenfalls in gewissem Umfang. Die Presseerklärung enthielt einen neuen Satz, in dem die geldpolitische Haltung als Funktion der zusätzlichen Nettowertpapierkäufe (d.h. der Kapitalflüsse), des beträchtlichen Bestands an erworbenen Vermögenswerten und der anstehenden Reinvestitionen (d.h. der Bestandsgröße) und der Forward Guidance zu den Zinsen definiert wurde. Draghis Äußerung, es bestehe breiter Konsens darüber, dass das Ende der QE offen gelassen und die QE nicht plötzlich beendet werde, entsprach ebenfalls unserer Prognose, dass die QE voraussichtlich im Dezember 2018 beendet wird.

### Die Aussage, dass die Zinsen noch längere Zeit niedrig bleiben, wurde weniger betont als erwartet

Die Definition der Formulierung „deutlich darüber hinaus“ wurde in der Frage- und-Antwort-Runde etwas abgemildert, in der Draghi sagte, die Formulierung solle für eine solche Verankerung der kurzfristigen Zinsen sorgen, dass das Inflationsziel gestützt werde. Allerdings wurde der Reihenfolge der geldpolitischen Ausstiegsschritte, die auf längere Sicht für niedrige Zinsen sorgen sollen, weniger Aufmerksamkeit geschenkt als erwartet. Ob dies darauf zurückzuführen ist, dass Draghi und/oder der Rat mit den Marktprognosen zufrieden waren, oder ob dies ein Kompromiss mit den Falken war, ist nicht klar. Draghi sagte, dass die Abfolge der Ausstiegsschritte zu den beiden Themen gehört habe, die der Rat nicht diskutiert habe (das andere waren die Parameter der QE). Wir interpretieren diese Aussage so, dass eine baldige Anhebung des Einlagensatzes ganz klar nicht auf dem Plan steht (wir haben unsere entsprechende Prognose vor Kurzem aufgegeben).

### Wie geht es weiter? Risiko eines falkenhaften Marktes

Diese Bekanntgaben wurden sehr sorgfältig formuliert, um eine negative Marktreaktion zu vermeiden. Nun besteht das Risiko, dass der Markt falkenhafter werden könnte. Die Konjunkturerholung zieht tatsächlich an und die EZB steigt aus der akkommodierenden Geldpolitik aus. Unser SIREN-Momentum-Indikator ist in der vergangenen Woche nach oben aus dem Korridor ausgebrochen, in dem er sich seit April bewegt, was auf eine mögliche weitere Beschleunigung des Wachstumstempos sowie auf Aufwärtsrisiken für die Wachstumserwartungen hindeutet. Wie wir vor der EZB-Sitzung erläutert haben, spricht unsere modifizierte Taylor-Regel dafür, dass die Phase der unkonventionellen Geldpolitik bereits im Jahr 2017 und nicht erst im Jahr 2018 beendet werden sollte. Zugleich wird wieder eine expansivere Fiskalpolitik verfolgt. Dies spricht für eine Neuausbalancierung des Policy-Mix und ein zunehmendes Risiko, dass die Politik prozyklisch agiert. Letztendlich dürfte der Markt daher sensibler auf Anzeichen für



## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

---

eine raschere Normalisierung der Inflation reagieren. Wir erwarten die erste Zinserhöhung für Mitte 2019, also 3 - 6 Monate früher als der Markt. (Der Markt rechnet jetzt früher mit einem ersten Zinsschritt als vor der EZB-Sitzung).

### Das Problem der Kreditvergabe

Allerdings muss zuerst eine Frage beantwortet werden – und sie lautet nicht, warum die Inflation nicht höher liegt (die Inflation, einschließlich der Lohninflation, beschleunigt sich; vgl. unsere Ausführungen vor der EZB-Sitzung). Nein, sie lautet vielmehr: Wie kann das BIP bei einem so geringen Kreditimpuls so rasch wachsen? Die Realwirtschaft braucht einen finanziellen Gegenpart. In diesem Jahr ist jedoch ganz klar eine Lücke zwischen dem kräftigen Wachstum der Binnennachfrage und einem langsameren Kreditimpuls entstanden. Den jüngsten Kreditdaten zufolge handelt es sich bei dem Anstieg des Kreditimpulses lediglich um die Korrektur eines Basiseffekts. Die monatlichen Kapitalflüsse beschleunigen sich jedoch nicht so stark wie es nötig wäre, um die Erwartungen im Basisszenario (BIP-Wachstum von ca. 2%) zu rechtfertigen, ganz zu schweigen von Aufwärtsrisiken für das Wachstum.

### Erholung der Bankenkreditvergabe erforderlich

Die Lücke lässt sich durch zwei Faktoren erklären. Erstens finanzieren sich die Unternehmen im Zuge des CSPP wahrscheinlich inzwischen stärker über Anleihen als über Kredite (für die Standardberechnung des Kreditimpulses verwenden wir jedoch Kreditdaten). Zweitens haben die Unternehmen ihre finanziellen Überschüsse ausgegeben, also ihre Gewinne nicht gehortet. Wenn die QE ausläuft und die Nettokreditaufnahme der Unternehmen gesunken ist, müssen die Unternehmen für eine weitere Expansion Kredite aufnehmen. Die Banken sind sicherlich bereit, diese Mittel bereitzustellen; dies führt jedoch dazu, dass Wachstum auf Kosten der Bilanzqualität erzielt wird. Angesichts des Nachfragestaus könnte das BIP-Wachstum noch längere Zeit lang kräftig bleiben, zumal das hohe Exportwachstum die Erholung der Investitionsausgaben weiterhin stützen dürfte. Falls jedoch ein kräftigeres Wachstum die EZB dazu veranlasst, rascher aus der unkonventionellen Geldpolitik auszusteigen, könnten die restriktiveren finanziellen Bedingungen das Wachstum wieder dämpfen. Es ist wohl eher unwahrscheinlich, dass die spürbare Erholung noch längere Zeit anhält, wenn sich die monatliche Bankenkreditvergabe nicht belebt.

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

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



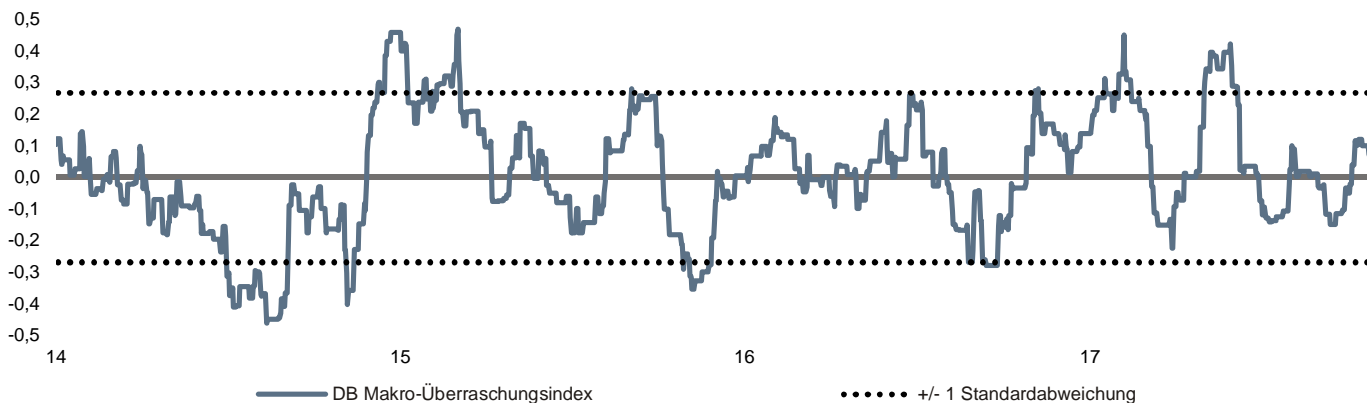
## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

### 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
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	8 2017	13/09/2017	1.8	1.8	0.0	0.2	0.3
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	9 2017	19/09/2017	87.9	86.2	1.7	0.1	0.6
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	9 2017	19/09/2017	17.0	12.0	5.0	0.6	0.8
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	9 2017	25/09/2017	115.3	116.0	-0.7	-0.7	0.2
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	8 2017	26/09/2017	2.1	2.1	0.0	0.3	0.6
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	9 2017	29/09/2017	-22.0	-5.0	17.0	0.5	0.7
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	8 2017	29/09/2017	-0.2	0.5	-0.7	-0.3	0.3
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	9 2017	02/10/2017	60.6	60.6	0.0	0.0	0.4
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	9 2017	04/10/2017	55.6	55.6	0.0	0.0	0.5
GRIORTMM Index	Auftragsgänge (% gg. Vm.)	8 2017	06/10/2017	3.6	0.7	2.9	1.3	0.9
GRIPMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	8 2017	09/10/2017	2.6	0.9	1.7	1.5	0.9
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	8 2017	10/10/2017	17.8	17.0	0.8	-0.1	0.5
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	9 2017	13/10/2017	1.8	1.8	0.0	0.2	0.3
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	10 2017	17/10/2017	17.6	20.0	-2.4	-0.3	0.4
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	10 2017	17/10/2017	87.0	88.5	-1.5	-0.3	0.3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	10 2017	24/10/2017	55.2	55.5	-0.3	-0.3	0.3
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	10 2017	24/10/2017	60.5	60.5	0.0	0.0	0.4
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	10 2017	25/10/2017	116.7	115.1	1.6	1.0	0.9
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	9 2017	27/10/2017	3.0	2.6	0.4	0.6	0.9
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	9 2017	30/10/2017	0.5	0.5	0.0	0.3	0.6

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

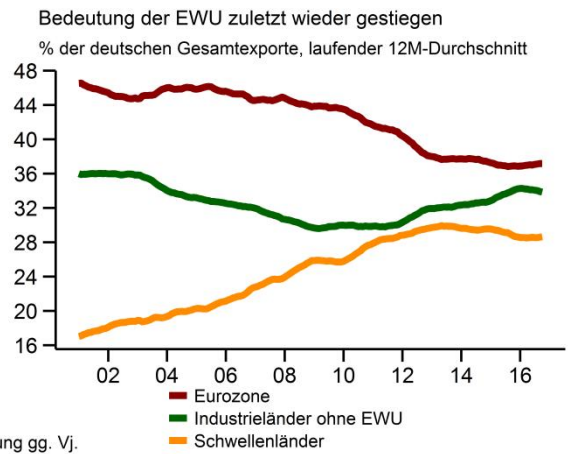
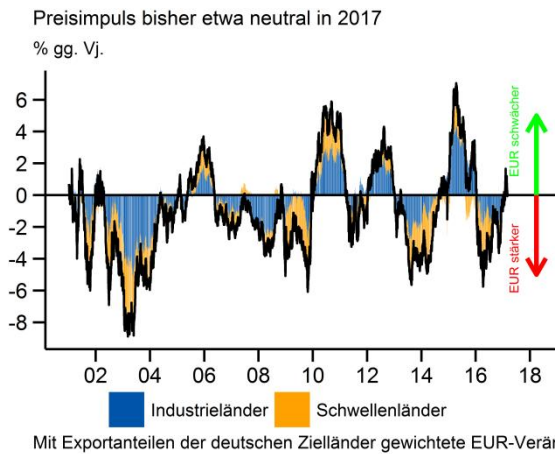
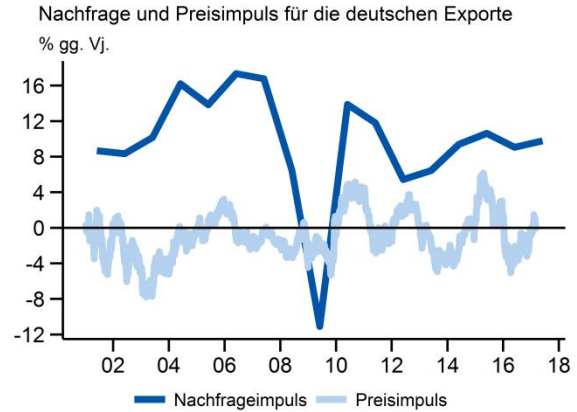
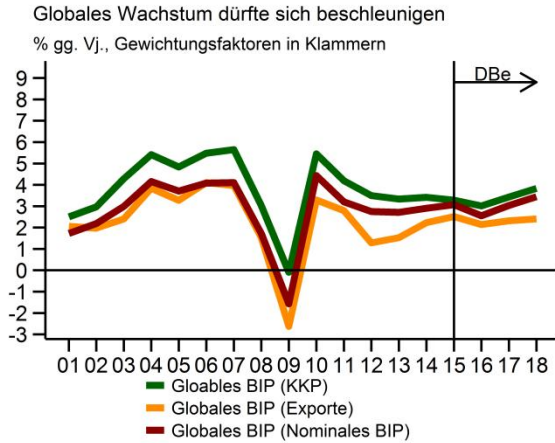
Quelle: Heiko Peters (2014). DB Makro-Überraschungsindex Deutschland. Ausblick Deutschland, 4. August 2014.



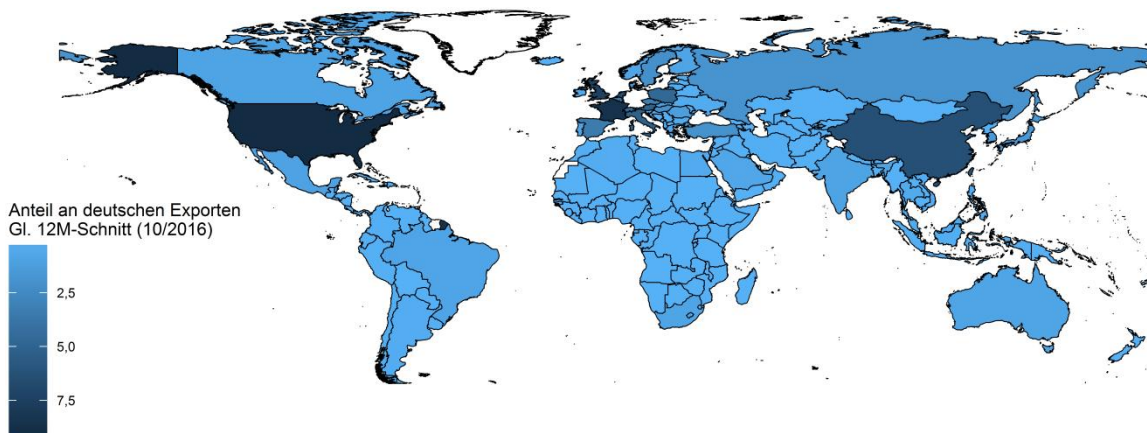
## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

### Deutscher Exportindikator

Der Exportindikator identifiziert die Auswirkungen von globalen Nachfrageveränderungen und von Währungsbewegungen (Preisimpuls) auf die deutschen Exporte.<sup>4</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>4</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland, 3. März 2016.



## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

Deutschland: Termine der Finanz-, Wirtschafts- und Europapolitik

Datum	Ereignis	Anmerkungen
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.
4. Dez.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	U.a. thematische Debatte über Wachstum und Beschäftigung: Abgabenkeil – Wiedervorlage Benchmarking. Spanien und Zypern: 8. bzw. 3. Überprüfung im Rahmen der Überwachung nach Abschluss des Anpassungsprogramms.
14. Dez.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses. Am 26. Oktober agierte die EZB wie von den Märkten erwartet. Sie kündigte an, die Anleihekäufe im Rahmen des QE-Programms ab Januar zu vermindern (von EUR 60 Mrd auf 30 Mrd) und das Programm um 9 Monate bis einschließlich September 2018 zu strecken, und sie hielt das Ende der unkonventionellen Geldpolitik offen.
14./15. Dez.	Europäischer Rat, Brüssel	Debatten über Lage u. Zukunft der EU, über Brexit-Verhandlungen und internationale Beziehungen.
15./16. Dez.	(Möglicherweise) Parteitage von CDU und CSU	Aussprache und Abstimmung über Ergebnisse der Verhandlungen zur Bildung einer Regierungskoalition von CDU/CSU, FDP und Grünen.
Ab Mitte Dez.	(Möglicherweise) FDP und Grüne Mitgliederbefragung	Abstimmung über Ergebnisse der Verhandlungen zur Bildung einer Regierungskoalition von CDU/CSU, FDP und Grünen.
Bis Mitte Jan. 2018	(Voraussichtlich) Wahl der Bundeskanzlerin	Aus heutiger Sicht erscheint es wahrscheinlich, dass die Abgeordneten von CDU/CSU, FDP und Grünen Angela Merkel zur Bundeskanzlerin wählen werden. Damit würde ihre vierte Amtszeit beginnen.
25. Jan. 2018	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses. (Siehe Eintrag 14. Dez.)

Quelle: Deutsche Bank Research

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



## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
6 Nov 2017	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	September	-0,3	3,6
7 Nov 2017	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	September	-0,2	2,6
9 Nov 2017	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	September	19,7	21,7
9 Nov 2017	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	September	-0,1	2,9
9 Nov 2017	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	September	2,1	1,1
14 Nov 2017	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.)	Q3 2017	0,6	0,6
23 Nov 2017	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Details	Q3 2017	0,6	0,6
23 Nov 2017	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	November	60,0	60,6
23 Nov 2017	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	November	55,0	55,2
24 Nov 2017	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	November	116,0	116,7
29 Nov 2017	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	November	1,5	1,6
30 Nov 2017	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Oktober	-0,2	0,5
30 Nov 2017	09:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	November	5,6	5,6

\*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)





## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	1,125	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,03	0,25
Dez 17	1,375	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,03	0,50
Mrz 18	1,375	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,03	0,50
Jun 18	1,625	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,05	0,75

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	1,38	0,06	-0,34	0,45
Dez 17	1,58	0,05	-0,30	0,50
Mrz 18	1,58	0,05	-0,30	0,55
Jun 18	1,83	0,05	-0,30	0,55

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,38	0,06	0,28	1,35
Dez 17	2,62	0,00	0,60	1,45
Mrz 18	2,69	0,00	0,65	1,65
Jun 18	2,75	0,00	0,70	1,75

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,16	114,02	0,87	1,33	1,16	9,72	7,44	9,46	4,23	311,75	25,56
Dez 17	1,17	116,00	0,91	1,29	1,05	9,50	7,46	9,75	4,23	310,00	26,00
Mrz 18	1,18	117,00	0,92	1,28	1,06	9,38	7,46	9,69	4,25	312,50	25,93
Jun 18	1,19	118,00	0,93	1,28	1,08	9,25	7,46	9,63	4,26	315,00	25,85

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

Deutschland: Datenmonitor

	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Jun 2017	Jul 2017	Aug 2017	Sep 2017	Okt 2017	Nov 2017
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	110,6	111,2	114,3	115,8		115,2	116,1	116,0	115,3	116,7	
ifo Geschäftserwartungen	105,4	104,3	106,2	107,5		106,7	107,3	107,8	107,5	109,1	
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	105,3	106,2	109,6	111,9		110,4	112,1	112,3	111,3	112,7	
Produktion (% gg. Vp.)	0,0	1,2	1,9			-1,0	-0,1	2,6			
Auftragseingang (% gg. Vp.)	4,2	-1,0	0,8			0,9	-0,4	3,6			
Grad der Kapazitätsauslastung	85,6	85,9	86,0	86,7	87,1						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	-1,6	4,6	5,2			-0,9	0,0	0,0			
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	8,1	0,4	-3,0			3,1	-0,5	-3,2			
ifo Bauhauptgewerbe	129,4	128,5	130,4	133,0		130,5	131,6	133,4	134,1	134,9	
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-1,5	-0,6	3,6	4,1		5,0	5,2	3,3	3,9	5,2	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	1,5	0,3	1,4	0,2		1,0	-0,5	-0,2	0,5		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-0,3	6,7	0,0	0,3		-3,5	1,5	3,5	-3,3		
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	3,1	-0,4	1,1			-1,9	0,3	4,3			
Exporte (% gg. Vp.)	2,3	3,0	1,5			-2,8	0,4	2,9			
Importe (% gg. Vp.)	3,3	3,7	1,4			-4,4	2,3	1,1			
Nettoexporte (EUR Mrd.)	59,3	59,4	60,6			21,0	19,5	21,7			
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,0	5,9	5,7	5,7		5,7	5,7	5,7	5,6		
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-28,3	-59,0	-43,3	-20,7		5,0	-10,0	-6,0	-22,0		
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,3	1,5	1,5	1,5		1,5	1,5	1,5	1,5		
ifo Beschäftigungsbarometer	111,1	110,3	111,1	111,9		111,0	112,1	111,2	112,3	112,0	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,0	1,9	1,6	1,7		1,5	1,5	1,8	1,8	1,5	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,2	1,0	1,4	1,5		1,5	1,5	1,5	1,5		
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	0,2	2,8	2,8	2,7		2,4	2,3	2,6	3,1		
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	19,2	32,7	8,9	4,2		2,0	2,7	4,8	5,3	0,7	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	51,1	54,5	50,8	52,2		47,6	49,1	51,9	55,5	57,6	60,5
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	10,0	18,9	17,6	16,3		17,9	15,1	15,8	18,1	16,0	
EC Unternehmensumfrage	6,2	13,0	12,2	11,7		11,4	11,9	10,4	12,8	12,3	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	2,2	1,0	2,5								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,2	2,5	2,4								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,8	1,0	3,8								
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	5,7	6,0	5,6	4,7		5,6	4,6	4,7	4,7		
Trend von M3*						5,2	5,0	5,0	4,7		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	2,9	3,3	3,8	3,9		3,8	3,8	3,8	3,9		
Kredite an öffentliche Haushalte	8,9	21,0	4,1	5,5		4,1	0,3	-7,5	5,5		

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

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



## Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen

---



## Ausblick Deutschland

- „ Konjunktureller Rückenwind für Koalitions-  
verhandlungen ..... 3. November 2017
- „ Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten ..... 6. Oktober 2017
- „ 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

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:  
Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

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

© Copyright 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

ISSN (Print): 2512-2371; ISSN (Online): 2568-1079