



# Ausblick 2018

## Robuste Konjunktur – fragile Politik

14. Dezember 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

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
Ausblick 2018. Robuste Konjunktur – fragile Politik .....	3

- Die deutsche Wirtschaft ist in 2017 um rund 2,3% gewachsen und lieferte damit die positive Überraschung unter den Industrieländern. In 2018 dürfte das BIP nochmals um 2,3% steigen. Dies wäre das fünfte Jahr in Folge, in dem Deutschland über Potenzial wächst. Motoren des Konjunkturbooms sind die Investitionen, die von der Exportnachfrage und der gestiegenen Kapazitätsauslastung befeuert werden, sowie die kräftig expandierende Erwerbstätigkeit, die sich zusammen mit steigenden Effektivlöhnen in einer Zunahme des privaten Verbrauchs um knapp 2% niederschlagen wird.
- Der Anstieg der Bauinvestitionen dürfte noch etwas kräftiger als in 2017 ausfallen. Trotzdem dürfte sich die Nachfragerücke von rund 1 Million Wohnungen nochmals ausweiten und der Preisdruck – Hauspreise stiegen in 2017 um 6%, Wohnungspreise gar um 10% – bestenfalls leicht nachlassen. Knappes Bauland, fehlende Kapazitäten sowie verfehlte Regulierung stehen einer stärkeren Angebotsausweitung im Wege. Aufgrund der boomenden Binnenkonjunktur dürften die Importe erneut stärker als die Exporte steigen. Der Beitrag des Nettoexports zum BIP sollte wieder nahe null liegen.
- Das ifo-Geschäftsklima hat im November ein weiteres Allzeithoch markiert. Angesichts zunehmender Kapazitätsengpässe und der Aufwertung des Euro erwarten wir aber, dass das Wachstumstempo in 2018 gegenüber 2017 etwas nachlassen wird. Die unveränderte jahresdurchschnittliche Wachstumsrate von jeweils 2,3% ergibt sich aus dem Wachstumsüberhang von rund einem Prozentpunkt, mit dem die Wirtschaft in das Jahr 2018 startet. In 2019 dürfte die Wachstumsrate dann unter 2% sinken.
- Wir haben schon im Vorfeld der Bundestagswahl unsere Sorge geäußert, dass eine neue Regierung aufgrund der aktuellen (vorübergehenden!) Idealkonstellationen am Arbeitsmarkt und im Staatsaushalt, der in 2018 den fünften Überschuss in Folge erzielen wird, den immer drängenderen Herausforderungen durch Digitalisierung, Demografie und Globalisierung – ähnlich wie ihre Vorgängerin – nicht genügend Aufmerksamkeit schenken wird. Die unerwarteten Schwierigkeiten bei der Regierungsbildung, die unseres Erachtens in der Tat ergebnisoffen ist, haben diese Sorgen nochmals erhöht.
- Angesichts von Basiseffekten bei den Energiepreisen dürfte die Inflationsrate (Nov. 2017 1,8%) zu Jahresbeginn vorübergehend sinken und könnte im Jahresdurchschnitt 2018 mit 1,6% minimal unter der von 2017 (1,7%) liegen. Die anstehende Lohnrunde, insbesondere aber die hohe Nachfrage bei global abschmelzenden freien Kapazitäten, könnten zu einer stärkeren zugrundeliegenden Preisdynamik führen, als von uns derzeit prognostiziert.
- Wir gehen davon aus, dass die EZB ihre Anleihekäufe Ende 2018 komplett einstellt. Zur Jahresmitte dürfte sie die Zinsen um 25 Bp. anheben, falls die Wahlen in Italien ohne Zwischenfälle verlaufen und die Wirtschaft weiter kräftig wachsen wird.



## Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Euroland	2,3	2,3	1,7	1,5	1,4	1,5	3,3	2,7	2,1	-1,1	-0,9	-1,0
Deutschland	2,3	2,3	1,8	1,8	2,0	2,0	7,2	6,5	6,5	0,9	0,8	0,5
Frankreich	1,8	2,0	1,6	1,2	1,3	1,4	-0,8	-0,6	-0,6	-2,9	-2,7	-2,9
Italien	1,6	1,4	1,0	1,3	1,0	1,5	2,9	2,8	2,6	-2,1	-1,9	-1,8
Spanien	3,1	2,9	2,3	2,0	1,5	1,6	1,8	1,7	1,6	-3,1	-2,2	-1,6
Niederlande	3,0	2,5	2,4	1,3	1,6	1,9	10,2	10,2	10,1	1,1	0,5	0,4
Belgien	1,8	2,2	1,7	2,2	1,6	1,7	-1,0	-0,7	-1,0	-1,8	-1,5	-1,5
Österreich	2,8	2,5	2,3	2,2	2,0	1,7	2,2	2,5	2,8	-0,9	-0,7	-0,5
Finnland	2,9	2,6	2,1	0,9	1,2	1,6	-1,0	0,0	0,5	-1,2	-1,0	-0,8
Griechenland	1,2	3,0	2,2	1,2	0,7	1,1	-1,0	-0,5	0,0	-1,6	0,0	1,0
Portugal	2,6	2,0	1,5	1,6	1,2	1,5	0,2	0,0	0,0	-1,4	-1,2	-1,2
Irland	4,1	4,0	3,2	0,3	1,0	1,2	3,8	3,5	3,0	0,1	0,1	-0,4
Großbritannien	1,6	1,0	1,4	2,6	2,5	2,3	-4,5	-4,0	-3,5	-2,5	-2,1	-1,4
Dänemark	2,1	2,0	1,9	1,1	1,6	1,6	7,5	7,5	7,0	-1,0	-0,5	-0,5
Norwegen	1,8	2,2	2,0	1,9	1,9	1,8	6,0	6,0	5,5	3,5	4,0	5,0
Schweden	3,0	2,7	2,5	1,8	2,0	2,2	5,0	4,5	4,0	1,0	1,0	0,5
Schweiz	0,9	2,1	1,8	0,5	0,3	0,7	10,5	10,6	11,0	0,3	0,3	0,2
Tschech. Rep.	4,2	3,4	3,0	2,5	2,4	2,2	0,6	0,4	0,9	1,0	0,8	1,1
Ungarn	3,9	3,5	3,1	2,3	2,5	3,0	3,8	3,1	2,7	-2,3	-2,4	-2,3
Polen	4,2	3,8	3,5	2,0	2,2	2,9	-1,4	-1,7	-1,9	-2,3	-2,5	-2,7
USA	2,3	2,6	2,2	2,1	2,1	2,2	-2,9	-3,2	-3,5	-3,6	-2,8	-3,2
Japan	1,5	1,0	0,8	0,3	0,4	0,8	4,1	4,5	4,5	-3,5	-3,0	-2,6
China	6,8	6,3	6,3	1,7	2,7	2,4	1,2	0,8	0,6	-4,0	-4,0	-4,0
Welt	3,7	3,8	3,7	3,0	3,2	3,0						

\*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.

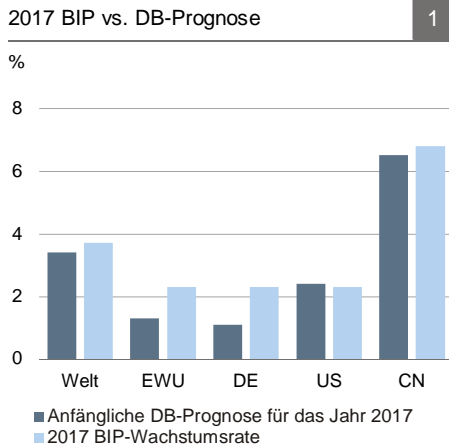
	2016	2017P	2018P	2019P	2018				2019			
					Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	1,9	2,3	2,3	1,8	0,5	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Privater Konsum	2,1	2,1	1,8	1,5	0,4	0,6	0,5	0,5	0,3	0,4	0,3	0,2
Staatsausgaben	3,7	1,1	1,0	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	3,1	3,9	3,7	3,6	1,0	1,0	1,0	0,8	1,0	0,9	0,9	0,8
Ausrüstungen	2,2	4,3	5,1	3,1	1,0	1,0	1,0	0,5	1,0	0,7	0,7	0,5
Bau	2,7	3,6	4,0	4,9	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Lager, %-Punkte	-0,2	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exporte	2,6	4,2	4,8	4,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,2
Importe	3,9	4,7	5,2	5,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,2	1,2	1,1	1,2
Nettoexport, %-Punkte	-0,3	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Konsumentenpreise*	0,5	1,7	1,6	1,8								
Arbeitslosenquote, %	6,1	5,7	5,4	5,3								
Industrieproduktion**	1,4	3,0	1,8	1,5								
Budgetsaldo, % BIP	0,8	0,9	0,8	0,5								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	68,3	64,9	61,3	58,6								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,4	7,2	6,5	6,5								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	262,6	232,0	212	214								

\*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

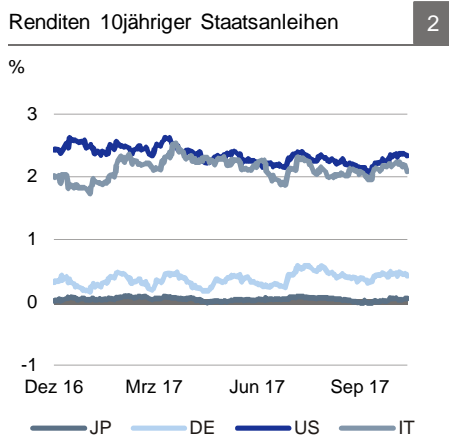


## Rückblick 2017: Wachstum in Europa und Deutschland überraschte



Quellen: Nationale Statistische Ämter, Deutsche Bank Research

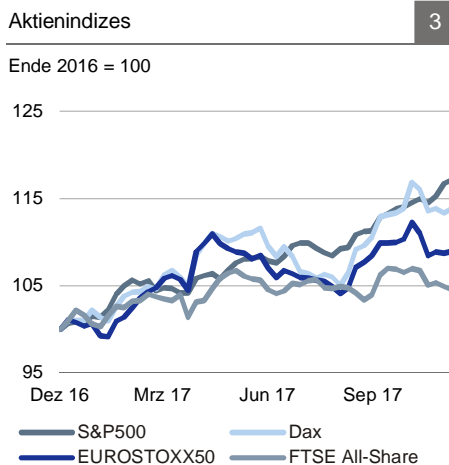
Im abgelaufenen Jahr hat sich die Weltwirtschaft besser entwickelt als vor Jahresfrist erwartet. Das globale Wachstum dürfte mit wohl 3,7% rund einen ½ Prozentpunkt über der Rate von 2016 liegen und damit gut ¼ Pp. höher als zu Anfang 2017 erwartet ausfallen. Dabei lieferten die Eurozone und insbesondere Deutschland die mit Abstand größten positiven Überraschungen. Die EWU dürfte mit einem BIP-Wachstum von 2,3% unsere ursprüngliche Prognose um einen Pp. übertreffen. In Deutschland dürfte das Wachstum mit 2,3% mehr als doppelt so hoch ausfallen als zu Jahresbeginn von uns erwartet (1,1%, Consensus 1,3%). In den USA gelang nahezu eine Punktlandung (2,3%, Erwartungen 2,4%), obwohl die von der neuen Regierung geplante Steuerreform sich deutlich verzögert hat. Das BIP in den übrigen großen Industrieländern entwickelte sich weitgehend wie von uns prognostiziert. Dies gilt auch für die Schwellenländer, in denen die konjunkturelle Erholung an Kraft gewann. In China dürfte zumindest in jahresdurchschnittlicher Betrachtung die von uns erwarteter strukturelle Wachstumsverlangsamung in 2017 eine Pause eingelegt haben (Wachstum wohl 6,8% gegenüber erwarteten 6,5%).



Quellen: Bloomberg PLC, Deutsche Bank Research

## Boomende Assetmärkte

Der Anstieg der Inflationsraten fiel in den Industrieländern minimal stärker als erwartet aus, in China dagegen etwas schwächer. Trotzdem entwickelten sich die Assetmärkte deutlich besser als erwartet. Die Renditen für zehnjährige Staatsanleihen liegen zum Ende 2017 in den USA, Japan und Deutschland nahezu auf ihren Niveaus von vor 12 Monaten, obwohl sich das nominale BIP im gleichen Zeitraum deutlich beschleunigte (in den G7-Ländern wohl um mehr als 1 Prozentpunkt!). In einigen europäischen Peripherieländern (Portugal, Griechenland) sind die Renditen dank abnehmender politischer Risiken sogar erheblich gesunken. Wichtige Aktienmärkte haben binnen Jahresfrist zwischen ca. 5% (UK) und knapp 20% (USA) zugelegt. Überrascht hat der Euro, der seit April gegenüber dem USD um rund 10% aufgewertet und seitdem auch handelsgewichtet gut 5% zugelegt hat.



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

## Ausblick: Globales BIP-Wachstum erreicht in 2018 3,8%

Wir erwarten, dass das Konjunkturmomentum auch in 2018 anhalten wird, das globale BIP-Wachstum dürfte mit 3,8% sogar noch leicht zulegen. In den USA dürften die sich abzeichnende Steuerreform insbesondere den Investitionen einen kräftigen Schub geben und das BIP-Wachstum – trotz der von uns erwarteten vier Zinsanhebungen der Fed – auf 2,6% beschleunigen. Die Erholung der Schwellenländer dürfte sich, ungeachtet der von uns prognostizierten Verlangsamung in China auf 6,3%, weiter forsetzen. In der Eurozone dürfte die konjunkturelle Dynamik angesichts des Rückgangs an freien Ressourcen – die Outputlücke in der EWU dürfte mittlerweile nahezu geschlossen sein – wohl aktuell ihren Höhepunkt erreicht haben. Bis zum Schlussquartal 2018 dürfte sich das annualisierte BIP-Wachstum auf etwa 1,6 abgeschwächt haben, was aber immer noch über der Potenzialrate läge. Die Wachstumsbeschleunigung im Jahresverlauf von 2017 führt zu einem Wachstumsüberhang zu Beginn 2018 von nahezu einem Prozentpunkt. Die jahresdurchschnittliche Wachstumsrate wird daher, trotz der von uns erwarteten Verlangsamung im Verlauf, wiederum bei 2,3% liegen, dürfte sich aber in 2019 deutlicher auf dann 1,7% abschwächen.

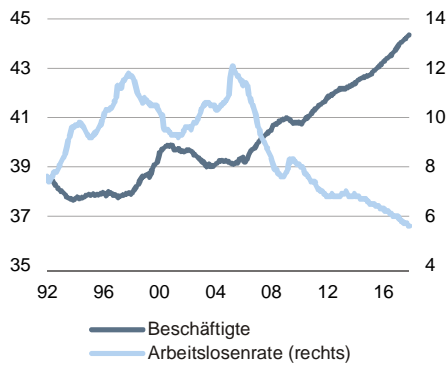


## Deutschland 2017: Konsum ungebrochen, Investitionszyklus angesprungen

Deutschland: Arbeitsmarkt

4

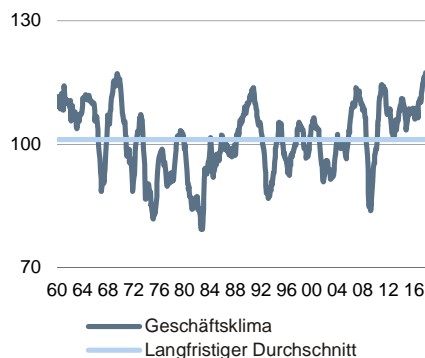
rechte y-Achse: in Mio.  
linke y-Achse: in %



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Statistisches Bundesamt

ifo Geschäftsklimaindex

5

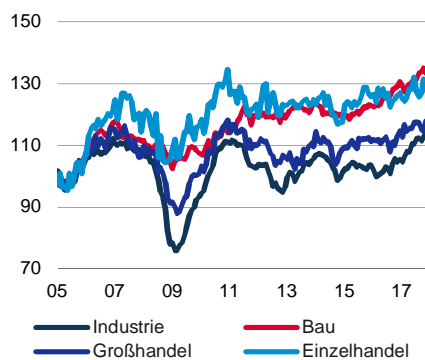


Quelle: ifo

ifo Index nach Sektoren

6

Index 2005=100



Quelle: ifo

Unsere deutliche Unterschätzung des deutschen BIP-Wachstums in 2017 lässt sich hauptsächlich auf zwei Gründe zurückführen. Erstens hat sich der Beschäftigungsanstieg entgegen unseren Erwartungen im Vergleich zu 2016 noch einmal beschleunigt, was dazu führte, dass die von uns prognostizierte Verlangsamung des Konsumwachstums ausblieb. Zweites entwickelte sich die Investitionstätigkeit deutlich dynamischer als Anfang 2017 erwartet. Trotz der erheblichen wirtschaftspolitischen Unsicherheiten zogen die Ausrüstungsinvestitionen bereits im ersten Halbjahr kräftig an. Die Bauinvestitionen legten im ersten Quartal zum Teil witterungsbegünstigt ebenfalls überraschend deutlich zu. Die Anlageinvestitionen insgesamt dürften daher in 2017 um knapp 4% zugelegt haben (Prognose zu Jahresbeginn 1%).

## Konjunkturboom setzt sich 2018 fort

Im ifo-Geschäftsklimaindex für November haben sowohl die Einschätzung der aktuellen Lage als auch die Erwartungen für die kommenden Monate Allzeithochs markiert, dabei wurde die Entwicklung durch das verarbeitende Gewerbe getrieben. Der Index der Einkaufsmanager im verarbeitenden Gewerbe lag im November nur um 0,2 Punkte unter seinem Rekord von Februar 2011. Die Einschätzung der Einkaufsmanager im Dienstleistungsbereich ist deutlich verhalten, dort lag der Index zuletzt nur gut einen Punkt über seinem historischen Durchschnitt. Alles in allem aber ist die konjunkturelle Ausgangsbasis für 2018 exzellent, sodass wir ein Wachstum von erneut 2,3% erwarten. Jedoch verdeckt die unverändert hohe Jahresrate die für 2018 erwartete Verlangsamung. Erstens würde das Wachstum in 2017 durch eine geringere Zahl von Arbeitstagen um rund ¼ Prozentpunkt gedrückt. Arbeitstäglich bereinigt dürfte das Wachstum in 2017 sogar 2,5 bis 2,6% erreichen. Für 2018 geht von den Arbeitstagen kein außergewöhnlicher Effekt auf das Wachstum aus. Zweitens hat Deutschland einen Wachstumsüberhang von 1% aus dem Jahr 2017. Die Verlangsamung der durchschnittlichen, annualisierten Quartalswachstumsraten von 3% in 2017 auf gut 2% in 2018 – immer noch deutlich über Potenzial – gibt die konjunkturelle Dynamik besser wieder. Hinter dem Rückgang verbergen sich zunehmend Kapazitätsengpässe insbesondere am Arbeitsmarkt, aber auch der festere Euro. Die gesamtwirtschaftliche Auslastung dürfte in 2018 rund 2% über Potenzial ansteigen. Dies würde das Wachstum in 2019 weiter auf dann 1,8% bremsen.

## Risiken

Neben Nordkorea sehen wir insbesondere im Mittleren Osten erhebliche politische Risiken, die auch zu einem Wiederanschwellen der Flüchtlingsströme nach Europa führen könnten. Zudem birgt die bis Mai nächsten Jahres abzuhaltende Parlamentswahl in Italien zusätzliche politische Risiken für die Eurozone. Aber auch in Deutschland könnte die unerwartet schwierige Regierungsbildung zu vermehrter politischer Unsicherheit etwa durch eine Groko mit wenig Reformeifer, aber umso größerer Ausgabenfreudigkeit, eine instabile Minderheitsregierung und/oder auch vorgezogene Neuwahlen sorgen, die auch dem Ansehen des Standorts Deutschland schaden könnten. Konjunkturell bleibt die von der chinesischen Regierung verfolgte Verlangsamung des chinesischen Wachstumstempos wohl das größte Risiko. Zudem könnten klarer zutage tretende Interessengegensätze beim Welthandel zu vermehrtem Protektionismus führen. Das größte Risiko sehen wir aber – nicht zuletzt nach der extrem niedrigen Volatilität im abgelaufenen Jahr – in den globalen Anleihemärkten. Hier könnte der Ausstieg der EZB aus ihrem QE-Programm zu erheblichen Ausschlägen





führen, insbesondere falls sich unsere Sorgen über eine schneller als derzeit erwartete Normalisierung der weltweiten Inflationsraten bewahrheiten sollten.

## Privater Konsum bleibt ein wichtiger Konjunktur-treiber

Das Wachstum des privaten Konsums dürfte sich im Jahr 2018 leicht auf 1,8% abschwächen (2017: 2,1%). Er dürfte trotzdem zusammen mit den Anlageinvestitionen Konjunkturmotor in 2018 sein (Wachstumsbeitrag jeweils rund 1 Prozentpunkt). Diese Prognose basiert zum einen auf der Erwartung einer anhaltend guten Beschäftigungsentwicklung und robusten Lohnzuwächsen aus den in 2018 anstehenden Tarifrunden. Zum anderen dürften auch die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen den privaten Verbrauch stützen.

## Arbeitsmarkt – Auf dem Weg zur Vollbeschäftigung

Der Arbeitsmarkt hat sich im abgelaufenen Jahr deutlich besser als erwartet entwickelt. Die Erwerbstätigkeit stieg immer wieder auf neue Höchststände, zuletzt auf 44,5 Millionen. Damit nahm sie im Vorjahresvergleich um 1,5% zu. Die Arbeitslosenquote fiel im Jahresverlauf kontinuierlich auf zuletzt 5,6%. Der Jahresdurchschnitt dürfte mit 5,7% deutlich unter den Konsensuserwartungen zu Beginn des Jahres (6,1%) liegen.

Die gute Arbeitsmarktentwicklung dürfte sich auch im kommenden Jahr fortsetzen. Frühindikatoren signalisieren weiterhin eine anhaltend starke Nachfrage nach Arbeitskräften. Gegenwärtig sind rund 770.000 offene Stellen gemeldet, und die durchschnittliche Vakanzzeit ist auf einen Rekordwert von 100 Tagen angestiegen. Der bereits hohe Grad der Kapazitätsauslastung von 87% und die Fortsetzung des Konjunkturaufschwungs, insbesondere das solide Wachstum der Anlageinvestitionen stützen die Arbeitsmarktprogno­se für das Gesamtjahr. Somit erwarten wir für das kommende Jahr einen Anstieg der Erwerbstätigkeit um etwa 400.000 Personen (1%). Die Arbeitslosenrate dürfte bei 5,4% liegen, da sich nun immer mehr anerkannte Asylbewerber nach absolvierten Integrationsmaßnahmen erst einmal arbeitslos melden werden. Im Verlauf von 2017 wurde eine unerwartet hohe Zahl an Integrationskursen angeboten, dies führte dazu, dass sich bisher weniger Asylsuchende arbeitslos gemeldet haben als es erwartet worden war. Im kommenden Jahr werden viele dieser Maßnahmen auslaufen.

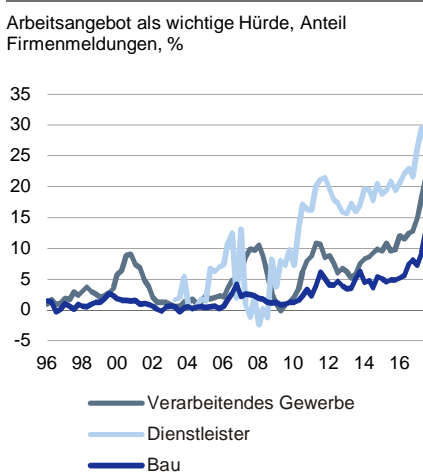
Einen wesentlichen Beitrag zum bisherigen Beschäftigungsaufbau leistete in den vergangenen Jahren die infolge der europäischen Arbeitnehmerfreizügigkeit ermöglichte Arbeitsmigration. So konnte ein Teil des zunehmenden Bedarfs an Arbeitskräften aus den osteuropäischen EU-Staaten, aus Griechenland, Spanien, Italien und Portugal sowie aus dem Balkan gedeckt werden. Da hauptsächlich Arbeitnehmer mit guter beruflicher Qualifikation zuwanderten, konnten diese schnell in den Arbeitsmarkt integriert werden. Aufgrund der wirtschaftlichen Erholung, vor allem in den südeuropäischen EWU-Mitgliedstaaten, ist im kommenden Jahr mit einer Abschwächung der Zuwanderung zu rechnen. Der sich gegenwärtig abzeichnende regionale Fachkräftemangel dürfte daher im kommenden Jahr weiter zunehmen. Schon jetzt zeigen Umfragen, dass viele Unternehmen den Mangel an geeigneten Arbeitskräften als ein Haupthindernis für ihre Geschäftstätigkeit sehen.

### Hohe Arbeitsnachfrage 7



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

### Knappes Arbeitsangebot 8



Quelle: EU-Kommission

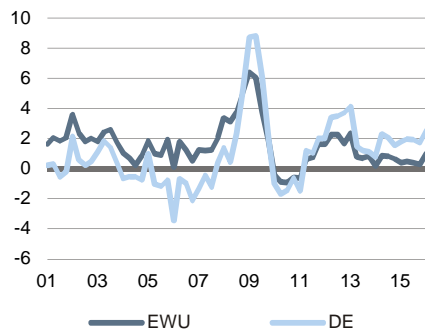


### Lohnrunde 2018 – mehr Lohn oder mehr Freizeit?

Lohnstückkosten: Deutschland wird teurer

9

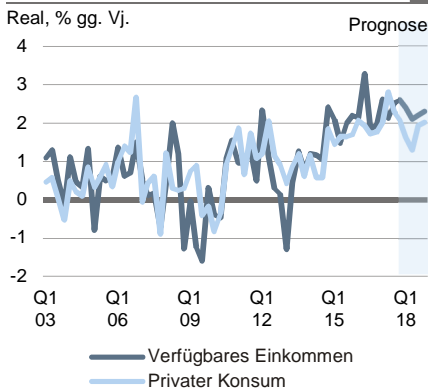
Nominale Lohnstückkosten, % gg. Vj.



Quelle: Eurostat

Verfügbares Einkommen und Privater Konsum Prognose

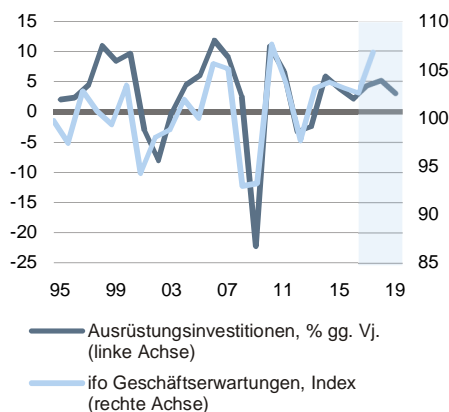
10



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Gute Geschäftserwartungen hellen den Ausblick für Ausrüstungsinvestitionen auf

11



Quellen: Destatis, Eurostat, Ifo, Deutsche Bank Research

Vor dem Hintergrund der hohen Arbeitskräftenachfrage werden die im Jahr 2018 anstehenden Tarifverhandlungen besonders im Fokus stehen. In dieser Tarifrunde werden Löhne für rund 9,7 Millionen tariflich gebundene Arbeitnehmer verhandelt werden – rund 30% der insgesamt 32,5 Millionen sozialversicherungspflichtig Beschäftigten. Dabei kommt den Abschlüssen für die Metallindustrie und für den Öffentlichen Dienst eine Schlüsselrolle zu. Die Gewerkschaft IG Metall fordert eine Erhöhung der Entgelte und Ausbildungsvergütungen um 6% sowie die individuelle Option, die persönliche Arbeitszeit auf 28 Stunden pro Woche für bis zu 24 Monate zu reduzieren. Die Gewerkschaft fordert zudem, dass unter bestimmten Voraussetzungen die daraus resultierenden Gehaltseinbußen zum Teil durch den Arbeitgeber ausgeglichen werden. In der zweiten Runde haben die Arbeitgeber Gehaltssteigerungen von insgesamt 2,35% angeboten, lehnten es aber nach wie vor kategorisch ab, über Arbeitszeitverkürzungen zu verhandeln. Dies könnte auf einen Abschluss von etwas über 3% hindeuten. Allerdings dürften die Arbeitgeber wohl noch einmal deutlich nachlegen müssen, um die IGM zumindest im kommenden Jahr zu einem Verzicht auf die Forderung nach Verringerung der Arbeitszeit zu bewegen. Da für die übrigen 60% der Beschäftigten in 2018 Tarifverträge mit Abschlüssen deutlich unter 3% gelten, dürfte aber auch in diesem Falle der Anstieg der Tariflöhne insgesamt noch unter 3% bleiben.

Der allgemeine Mindestlohn wird im kommenden Jahr unverändert bei EUR 8,84 pro Stunde liegen. Dennoch sind für verschiedene Branchen bereits im vergangenen Jahr Anpassungen vereinbart worden. So werden die Mindestlöhne für rund 1,3 Millionen Beschäftigte im kommenden Jahr um durchschnittlich gut 4% (Allgemeinverbindlichkeit bereits erteilt) ansteigen und damit zum Anstieg des Effektivlohns beitragen.

Insgesamt werden die erwartete Lohnentwicklung gemeinsam mit dem Beschäftigungswachstum und der Zunahme der Altersrenten (3,09% alte Bundesländer bzw. 3,23% neue Bundesländer) die nominal verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte um rd. 3 ¼% steigen lassen. Die Sparquote dürfte sich nur wenig von ihrem derzeitigen Niveau von 9,7% entfernen.

Der von uns erwartete Anstieg der Inflationsrate von 1,6% wird den Anstieg der real verfügbaren Einkommen auf rund 1¾% begrenzen. Der Reallohnzuwachs wird etwas mehr als 1% betragen. Bei einem Produktivitätsanstieg von gut 1% dürften die Lohnstückkosten in 2018 zwischen 1½% und 1¾% und damit ähnlich wie im abgelaufenen Jahr liegen.

### Hohe Kapazitätsauslastung und günstiger Wirtschaftsausblick beleben Ausrüstungsinvestitionen

Das Umfeld für Investitionen in Ausrüstungen (Maschinen und Fahrzeuge) hat sich im Laufe des Jahres deutlich verbessert. Dies geht zum einen auf das zunehmend stärkere Vertrauen deutscher Firmen in die weitere konjunkturelle (Weltwirtschafts-) Entwicklung und die in den Hintergrund getretenen politischen Unsicherheiten in Europa zurück. Zum anderen hat die zuletzt dynamischer wachsende Weltkonjunktur der deutschen (Export-) Wirtschaft zusätzliche Impulse verliehen und positiv auf die Investitionstätigkeit ausgestrahlt. Dank des günstigen Wirtschaftsausblicks (der auch von den Frühindikatoren wie Ifo oder PMI gestützt wird) und der bereits deutlich gestiegenen Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe (diese liegt aktuell bei rund 86,5%; z. Vgl. Durchschnitt 1995-2016: 84%) gehen wir von einer weiteren Wachstumsbeschleunigung bei den Ausrüstungsinvestitionen aus.



Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

Unserer Einschätzung nach dürften die (Brutto-) Ausrüstungsinvestitionen 2017 rund 4,3% (real, preisbereinigt) gegenüber dem Vorjahr zulegen (z. Vgl. 2016: +2,2%). 2018 könnten sie sogar mit einer Rate von gut 5% wachsen und damit rund 0,4 Prozentpunkte zum deutschen BIP-Anstieg (von 2,3%) beitragen.

Steigende Kapazitätsauslastung dürfte Investitionen antreiben

13

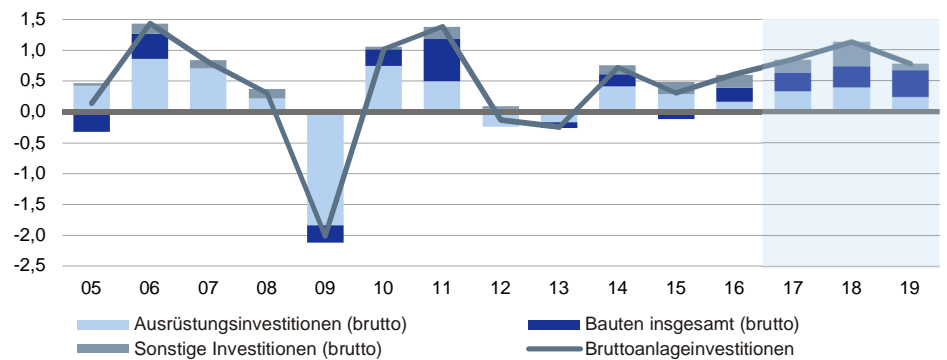


Quellen: Destatis, Eurostat, EC, Deutsche Bank Research

Entwicklung der Bruttoanlageinvestitionen

12

Wachstumsbeiträge zum BIP, Prozentpunkte (preisbereinigt)



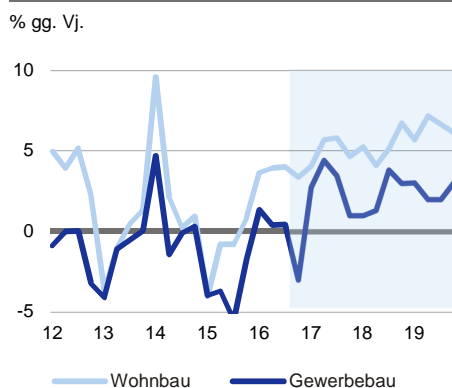
Quellen: Destatis, Eurostat, Deutsche Bank Research

Das relativ hohe Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen relativiert sich jedoch ein wenig, wenn man bedenkt, dass der Wachstumsüberhang 2018 knapp 3% beträgt. Dank der guten konjunkturellen Lage dürften neben den Ersatzinvestitionen nunmehr auch die Erweiterungsinvestitionen in den kommenden beiden Jahren in größerem Maße zu den gesamten Ausrüstungsinvestitionen beitragen. 2019 dürfte sich die Wachstumsrate der Ausrüstungsinvestitionen aber wieder abschwächen (auf rund 3%), was im Einklang mit der erwarteten Wachstumsverlangsamung der deutschen Wirtschaft steht.

Bau: Kein Ende des Hauspreiszyklus im Jahr 2018

Bauinvestitionen

14



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

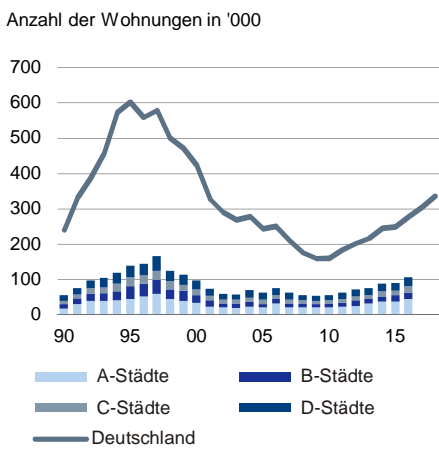
Im Jahr 2017 verzeichneten die Bauinvestitionen ein Wachstum von rund 3 1/2% gegenüber Vorjahr. Für das Jahr 2018 erwarten wir eine Zunahme auf 4%, wobei, wie in den Vorjahren, der Wachstumsbeitrag des Wohnbaus gegenüber dem Gewerbebau und dem öffentlichen Bau dominiert. Die hohe Nachfrage nach Wohnraum ist angesichts der sehr guten Arbeitsmarktlage und anhaltenden Zuwanderung ungebrochen. Vor diesem Hintergrund wuchsen die Wohnbauinvestitionen im Jahr 2017 mit rund 5%, wie in den Vorjahren, eher verhalten. Seit dem Beginn des Hauspreiszyklus im Jahr 2009 hat sich die Angebotsknappheit das neunte Jahr in Folge verschärft. Insgesamt fehlen somit mittlerweile mehr als 1 Mio. Wohnungen, insbesondere in den Metropolregionen und Großstädten. Aufgrund der besonders geringen Angebotselastizität dürfte sich die Lage in den kommenden Jahren nur allmählich entspannen.

Die geringe Angebotselastizität hat mehrere Ursachen. Auf lokaler Ebene bremsen fehlendes Bauland und komplexe politische Prozesse die Bautätigkeit. Zudem gibt es bundesweit erhebliche Kapazitätsrestriktionen. Fachkräfte sind am Bau zunehmend rar. Die Zahl der Unternehmen, die in der monatlichen ifo-Umfrage über einen „Mangel an Arbeitskräften“ berichten, ist nicht nur auf einem Allzeithoch, sondern hat sich innerhalb eines Jahres verdoppelt. Kapazitätsrestriktionen liegen auch vor, weil die Bauindustrie offenbar eine kräftige Ausweitung der Investitionen in Baumaschinen scheut. Eine Neuauflage der Großen Koalition würde wohl weitere Bremsfaktoren implizieren. Die Sozialdemokraten



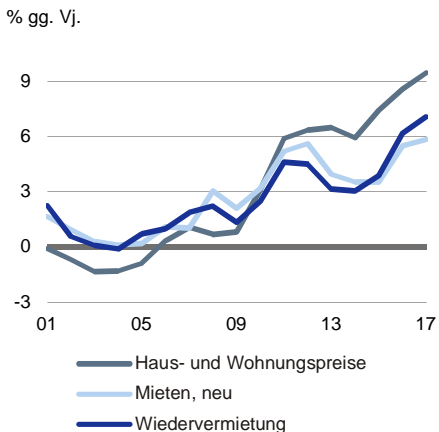
## Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

### Baufertigstellungen 15



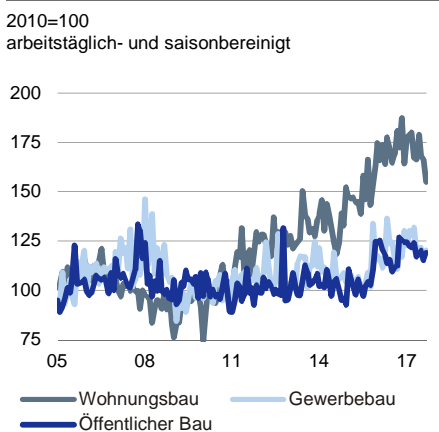
Quellen: riwis, Statistisches Bundesamt, Dt. Bank Research

### Deutsche Wohnimmobilien: Preise und Mieten 16



Quellen: riwis, Deutsche Bank Research

### Auftragseingang 17



Quelle: Destatis, Deutsche Bank Research

planen abermals, trotz des faktischen Scheiterns der Mietpreisbremse, das Mietwachstum gesetzlich zu begrenzen. Zudem fordern sie einen noch strengeren Mieterschutz. Auch dieser weitere Versuch, Marktmechanismen auszuhebeln, dürfte den Neubau bremsen, das Angebot begrenzen und die Preis- und Mietdynamik anheizen und somit kontraproduktiv wirken. Von einer CDU-Minderheitsregierung wären dagegen eher positive Impulse zu erwarten, da eine Mehrheit im neuen Bundestag die Stärkung des Neubaus gegenüber einem strengeren Mieterschutz präferierte.

Das rasante zweistellige Wachstum des Auftragseingangs und der Baugenehmigungen von 2016 wiederholte sich im Jahr 2017 nicht. Die Auftragseingänge legten nur noch mit rund 5% zu, und die Baugenehmigungen gingen relativ zu den sehr hohen Niveaus im Jahr 2016 wieder zurück. Aufgrund der aufgestauten Nachfrage, der Auftragsbestand liegt nahe des Allzeithochs, erwarten wir trotzdem eine leichte Beschleunigung der Wohnbauinvestitionen auf über 5% gegenüber Vorjahr in 2018. Entsprechend erwarten wir auch eine Zunahme der neugebauten Wohnungen auf 335.000. Nach 305.000 im Jahr 2017 (Veröffentlichungstermin: Juni 2018) wäre dies zwar eine kräftige Steigerung, aber ausgehend von einem Bedarf von mindestens 350.000 Wohnungen p.a. würde damit die Knappheit am Wohnungsmarkt weiter zunehmen. Erst im Jahr 2019 könnte dann im aktuellen Zyklus erstmals seit zehn Jahren mehr gebaut als neu nachgefragt werden.

### Preisdynamik ungebremst

Aufgrund des knappen Angebots stiegen die Hauspreise im Jahr 2017 noch kräftiger als in den Vorjahren an. Laut BulwienGesa (126 Städte) legten die Hauspreise im Durchschnitt um rund 6 ½% zu und die Wohnungspreise um mehr als 10%. Wie schon in den letzten Jahren war die Preisdynamik in den Metropolregionen und Großstädten am höchsten. Aber auch in den kleineren Städten waren vielfach deutliche Preissteigerungen zu verzeichnen und in keiner der 126 Städte gaben die Preise nach. Der Preisboom spiegelt sich auch in der Mietdynamik wider. Im Jahr 2017 erhöhten sich die Neuvermietungsmieten um 6% und die Wiedervermietungsmieten um 7%. Dies ist der kräftigste Anstieg seit 1993. Zudem hat das Mietwachstum über den Zyklus seit dem Jahr 2009 eher zu- als abgenommen. Die Mietpreisbremse scheint sich also als Bumerang zu erweisen.

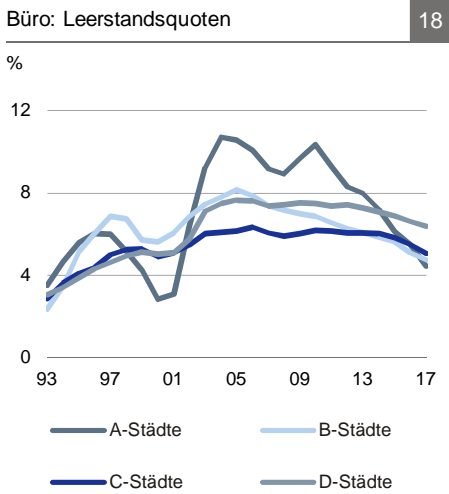
Auch für das Jahr 2018 ist bestenfalls eine leicht geringere Preis- und Mietdynamik zu erwarten. Die Angebotsknappheit am Häusermarkt und der sehr gute Arbeitsmarkt bleiben die dominierenden Preistreiber. Gedämpft wird die Nachfrage im Jahr 2018 durch die hohen Preise, die manchen potenziellen Käufer aus dem Markt drängen dürften. Ebenso dämpfend dürften höhere Kapitalmarktzinsen und in der Folge leicht steigende Hypothekenzinsen wirken. Für Ende 2018 erwarten wir ein Zinsniveau der 5-10jährigen Hypothekenzinsen von 2% (aktuell 1,7%). Mit der hohen Preisdynamik im Jahr 2017 und der anhaltend hohen Angebotsknappheit, deren Abbau noch viele Jahre dauern dürfte, hat das Risiko einer Blasenbildung im aktuellen Zyklus deutlich zugenommen.

Der Gewerbebau hat im Jahr 2017 die von uns erwartete Kehrtwende vollzogen. Von 2012 bis 2016 fielen die Investitionen um rund 5%, im Jahr 2017 stiegen sie dann um rund 2 ½% gegenüber Vorjahr an. Die kräftige und anhaltende Zunahme der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten steigert auch die Zahl der Bürobeschäftigten und somit die Büronachfrage. In Deutschland sind mehr als 40% und in den Metropolen rund 50% der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten im Büro tätig. Vor dem Hintergrund der sehr guten Arbeitsmarktlage dürfte die Nachfrage im Jahr 2018 weiter zulegen. Auf der Angebotsseite dürften die Leerstände ebenso weiter fallen und die Investitionen etwas ankurbeln.

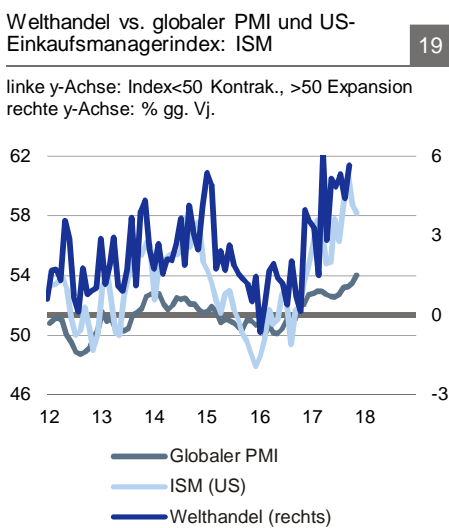




Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik



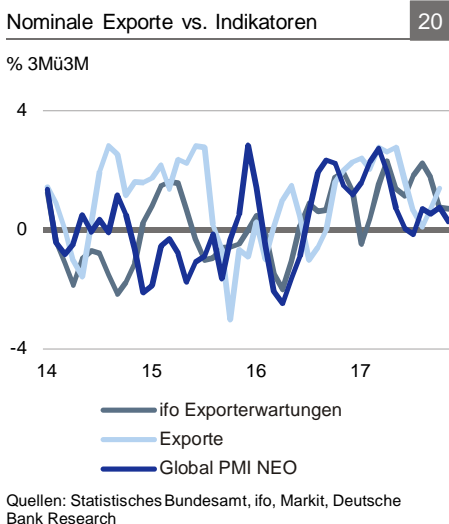
Regional gibt es bereits heute zum ersten Mal seit dem Wiedervereinigungsboom Engpässe. Perspektivisch dürfte auch das Angebot in den größten Büroimmobilienmärkten, Frankfurt und Düsseldorf, knapp werden. Die hohen seit dem Dotcom-Boom aufgebauten Leerstände gehen zurück. Aufgrund des Brexits stieg die Büronachfrage in Frankfurt, nach einer eher zurückhaltenden Entwicklung im Jahr 2016, jüngst kräftig an. Im Jahr 2018 dürfte es im deutschen Büromarkt eine weitere Beschleunigung geben, da die Zahl der Bürobeschäftigten vermutlich erneut ansteigt und in vielen Städten die Leerstände weiter fallen. Ungebrochen dürfte der Boom im Online-Einzelhandel die Nachfrage nach Logistikimmobilien erhöhen. Zum Teil geht dies zulasten des Einzelhandels, der in den letzten Jahren nur geringe Wachstumsimpulse verbuchte. Für den Gewerbebau insgesamt deuten die im Jahr 2017 deutlich gestiegenen Auftragseingänge und die Baugenehmigungen, die nahe der Allzeithochs Anfang der 1990er Jahre verlaufen, eine Wachstumsbelebung an. Aufgrund dieser Entwicklungen erwarten wir für die Gewerbebauinvestitionen im Jahr 2018 ein Plus von etwas mehr als 2 1/2%.



Der öffentliche Bau lahmt im Vergleich zum Wohn- und Gewerbebau. Im Jahr 2017 stagnierten die Investitionen, genauso wie im Durchschnitt über die letzten 15 Jahre. Jüngst verbesserten sich die Auftragseingänge, wohl aufgrund der vollen Staatskassen, jedoch stagnieren die Baugenehmigungen nach wie vor. Die Energiewende, Investitionen in die digitale Infrastruktur und die geplanten Umstrukturierungen der Verteidigungsausgaben implizieren ein höheres Investitionspotenzial. Allerdings dürften die tatsächlichen Investitionen, angesichts der vielen Probleme bei öffentlichen Großprojekten, das Potential kaum ausschöpfen. So erwarten wir für die öffentlichen Bauinvestitionen im Jahr 2018 nur ein kleines Plus von rund 1% gegenüber Vorjahr.

**Export profitiert von Belebung des Welthandels**

Der deutsche Export verbesserte sich seit dem Ende des Jahres 2016, dank des wiedererstarteten Welthandels, deutlich. Die Euroaufwertung dämpfte jedoch die Nachfrage, insbesondere die Nachfrage der angelsächsischen Industrieländer. Die meisten Exportmodelle gehen von langfristigen Elastizitäten des Exports zu der Entwicklung des Außenwertes des Euro von 0,6 bis 0,7 aus. Entsprechend verschlechterte die wechselkursbedingte preisliche Wettbewerbsfähigkeit den Anstieg der deutschen Exporte um 1 1/2%-Punkte. Allerdings könnten sich diese Elastizitäten in den letzten Jahren durch die intensivere internationale Arbeitsteilung oder auch durch den Aufstieg Chinas als wichtiger Konkurrent im Bereich der Kapitalgüterexporte verändert haben.



Die Exporte nach Asien wuchsen in nominaler Rechnung mit fast 10% gegenüber Vorjahr, sowohl gegenüber der moderaten Entwicklung der letzten Jahre als auch relativ zu den anderen Regionen, kräftig. Überdurchschnittlich stieg Chinas Nachfrage, dank der dortigen Konjunkturstabilisierung, mit rund 14%. Mit diesem Wachstumstempo ist der chinesische Markt auf dem Sprung, Großbritannien als drittgrößten Exportmarkt abzulösen. Die Exporte nach Großbritannien gingen erneut, wie im Jahr 2016, um rund 3% zurück. Die kräftige Pfundaufwertung und die politische Unsicherheit hinterlassen deutliche Bremsspuren. Die Exporte in die USA, mit einem Marktanteil von fast 9% weiterhin der wichtigste Exportmarkt, wuchsen mit rund 4%. Wenngleich die Euroaufwertung hier ein noch kräftigeres Wachstum verhinderte, entspricht dies in etwa der langfristigen Exportdynamik in die USA. Die Exporte nach Frankreich, der zweitgrößte Absatzmarkt, stagnierten vor der französischen Präsidentschaftswahl. Nach Macrons Sieg zogen sie deutlich, teilweise zweistellig gegenüber den Vorjahresmonaten, an. Diese Wachstumsbeschleunigung im Jahresverlauf war nicht nur in Frankreich, sondern in ganz Europa zu beobachten. Im Gesamtjahr 2017

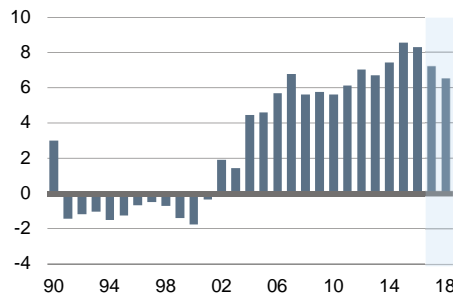


## Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

### Leistungsbilanz

21

% BIP



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

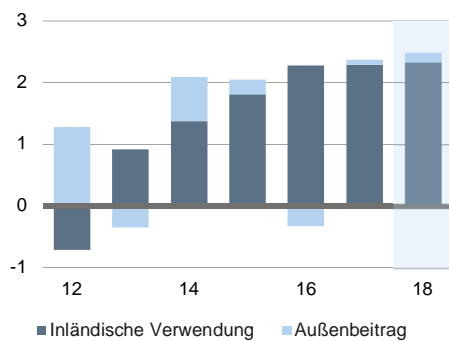
stiegen sowohl die Exporte in die Eurozone als auch außerhalb der Eurozone mit rund 6% und verzeichneten damit den stärksten Anstieg seit dem Jahr 2012.

Die Exporterwartungen deutscher Unternehmen bewegen sich derzeit mit teilweise hohem Tempo auf ihre Allzeithochs zu. Die Einkaufsmanagerindizes und die ifo Exporterwartungen zeichnen ein sehr positives Bild für die nächsten Monate. Entsprechend dürfte die aktuelle Exportdynamik weit in das Jahr 2018 anhalten. Das Hauptrisiko dürfte die politische Hängepartie in den Brexitverhandlungen zwischen Großbritannien und der EU darstellen. Im Falle eines harten Brexits dürften nicht nur die Exporte nach Großbritannien einbrechen, sondern auch die Verkäufe an unsere westeuropäischen Nachbarn zumindest weniger dynamisch wachsen. Die sich abzeichnende Verabschiedung der US-Steuerreform stellt jedoch auch ein Aufwärtsrisiko für das Jahr 2018 dar. Höhere Unternehmensgewinne könnten zusätzliche Nachfrageimpulse auslösen.

### BIP-Wachstum

22

%-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

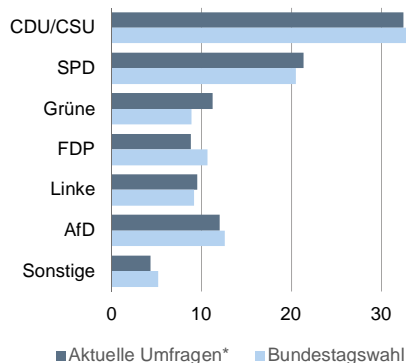
Aufgrund der im Vergleich zu den Vorjahren eher geringen Risiken und des positiven globalen Wachstumsumfeldes erwarten wir für die deutschen nominalen Exporte im Jahr 2018 abermals ein Plus von rund 6% bzw. ein Ansteigen auf rund EUR 1.280 Mrd. Aufgrund der guten Binnenkonjunktur zogen die Importe kräftig an und der deutsche Leistungsbilanzüberschuss fiel im Jahr 2017 auf 7,2% des BIPs bzw. EUR 232 Mrd., nach 8,4% im Jahr 2016. Im Jahr 2018 dürfte sich diese Entwicklung aufgrund der ähnlichen Vorzeichen fortsetzen und die Überschussquote auf 6,5% zurückgehen. Trotzdem trägt Deutschland unter den großen Ländern weiterhin besonders stark zu den globalen Ungleichgewichten bei und die Kritik an Deutschlands hohen Exportüberschüssen dürfte nicht abreißen.

Ähnlich wie im Jahr 2017 dürften die Importpreise etwas kräftiger als die Exportpreise zulegen. Allerdings dürfte die Zunahme der Importpreise angesichts unserer Erwartung relativ stabiler Wechselkurse und Energiepreise wohl schwächer als im Jahr 2017 (rund 4%) ausfallen. Folglich dürften die Exporte in realer Rechnung im Jahr 2018, nach rund 4% im Jahr 2017, mit 4 ¼% etwas kräftiger wachsen. Die realen Importe dürften dank der sehr guten Entwicklung der Binnenwirtschaft, wie in den Vorjahren, stärker zulegen als die Exporte. Der BIP-Wachstumsbeitrag der Nettoexporte dürfte daher, ähnlich wie in den Vorjahren, nahezu neutral ausfallen.

### Aktuelle Stärke der Parteien & Ergebnis der Bundestagswahl 2017

23

%



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

Quelle: Wahrecht.de

## Mögliche Neuauflage der Groko – politische Stabilität müsste teuer erkaufte werden

Zum Jahreswechsel 2017/18 ist in der deutschen Politik manches ungewohnt und neu. Den etablierten Parteien ist es in den drei Monaten seit der Bundestagswahl nicht gelungen, eine Regierung zu bilden. Deutschland geht deswegen mit einer geschäftsführenden Regierung ins neue Jahr. Einiges deutet auf eine erneute Große Koalition (Groko) oder eine von der SPD tolerierte Minderheitsregierung hin. Freilich tut sich die SPD mit einer Regierungsbeteiligung schwer, nachdem der Parteivorstand eine Groko nach der Wahl wiederholt ausgeschlossen hatte. Die Bedenken sind geblieben, trotz der Interventionen von Bundespräsident Steinmeier, der nach dem Scheitern der Gespräche über eine Jamaika-Koalition an die Verantwortung der Parteien für die Regierungsbildung appellierte. Anfang Dezember hat zwar ein SPD-Parteitag grünes Licht für Sondierungen mit der CDU/CSU gegeben. Allerdings stehen der Bildung einer neuen Regierung erhebliche Hürden im Weg. Deswegen könnten 2018 auch Neuwahlen ein Thema sein. Jedenfalls ist in den kommenden Monaten noch mit erheblicher politischer Unsicherheit zu rechnen, die auch negativ auf die Märkte ausstrahlen könnte.

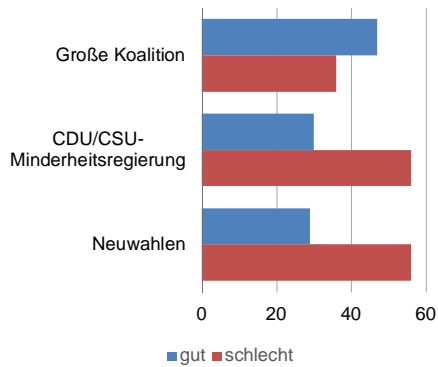


## Weg zu neuer Regierung langwierig und steinig

Ansichten zu Optionen  
der Regierungsbildung\*

24

% der Befragten



\* Vorgabe: Regierungsbildung: Ich fände (eine) .. jetzt ..

Quelle: Forschungsgruppe Wahlen: ZDF-Politbarometer

Die SPD erwartet von einer erneuten Zusammenarbeit mit der CDU/CSU eine Politik, die sich (noch) stärker an ihren Kernforderungen nach „mehr Gerechtigkeit“ und Solidarität – auch innerhalb Europas – orientiert. Dabei passt manches nicht zum Programm von CDU und CSU. Daher stehen schwierige und wohl langwierige Verhandlungen an – die SPD sprach bereits von Monaten. So ist derzeit offen, ob Sondierungsgespräche noch vor Weihnachten aufgenommen werden. Bei diesen Gesprächen will die SPD auch ausloten, ob sie mit der CDU/CSU durch Eintritt in eine Regierungskoalition, die Tolerierung einer Minderheitsregierung oder in anderer Form zusammenarbeiten will. Nach erfolgreichem Abschluss der Sondierungsgespräche soll dann ein Sonderparteitag über die Aufnahme von Verhandlungen mit der Union entscheiden. Selbst wenn sich die Verhandlungspartner dabei auf einen Koalitionsvertrag einigen, sollen zum Schluss die SPD-Mitglieder über das Verhandlungsergebnis und damit über die Form der Zusammenarbeit abstimmen. Das Ergebnis dieser Abstimmung ist umso mehr offen, als selbst der SPD-Führung eine klare Abkehr von ihrer ursprünglich ablehnenden Haltung weiterhin schwerzufallen scheint.

Sofern es zu einer Zusammenarbeit kommt, dürfte eine förmliche Koalition das wahrscheinlichste Ergebnis sein. Gerade angesichts der auf vielen Politikfeldern unterschiedlichen Positionen der Parteien dürften übergreifende Kompromisse erforderlich sein, bei denen eine Partei auf einem Feld Positionen räumt, um auf einem anderen zu gewinnen. Das erscheint bei nur partieller Zusammenarbeit, wie sie kürzlich von SPD-Parteichef Schulz ins Spiel gebracht wurde, schwer möglich.

Von einer von Kanzlerin Merkel geführten Minderheitsregierung wäre indes eine andere Politik zu erwarten, sofern sie nicht auf Tolerierung durch die SPD basierte. Eine solche Regierung könnte im Bundestag je nach Vorhaben unterschiedliche Mehrheiten suchen. Ihre Politik dürfte folglich auch Einflüsse der Grünen und der FDP reflektieren. Noch weniger vorhersehbar erscheint derzeit die politische Landschaft, sollte es doch noch zu Neuwahlen kommen. Diesen Ausweg scheinen die potenziellen Partner zwar noch weniger zu schätzen als eine Rückkehr zur ungeliebten Groko. Auch die Bürger lehnen indes sowohl Neuwahlen als auch eine Minderheitsregierung mit der gleichen, relativ deutlichen Mehrheit von 56% ab (Forschungsgruppe Wahlen).

### Kompromisslinien bei möglicher Groko vielfach noch im Nebel

Selbst im wahrscheinlichsten Szenarium einer Groko gibt es indes große Unschärfereiche. Was können – unter diesem Vorbehalt – die Märkte von einer Groko erwarten? Welche Akzente wird ein solches Bündnis für Europa, in der Fiskalpolitik oder hinsichtlich der Regulierung relevanter Märkte setzen?

### Europapolitik Treiber für Koalitionsgespräche

Handlungsfähigkeit auf europäischer Ebene dürfte ein wesentlicher Treiber sowohl für die SPD als auch die CDU/CSU sein, sich doch wieder auf eine gemeinsame Koalition einzulassen. Beide Parteien teilen die Einschätzung, dass sich mit dem neuen französischen Präsidenten Macron und mit Blick auf den EU-Wahlkalender ein zeitliches Fenster aufgetan hat, um weitere europapolitische Initiativen und Reformen auf den Weg zu bringen. Dies gilt nicht nur, aber in besonderem Maße für die seit Monaten diskutierten Überlegungen, wie man die Währungsunion weiter stabilisieren und für eine nächste Krise besser wappnen könnte. Die EU-Kommission hat dazu kürzlich detaillierte Vorschläge präsentiert, die aber vermutlich im Kreise der Euroländer nur zum kleineren Teil



Unterstützung finden dürften. Auch zwischen SPD und CDU/CSU gibt es hinsichtlich der Prioritäten der Reformaufgaben sowie den konkreten Ausgestaltungsdetails der Vorhaben Differenzen. Die SPD betont das „Ende der Austeritätspolitik“ in der EWU, die Notwendigkeit einer breiten Investitionsoffensive und substanzieller Fortschritte auf dem Weg zu einem sozialen Europa – etwa durch Einführung eines Systems europäischer Mindestlöhne – sowie stärkere Solidarität auch in Form größerer Risikoteilung, während die CDU/CSU tendenziell eher für eine konsequentere, regelbasierte fiskalpolitische Koordinierung und eine Verknüpfung von möglichen Finanztransfers mit Konditionalität hinsichtlich Strukturreformen eintritt.

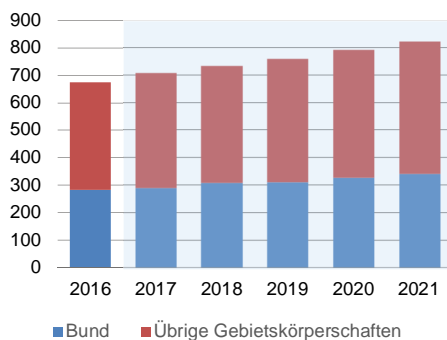
Wie genau das europapolitische Mandat einer neuen Regierung am Ende von Koalitionsverhandlungen aussehen wird, ist daher noch offen. Klar ist dagegen, dass sich der vorgesehene Zeitpfad für Entscheidungen über die Reformen in der EWU – erste Festlegungen auf dem EU-Gipfel am 14./15. Dezember und endgültige Entscheidungen im Juni 2018 – angesichts der langwierigen Regierungsbildung in Deutschland (und keiner klaren Willensbildung in der Eurogruppe generell) nicht einhalten lässt.

### Begrenzte Steuerentlastungen, aber verstärkte Infrastrukturinvestitionen

Kräftige Expansion des Steueraufkommens

25

EUR Mrd



Quelle: BMF, Arbeitskreis Steuerschätzung (Nov 2017)

Für die Politik im Inland gibt die Fiskalpolitik den Rahmen vor. Ungeachtet vielfältiger Wünsche der SPD dürfte die Union hier grundsätzlich auf Einhaltung der „schwarzen Null“, also dem Verzicht auf eine Netto-Neuaufnahme von Krediten, bestehen. Unter dieser Annahme verfügt der Bund bis Ende 2021 unseren Schätzungen zufolge über einen zusätzlichen fiskalischen Spielraum von kumuliert EUR 30 Mrd bis 45 Mrd. Dieses Volumen könnte durch partielle Steuererhöhungen und/oder – weniger wahrscheinlich – (partielle) Nutzung (buchungstechnischer) Reserven im Rahmen der Schuldenbremse erweitert werden. Ob und in welchem Umfang es dazu kommt, dürfte zu den großen Streitpunkten auf dem Weg zu einer möglichen Groko gehören. Allerdings hat sich die CDU/CSU bereits klar gegen Forderungen der SPD nach einer höheren Erbschaftsteuer für „sehr große Erbschaften“, nach einer Vermögensteuer (für große Vermögen) und nach höheren Spitzensätzen bei der Einkommensteuer positioniert.

Steuererhöhungen halten wir daher jenseits möglicher Änderungen bei der Abgeltungssteuer (begrenzte Anhebung des Pauschalsteuersatzes von derzeit 25% (plus Solidaritätszuschlag)) und – allenfalls marginal – beim Einkommensteuertarif für unwahrscheinlich. Im Gegenzug dürften die Steuererleichterungen deutlich unter dem von der Union anvisierten Volumen von EUR 15 bis 17 Mrd bleiben. Absehbar sind u.a. eine Abflachung des Einkommensteuertarifs in unteren und mittleren Einkommensbereichen, verstärkte Familienförderung (Kindergeld, Kinderfreibetrag) und der Einstieg in den Ausstieg aus dem Solidaritätszuschlag ab 2020, aber zunächst möglicherweise nur für Bezieher kleiner und mittlerer Einkommen. Insgesamt dürften primär diese Gruppen von Entlastungen profitieren. Dies sollte den privaten Konsum fördern.

Größere fiskalische Impulse sind durch vermehrte Staatsausgaben zu erwarten. Eine erneute Groko dürfte bereit sein, der weithin geforderten „Modernisierung“ der Infrastruktur erhebliche staatliche Mittel zu widmen. So treten die drei Parteien für vermehrte staatliche Investitionen v.a. in Bildung, in die digitale Infrastruktur (Breitbandnetze) und in Verkehrswege ein. Allerdings fallen viele der insbesondere von der SPD favorisierten Projekte im Bildungsbereich (z.B. verbesserte IT-Ausstattung von Schulen, Sanierung von Schulgebäuden) in die Kompetenz der Länder. CDU/CSU und SPD treten zudem für vermehrte staatliche Förderung von F&E-Investitionen, insbesondere zugunsten kleinerer und mittlerer Unternehmen, ein. Darüber hinaus will v.a. die SPD den (staatlichen)





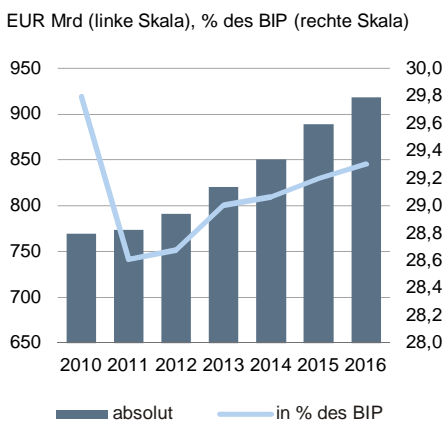
## Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

Wohnungsbau ausbauen. Freilich gibt es in der Bauindustrie praktisch keine freien Kapazitäten mehr; das dürfte die realen Nachfrageeffekte zumindest kurzfristig begrenzen.

Streit zeichnet sich indes hinsichtlich des Verteidigungshaushaltes ab. Hier lehnt die SPD die von der CDU/CSU und internationalen Institutionen geforderten Ausgabensteigerungen ab.

### Nachhaltige Finanzierbarkeit sozialer Sicherheit gefährdet

#### Expandierende Sozialausgaben 26

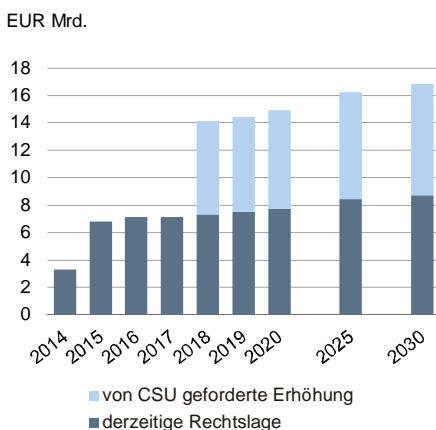


Quellen: BMAS, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Im Sozialbereich besteht die Gefahr, dass eine neue Groko – wie schon die letzte – den Sozialkassen hohe, anhaltend steigende Lasten aufbürden würde. Allein die rentenpolitischen Forderungen von SPD und CSU addieren sich für 2021 gerechnet auf nahezu EUR 10 Mrd p.a. Damit würde die Umverteilung von der aktiven Generation und den Unternehmen hin zu den Rentnern weiter aufgebläht – mit negativen Folgen für Wirtschaftswachstum und Beschäftigung.

Zu Recht gilt v.a. für die von der SPD geforderte Festschreibung der gesetzlichen Renten auf dem derzeitigen Niveau von 48% des durchschnittlichen Arbeitnehmerentgeltes (nach Abzug von Sozialabgaben, aber vor Steuern) als problematisch. Diese Maßnahme könnte bereits 2021 mehr als EUR 1,3 Mrd kosten; 2029 könnten es dem Institut der deutschen Wirtschaft zufolge sogar rd. EUR 23 Mrd p.a. sein (bei Rentenniveau von 47,5%). Hier sollte die Union aber standfest bleiben und an der im vergangenen Jahrzehnt von sozialdemokratischen Arbeitsministern beschlossenen Rentenformel festhalten, die auf nachhaltige Finanzierbarkeit der Renten zielt.

#### Kosten der Mütterrente\* 27



\* Berechnungen des Instituts der deutschen Wirtschaft, Annahme Rentenerhöhungen gemäß Rentenversicherungsbereichsbericht 2016

Quellen: BMAS, IW-Koeln

Weniger wahrscheinlich ist, dass zwei andere kostspielige Vorhaben ebenfalls abgewiesen werden. Gemeint ist erstens die Mindestrente bzw. Lebensleistungsrente, d.h. Aufwertung der Renten von Geringverdienern mit längerer Erwerbskarriere. Eine solche Mindestrente, die bereits auf der Agenda der letzten Groko stand, könnte bereits 2020 knapp EUR 1 Mrd kosten. Kurz- und mittelfristig noch höhere Kosten (EUR 7,2 Mrd 2020) würde zweitens die von der CSU geforderte Aufstockung der Mütterrente (von Müttern mit vor 1992 geborenen Kindern) kosten. Selbst bei nur schrittweise weiterer Anpassung der Mütterrente wären die Kosten also erheblich.

Inwieweit staatlich administrierte Kosten und Staatseinfluss im Gesundheitswesen unter einer Groko wachsen würden, lässt sich derzeit nur schwer prognostizieren. Zwar haben prominente SPD-Politiker eine Bürgerversicherung und die Rückkehr zu einer paritätischen Finanzierung der gesetzlichen Krankenversicherung (GKV), d.h. erhöhte Finanzierungsbeiträge der Arbeitgeber, wiederholt für unverzichtbar erklärt. Umgekehrt ist aber auch die CDU/CSU bei ihrer ablehnenden Haltung geblieben. Eine Bürgerversicherung, d.h. die Einbeziehung aller Bürger (derzeit 89%), also auch der Beamten und Selbstständigen, in die GKV wäre problematisch. Ohne die überdurchschnittlichen Ausgaben der privaten Krankenversicherung könnten die Leistungs- und insbesondere die Innovationsfähigkeit des Gesundheitswesens nachhaltig beeinträchtigt werden. Und Rückkehr zur Parität würde zwar einerseits die Arbeitnehmer entlasten (2018 um EUR 7,4 Mrd), andererseits aber die Arbeitgeber und die Rentenversicherung belasten (um EUR 6 Mrd bzw. EUR 1,4 Mrd).

### Eher mehr als weniger Regulierung am Arbeitsmarkt

Die Parteien sehen die arbeitsmarktpolitischen Herausforderungen durch Digitalisierung, Demografie und Globalisierung. Allerdings ziehen sie unterschiedliche Schlussfolgerungen. Die SPD plädiert grundsätzlich für intensiviertere (Schutz-)

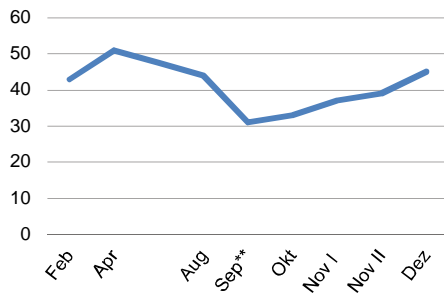


## Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

Positive Bewertung großer Koalition steigend, aber noch unter 50%\*

28

2017, in % der Befragten



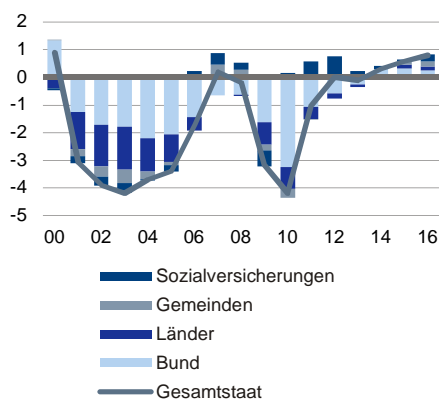
\* Personen, die eine Koalition von CDU/CSU u. SPD sehr gut oder gut finden. \*\* nach der Wahl am 24. September

Quelle: Infratest dimap; ARD Deutschland-Trend

Überschüsse dank guter Konjunktur und Niedrigzinsen

29

Gesamtstaatlicher Haushaltsaldo, % BIP

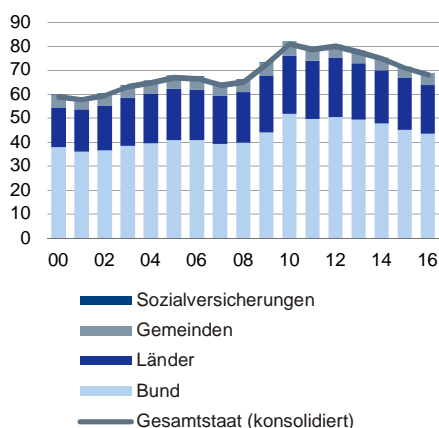


Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Schuldenquote rückläufig, aber noch immer über der Maastricht-Grenze

30

Gesamtstaatliche Verschuldung, % BIP



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Rechte der Arbeitnehmer/innen. Sie will die sachgrundlose Befristung von Arbeitsverträgen abschaffen und Teilzeitbeschäftigten ein Recht zur Rückkehr in Vollzeit einräumen. Für beides bestehen zwar auch in der CDU/CSU Sympathien. Daneben tritt die Union zumindest partiell aber auch für mehr Flexibilität ein – etwa bei den Vorgaben für die tägliche Arbeitszeit. Zudem lehnt die Union staatliche Vorgaben für die Lohnpolitik, insbesondere auch die von SPD-Politikern geforderte kräftige Erhöhung des Mindestlohnes (von EUR 8,85 pro Stunde auf EUR 12) ab. So könnte die Arbeitsmarktpolitik ein wesentlicher Streitpunkt auf dem Weg zu einer Groko sein.

### Abkehr vom Reformpfad wäre falsches Signal für Europa

Eine Neuauflage der Groko wäre keine Wunschkonstellation – weder für die beteiligten Parteien noch für die Bürger. Letztere müssen sich wohl erst noch an diese Option gewöhnen. In Umfragen (Infratest dimap) nimmt eine positive Bewertung allmählich zu, liegt derzeit aber noch deutlich unter 50%. Ob das Bündnis für Deutschland und Europa ein Gewinn sein wird, muss sich erst noch zeigen. Aktuell sind die Zeichen widersprüchlich. CDU/CSU und SPD haben sowohl die Neugestaltung Europas als auch die Modernisierung Deutschlands auf ihre Fahnen geschrieben. Dabei aber bauen sie eher auf paternalistische Ansätze, wie staatliche Fördergelder. Marktwirtschaftliche Arrangements, wie die Flexibilisierung von Märkten, spielen eher nur eine nachgeordnete Rolle.

Vor allem im Sozialbereich, aber auch bei der Arbeitsmarktpolitik besteht die Gefahr, dass sich eine erneute Groko noch weiter von den Reformen der letzten Dekade entfernte als ihre Vorgängerin. Eine noch stärkere Abkehr von Reformen würde aber nicht nur den guten Lauf der deutschen Wirtschaft gefährden. Es wäre auch das falsche Signal für reformwillige europäische Partnerländer.

### Öffentliche Finanzen: Nullzins- und Steuerboomgedopt – zunehmend prozyklische Ausrichtung der Fiskalpolitik erhöht Rückschlags-Potenzial

#### Historisch gute Finanzlage der öffentlichen Haushalte ...

Die gesamtstaatlichen öffentlichen Haushalte (Bund, Länder, Gemeinden und Sozialversicherungsträger) stehen derzeit blendend dar. So dürfte die gesamtstaatliche Kasse auch 2017 (und damit das vierte Jahr in Folge) mit einem Finanzierungsüberschuss abschließen. Vier Jahre in Folge mit öffentlichen Haushaltsüberschüssen gab es seit 1950 noch nie! Seit Anfang der 1950er Jahre gab es insgesamt lediglich elf Haushaltsjahre mit staatlichen Finanzierungsüberschüssen. In der Regel folgten auf Überschussjahre rasch wieder längere Phasen mit (teilweise sehr großen) Haushaltsdefiziten (siehe Grafik 32). Daher stellt sich die Frage: Was sind die genauen Hintergründe für die anhaltenden gesamtstaatlichen Haushaltsüberschüsse? Wie ist die aktuelle Finanzlage des deutschen Staates in Zeiten von Nullzinsen einzuschätzen? Wie ist der mittelfristige Ausblick?

#### ... überwiegend auf Nullzinsen und Steuerboom gebaut

Deutschland befindet sich derzeit in einer für den Fiskus äußerst günstigen Lage, die aber nicht als dauerhaft angesehen werden darf. Zum ersten sind die öffentlichen Finanzen derzeit noch nicht von der voranschreitenden Alterung der Gesellschaft betroffen. Die alterungsbedingten Belastungen des Fiskus werden

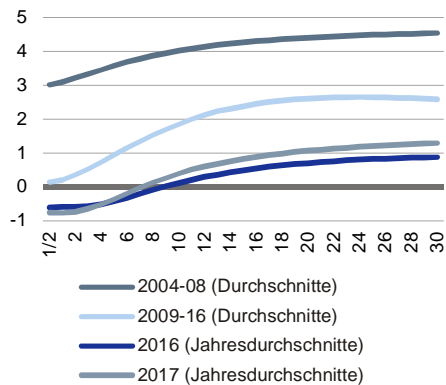


Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

Die deutsche Zinsstrukturkurve hat sich in der letzten Dekade deutlich nach unten verschoben

31

Renditen\* auf Staatsanleihen % (Y-Achse)  
Laufzeit der Staatsanleihen, Jahre (X-Achse)



\* nach der Svensson Methode

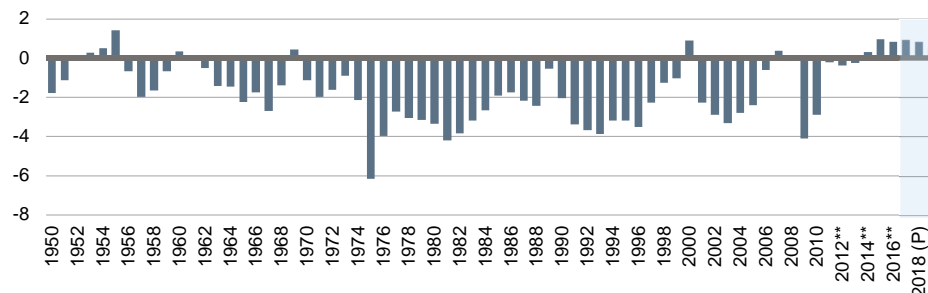
Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank,  
Deutsche Bank Research

voraussichtlich erst Ende der 2020er bzw. Anfang der 2030er Jahre voll entfalten und auf die Wirtschaft und Staatskasse durchschlagen<sup>1</sup>. Zum zweiten profitiert der deutsche Fiskus nach wie vor in sehr großem Maße von der expansiven Geldpolitik der EZB und dem anhaltenden Niedrigzinsniveau. Durch den Verfall der Anleihezinsen (siehe Grafiken 31 und 33) hat der deutsche Staat bereits zwischen 2008 und 2016 unseren Berechnungen nach fast EUR 260 Mrd. (ca. 8% des letztjährigen BIP) an Zinsausgaben auf seine Staatschulden eingespart. Ohne diesen Zinsverfall wäre der Fiskus in den letzten drei Jahren nicht in der Lage gewesen, Finanzierungsüberschüsse zu erzielen und die Schuldenquote hätte Ende 2016 nicht bei ca. 68% des BIP, sondern bei 76,7% gelegen<sup>2</sup>. Zum dritten befindet sich die deutsche Wirtschaft aktuell in einer Phase der Hochkonjunktur bzw. Überauslastung, die dem Staat zusätzliche Steuermehreinnahmen beschert. Diese können nicht als nachhaltig eingestuft werden. Dank der guten Konjunktur und der im Steuersystem angelegten „kalten Progression“ könnten die gesamtstaatlichen Steuereinnahmen nach der November-Schätzung des Arbeitskreises Steuerschätzung bis zum Jahr 2022 sogar auf rund EUR 890 Mrd. ansteigen (von EUR 706 Mrd. 2016; +26%) (siehe Grafik 25 auf Seite 12). Bei Fortführung des Status quo dürften die staatlichen Überschüsse zunächst also weiter anschwellen.

Außergewöhnlich gute Finanzlage: Drei Jahre Haushaltsüberschüsse in Folge gab es zuletzt Anfang der 1950er Jahre. Und weitere drei Jahre könnten folgen!

32

Öffentlicher Finanzierungssaldo\*, % BIP

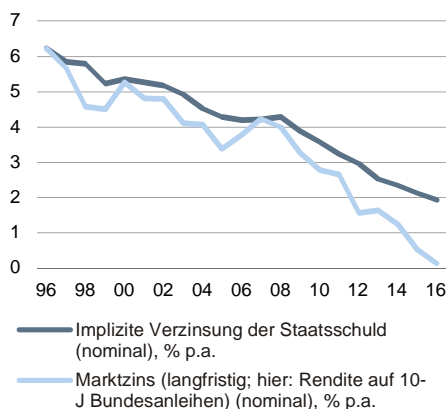


\* Bis 1991 Früheres Bundesgebiet. 1950 Bundesgebiet ohne Berlin; bis einschließlich 1959 ohne Saarland. 1960 Rumpfrechnungsjahr (1.4. bis 31.12.) Ab 1974 erweiterter Berichtskreis. Ab 1998 ohne Krankenhäuser und Hochschulkliniken mit kaufmännischem Rechnungswesen und ohne Zusatzversorgungskassen der Sozialversicherung.  
\*\* 2 Vierteljährliche Kassenergebnisse (Kern- und Extrahaushalte), 2012 bis 2015 revidierte Ergebnisse. Aufgrund der unterschiedlichen Berichtskreise sind die Ergebnisse mit den Vorjahren nicht vergleichbar.

Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Seit 2008 geht es mit den Zinsen nur noch in eine Richtung: nach unten!

33



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

Quellen: Eurostat, AMECO, Bloomberg,  
Deutsche Bank Research

Eine Zerlegung des deutschen Finanzierungssaldos in eine Struktur-, Konjunktur- und Zinskomponente zeigt, dass die Verbesserung des gesamtstaatlichen Haushaltssaldos im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung zwischen 2010 und 2016 (von -4,2% auf +0,8% des BIP) nur zu rund einem Drittel auf strukturelle (d.h. dauerhaft angelegte) Anpassungen bei den Einnahmen und Ausgaben zurückgeführt werden kann. Rund zwei Drittel der fiskalischen Verbesserung sind nur dank der deutlich gesunkenen Zinsausgaben und aufgrund konjunkturell bedingter Mehreinnahmen (bzw. Minderausgaben) erreicht worden (siehe Grafik 34). Damit hängt das Wohl und Wehe der Staatsfinanzen in großem Maße an der weiteren Konjunktur- und Zinsentwicklung. Da wir keinen Abschwung erwarten und die EZB nur sehr zögerlich aus ihrer ultralockeren Geldpolitik aussteigen wird, dürfte der Rückenwind in den nächsten Jahren wohl konjunktur- und zinsseitig anhalten.

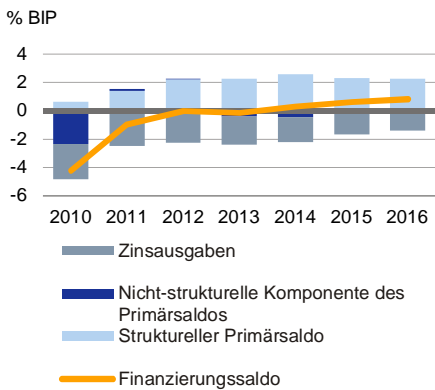
<sup>1</sup> Siehe auch „Deutsche Staatsfinanzen: Überschüsse dank Vollbeschäftigung und Nullzins, aber Demografie droht“.  
<sup>2</sup> Siehe „Deutscher Fiskalausblick: Idealzustand währt nicht ewig!“ aus „Ausblick Deutschland: Konjunkturboom kein Grund für fiskalische Selbstzufriedenheit“.



Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

Verbesserung des Haushalts nur zu einem Drittel struktureller Natur

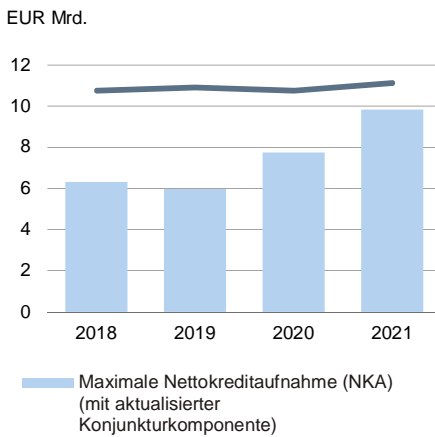
34



Quellen: EC, Deutsche Bank Research

Maximal zulässige Nettokreditaufnahme durch gute Konjunktur vermutlich deutlich niedriger als zunächst gedacht

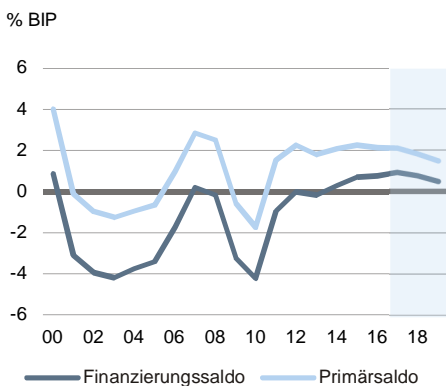
35



Quellen: BMF, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Gesamtstaatlicher Haushalt dürfte auch 2018 und 2019 im Plus bleiben

36



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Überschüsse wecken politische Begehrlichkeiten, deren Befriedigung mittelfristig zu abschmelzenden Überschüssen führen dürfte

Trotz hohem Ausgabenwachstum dürfte damit die deutsche Finanzlage auch 2018 und 2019 äußerst günstig bleiben. Allerdings bestehen aufgrund der Unsicherheiten bezüglich der Zusammensetzung der nächsten Bundesregierung hier erhebliche Risiken (siehe „Neuaufgabe der Groko – politische Stabilität dürfte teuer erkaufte werden“). Angesichts des hohen Ausgabenwachstums (insbesondere bei den Sozialausgaben) und der zunehmenden Abhängigkeit von günstigen Finanzierungsbedingungen und dynamisch wachsenden Steuereinnahmen hat sich unserer Einschätzung nach zudem ein erhebliches fiskalisches Rückschlags-Potenzial aufgebaut. Mit Blick auf das deutlich über der Potenzialwachstumsrate liegende (reale) Wirtschaftswachstum von prognostizierten 2,3% für 2018 und 1,8% für 2019 dürfte der gesamtstaatliche Haushalt auch die nächsten beiden Jahre mit einem satten Plus abschließen. Ohne fiskalpolitische Maßnahmen könnte nach unseren Berechnungen der gesamtstaatliche Finanzierungssaldo von ca. 0,9% des BIP 2017 (nach 0,8% 2016) auf über 1% des BIP im den Jahren 2018/19 anschwellen. Da die neue Bundesregierung (in welcher Konstellation sie sich auch immer formieren wird) mit einer großen Wahrscheinlichkeit die (Einkommen-) Steuern senken und die Ausgaben (u.a. im sozialen und investiven Bereich) weiter erhöhen dürfte, gehen wir für die nächsten Jahre von fallenden Finanzierungsüberschüssen aus. So dürfte der Finanzierungssaldo auf rund 0,8% 2018 und 0,5% 2019 absinken. Derzeit gehen wir für den Bund von einem fiskalischen Spielraum von kumulierten EUR 30-45 Mrd. über die kommenden vier Jahre aus. Dieser Spielraum ergibt sich aus den (noch von der alten Bundesregierung) im Haushaltsentwurf 2018 veranschlagten freien Finanzmitteln in Höhe von rund EUR 15 Mrd. und der zwischenzeitlich nach oben revidierten Steuerschätzung (um ca. EUR 15 Mrd. gegenüber den im Finanzplan 2019-21 veranschlagten Steuereinnahmen). Weitere Finanzmittel könnten z.B. durch eine teilweise Ausschöpfung des von der Schuldenbremse eng begrenzten Neuverschuldungsspielraums generiert werden (ca. EUR 15 Mrd.).

Nach den im Finanzbericht 2018 vom Bundesfinanzministerium (BMF) vorgenommenen Berechnungen beträgt die maximal zulässige Nettokreditaufnahme des Bundes für das Jahr 2018 rund EUR 10,7 Mrd. sowie weitere knapp EUR 11 Mrd. pro Jahr für den Zeitraum 2019-21 (siehe Grafik 35). Die maximal zulässige Nettokreditaufnahme berechnet sich aus einer strukturellen Komponente (in Höhe von 0,35% des BIP), einer Konjunkturkomponente (abhängig von dem Auslastungsgrad des Produktionspotenzials) und einem weiteren Bereinigungs-posten, der die im Bundeshaushalt geplanten finanziellen Transaktionen berücksichtigt (z.B. erhöhen Privatisierungserlöse – die eine finanzielle Transaktionen darstellen – den Finanzspielraum nach den Regeln der Schuldenbremse nicht). Die Konjunkturkomponente erlaubt der Bundesregierung in Phasen der wirtschaftlichen Unterauslastung (negative Produktionslücke) zusätzliche Spielräume für die Nettokreditaufnahme, grenzt diese jedoch auch entsprechend in Phasen der Überauslastung (positive Produktionslücke) ein. Aufgrund der deutlich besseren Konjunkturlage (bzw. des deutlich günstigeren Konjunkturausblicks) dürften die von der Schuldenbremse für die nächsten Jahre eingegrenzten Spielräume deutlich niedriger sein als noch im Finanzbericht 2018 ausgewiesen (siehe Grafik 35). Konkret ist dies darauf zurückzuführen, dass nunmehr auf Basis aktualisierter BMF-Schätzungen in den kommenden Jahren mit einer positiven Produktionslücke (bzw. einer Überauslastung der Wirtschaft) gerechnet wird (gegensätzlich zur vorherigen Annahme einer leicht negativen Produktionslücke).

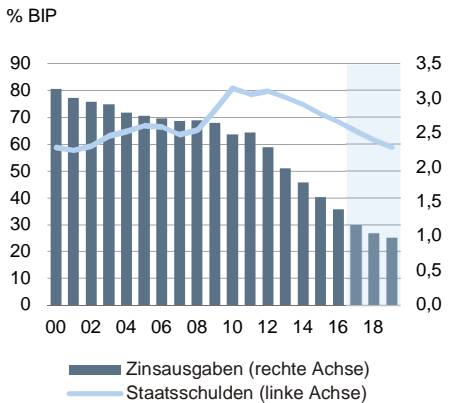




Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

Die Staatsschuldenquote könnte bereits 2019 unter 60% sinken

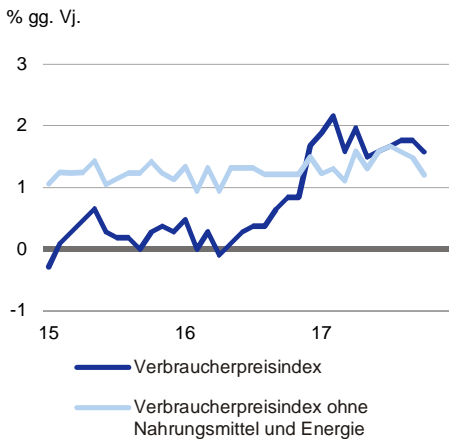
37



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Kerninflation zuletzt wieder leicht rückläufig

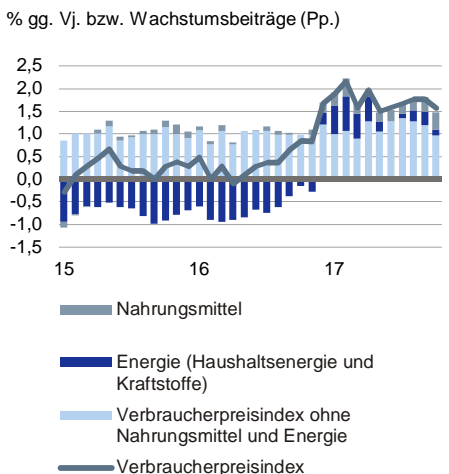
38



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Steigende Energie- und Nahrungsmittelpreise haben die Inflationsrate 2017 nach oben gezogen

40



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Zunehmende Abhängigkeit von Nullzinsen und reichlich sprudelnder Steuereinnahmen erhöht fiskalisches Rückschlags-Potenzial

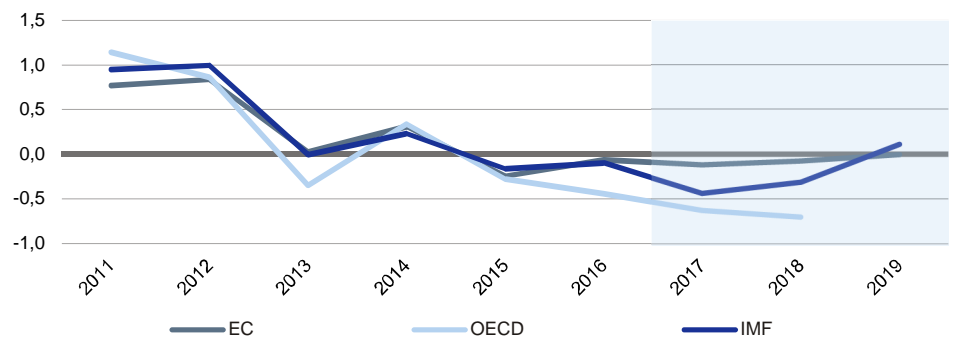
Wir gehen davon aus, dass die neue Bundesregierung – unter Einhaltung der grundgesetzlich verankerten Vorgaben durch die Schuldenbremse – die oben taxierten fiskalischen Spielräume in dieser Legislaturperiode ausschöpfen wird. Sie dürfte aber wohl an der schwarzen Null (d.h. eine Nettokreditaufnahme von Null) festhalten. Des Weiteren ist aufgrund der sich verzögernden Regierungsbildung – die sich bis deutlich ins nächste Jahr hinziehen wird – davon auszugehen, dass der Bundeshaushalt 2018 erst im Laufe des nächsten Jahres (nachträglich) rechtskräftig beschlossen werden kann.

Aus diesem Grund dürfte sich der fiskalische Impuls (aus Steuersenkungen und Ausgabensteigerungen) erst 2019 vollständig entfalten. Dank des sehr zögerlichen Ausstiegs der EZB aus der Nullzinspolitik und damit weiter absinkenden Zinsausgaben (auf unter 1% des BIP) und der gut laufenden Konjunktur dürfte die Staatsverschuldungsquote (gesamtstaatlich, nach Maastricht-Definition) trotz einer zunehmend prozyklisch agierenden Fiskalpolitik (siehe Grafik 39) weiter fallen. Bereits 2019 könnte die Schuldenquote unter die Maastricht-Grenze von 60% des BIP sinken (siehe Grafik 37).

Ausrichtung der Fiskalpolitik wird zunehmend prozyklisch

39

Veränderung des strukturellen Primärsaldos, Prozentpunkte des BIP



Der OECD-Wert wurde auf Basis des zyklisch bereinigten Primärsaldos der OECD und unter Hinzunahme der von der Europäischen Kommission (EC) ausgewiesenen Einmaleffekte berechnet.

Quellen: EC, OECD, IMF, BMF, SVR, GD, Deutsche Bank Research

Hochkonjunktur und Vollbeschäftigung dürften den Preisdruck 2018/19 leicht erhöhen

Preisdruck trotz guter Wirtschaftslage noch immer sehr gering

In den meisten großen entwickelten Volkswirtschaften ist der Preisdruck noch immer sehr moderat – trotz der weltweit sehr guten Wirtschaftsentwicklungen, einer steigenden Kapazitätsauslastung der Unternehmen und (nahezu) Vollbeschäftigung auf einigen Arbeitsmärkten. Auch die auf die Wirtschaftsentwicklung noch immer sehr stark expansiv wirkenden Geldpolitiken der großen Notenbanken (Fed, EZB, Bank von Japan) haben den Verbraucherpreisen bislang (noch) keinen allzu großen Auftrieb geben können.

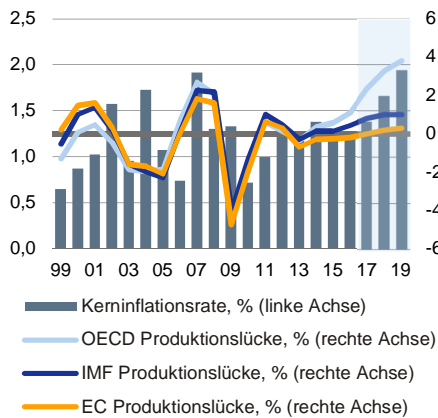
Seit Jahresbeginn hatte sich zwar die Kerninflation (d.h. die Verbraucherpreis-inflation ohne schwankungsanfällige Energie- und Nahrungsmittelpreise) in der Eurozone leicht erhöht – nachdem sie noch Ende 2016 unter der Marke von 1% gelegen war – ist zuletzt jedoch wieder zurückgegangen (Nov. 0,9%). Auch



## Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

Steigende Kapazitätsauslastung dürfte Aufwärtsdruck auf die Kerninflationsrate ausüben

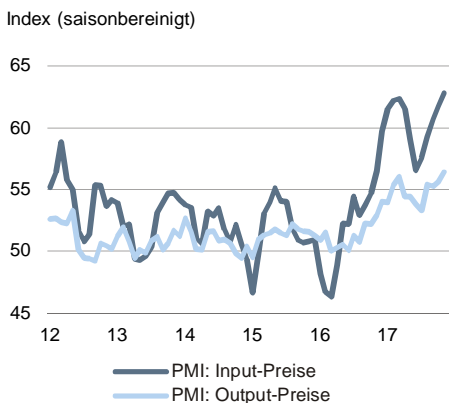
41



Quellen: OECD, IWF, EC, Destatis, Deutsche Bank Research

PMIs zeigen höheren Preisdruck an

42

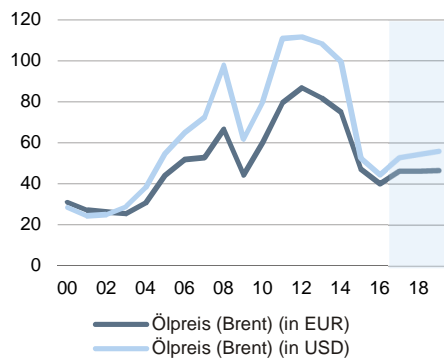


Quellen: IHS Markit, Deutsche Bank Research

DB-Ölpreisprognose (Basis-Szenario: Hauseigene Prognosen)

44

Ölpreis pro Fass



Quellen: WEFA, Deutsche Bank Research

in Deutschland zeigte die Kerninflationsrate zuletzt wieder leicht nach unten (siehe Grafik 38), obwohl die Erwerbstätigkeit (Arbeitslosigkeit) immer neue Höchststände (Tiefststände) erreicht, die Unternehmen über Fachkräftemangel und eine steigende Zahl unbesetzter Stellen klagen und der private Konsum im Trend recht ordentlich wächst. Die Suche nach den Ursachen für den noch immer schwachen Preisauftrieb in vielen entwickelten Volkswirtschaften („Inflationsrätsel“) geht also weiter. Dabei kommen eine Vielzahl von Gründen für den schwachen Preisdruck infrage (siehe Box „Kommt die Inflation (doch) zurück?“).

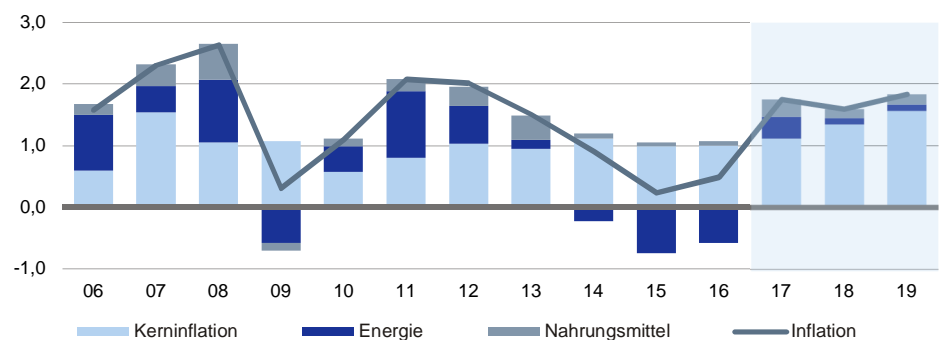
**Inflationsrate dürfte 2018 dank niedriger Energiepreise leicht zurückgehen, 2019 aber wieder zulegen**

Unseres Erachtens gibt es aber auch einige gewichtige Gründe, warum sich die Inflationsrate in Deutschland in der mittleren Frist moderat erhöhen dürfte. Einerseits zeigt die globale Kapazitätsauslastung in vielen Ländern steil nach oben (so auch in Deutschland; siehe Grafik 41), andererseits stehen in Deutschland Anfang 2018 für einige wichtige Sektoren Lohnverhandlungen an (Metall, Öffentlicher Dienst, Bau), die angesichts von nahezu Vollbeschäftigung spürbar höhere (Tarif-) Lohnabschlüsse versprechen. Dies sollte trotz einer abgeflachten „Philipps-Kurve“ zu einem gewissen Aufwärtsdruck auf die Kerninflationsrate führen. Die Kerninflationsrate dürfte sich unserer Einschätzung nach von rund 1,4% in diesem Jahr auf 1,7% 2018 und 1,9% 2019 erhöhen. Frühindikatoren wie z.B. die PMI Input- und Output-Preise zeigen schon seit längerer Zeit einen höheren Preisdruck an (siehe Grafik 42). Da die Energiepreise im nächsten Jahr deutlich schwächere Inflationsimpulse liefern dürften als noch 2017 (0,1 Prozentpunkte 2018 nach +0,4 Pp. 2017), dürfte die Inflationsrate 2018 im Vergleich zu 2017 leicht absinken (auf rund 1,6% von 1,7%) (siehe Grafik 43).

Die Verbraucherpreisinflation dürfte 2018 leicht fallen, 2019 aber wieder steigen

43

Wachstumsbeiträge zur jahresdurchschnittlichen Inflationsrate, Prozentpunkte



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

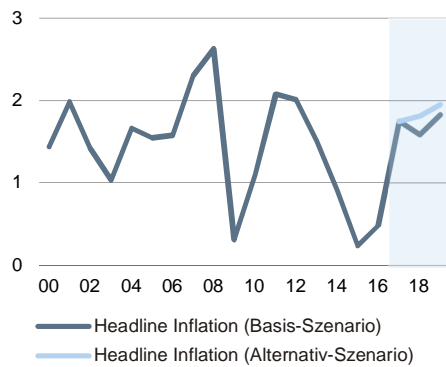
Diese Einschätzung basiert auf der Annahme, dass die Ölpreise (eine Schlüsselgröße für die weitere Preisentwicklung von Haushaltsenergie und Kraftstoffen) im Prognosezeitraum nur geringfügig erhöhen (auf USD-Basis). Zudem dürfte der ohnehin nur moderate Ölpreisanstieg durch den stärkeren EUR abgeschwächt werden (siehe Grafik 44). Derzeit erwarten wir, dass sich der Ölpreis (Brent) 2018 (im Jahresdurchschnitt) auf rund 55 USD pro Fass erhöhen dürfte (von ca. USD 53 2017; +3,1% gg. Vj.). 2019 dürfte der Ölpreis dann nochmals leicht zulegen (auf rund 56 USD pro Fass; +2,8%). Zusätzlich zu den mehr oder weniger neutralen Effekten von der Energieseite könnte im kommenden Jahr auch der Beitrag der Nahrungsmittelpreise zur Inflationsrate leicht abnehmen, nachdem dieser 2017 noch relativ hoch war (siehe Grafik 43).



## Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

Inflationsentwicklung bei deutlich höheren Ölpreisen

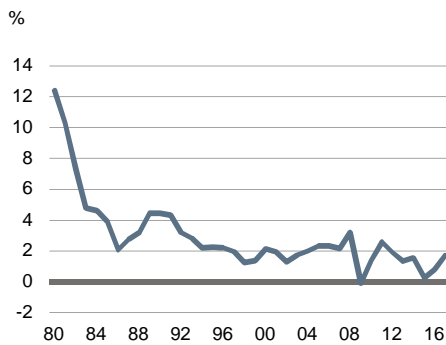
45



Quellen: Destatis, WEFA, Deutsche Bank Research

Inflation in großen Industrieländern

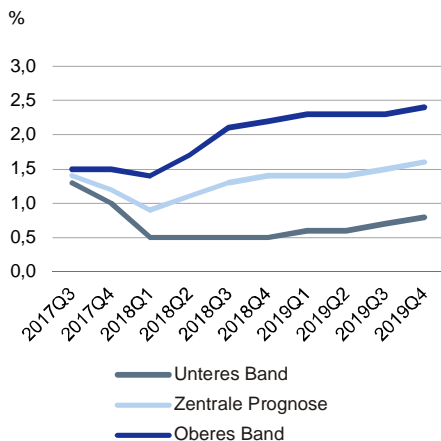
46



Quelle: IWF

EZB Projektion: EWU-Inflation

47



Quelle: EZB

Die deutsche Inflationsentwicklung dürfte unseres Erachtens in den Jahren 2018 und 2019 im Zeichen der Lohn- und Kerninflationsentwicklungen stehen. Insgesamt erwarten wir, dass die Inflationsrate (Headline) 2018 zunächst (leicht) auf 1,6% zurückgehen wird (von 1,7% 2017), um dann 2019 auf rund 1,8% zuzulegen (siehe Grafik 43). Jedoch sei erwähnt, dass die Inflationsrate im Falle deutlich höherer Ölpreise (von z.B. USD 66 2018 und USD 73 2019) im Prognosezeitraum sehr nahe an die 2%-Marke kommen könnte (siehe Grafik 45).

### Kommt die Inflation (doch) zurück?

Nachdem die Notenbanken der Industrieländer seit der Aufgabe des Goldstandards im Jahr 1971 rund drei Jahrzehnte gegen zu hohe Inflationsraten ankämpften, scheint die Inflation in den Jahren nach der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise verschwunden zu sein. In Europa begründete die EZB ihren Einstieg in die unkonventionelle Geldpolitik der Ankäufe von Wertpapieren und der Absenkung des Einlagezinssatzes auf -0,4% sogar mit der Sorge, in ein Deflationsszenario zu rutschen, in dem sich sinkende Preise und eine nachgebende Wirtschaftsentwicklung gegenseitig verstärken könnten. Nachdem selbst die EZB aktuell keine Deflationsrisiken mehr erkennen kann, begründet sie nunmehr ihre im Oktober beschlossene weitere Verlängerung der quantitativen Lockerung bis mindestens September 2018 mit einer nach wie vor zu niedrigen Inflationsrate, die ihrer Ansicht nach zumindest bis Ende 2019 unter ihrem Ziel für die Preissteigerung – von unter, aber nahe 2% – bleiben dürfte. Der Mittelwert der EZB-Stabsprognose liegt für Q4/2019 bei 1,6%.

In Deutschland lag die durchschnittliche Inflationsrate seit 2010 bei 1 ¼% (z. Vgl. EWU: 1,3%). Der Durchschnitt wird dabei aber stark durch die infolge des Verfalls der Ölpreise überraschend niedrigen Inflationsraten der Jahre 2014 bis 2016 nach unten gezogen. Allerdings verweisen die Befürworter einer expansiven Geldpolitik auch auf die ihres Erachtens zu niedrige Kerninflationsrate (Verbraucherpreise ohne Energie und Nahrungsmittel), in der sich der Ölpreisverfall bestenfalls indirekt über Zweitrundeneffekte niederschlagen könnte. In Deutschland schwankte die Kerninflationsrate in den letzten Monaten um 1 ½%, und lag damit über ihrem längerfristigen Durchschnitt von 1 ¼% (2000- 2017). In der Eurozone insgesamt liegt die Kerninflationsrate aktuell mit 0,9% allerdings wieder deutlicher unter ihrem längerfristigen Durchschnitt von knapp 1 ½%, der allerdings durch die blasenhaften Entwicklungen der Peripherieländer in den Jahren 2000 bis 2007 wohl keinen geeigneten Vergleichs- bzw. Referenzwert liefert.

Allerdings war die Inflationsentwicklung in den letzten Jahren auch in anderen großen Industrieländern wie beispielsweise in den USA und Japan im historischen Vergleich überraschend niedrig. Dabei wird der – angesichts der niedrigen Arbeitslosenquote – sehr verhaltenen Lohnentwicklung eine Schlüsselrolle zugeschrieben. Der inverse Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquote und Lohn- bzw. Inflationsentwicklung wird als Phillips-Kurve bezeichnet. Die Debatte kreist um die Frage, ob die Verflachung der Phillips-Kurve – zumindest in ihrer einfachen Form – also die Schwächung des negativen Zusammenhangs zwischen Arbeitslosigkeit und (Lohn-) Inflation ein temporäres oder ein dauerhaftes Phänomen sein könnte.

In diesem Zusammenhang wird eine Reihe von möglichen Gründen genannt (die folgende Liste ist dabei bei Weitem nicht vollständig):

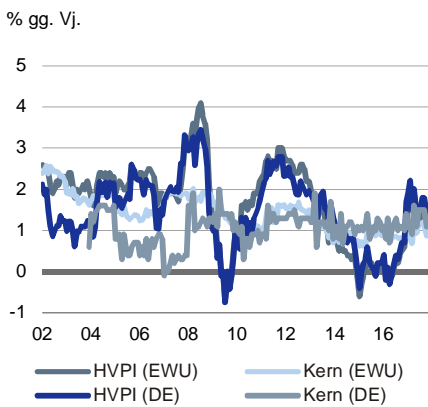
- Die insbesondere durch die wirtschaftliche Öffnung Chinas verursachte massive Ausweitung des globalen Arbeitskräfteangebots mit entsprechenden dämpfenden Effekten auf die Lohnentwicklung in den Industrieländern. Hier haben einige Autoren jüngst darauf hingewiesen, dass sich dieser Effekt angesichts des absehbaren demografiebedingten Schrumpfens der chinesischen Erwerbsbevölkerung demnächst umkehren könnte. Dies würde



## Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

Konsumentenpreise:  
Insgesamt & Kernrate

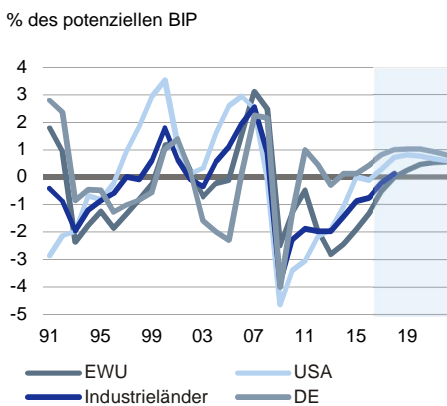
48



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Output-Lücken

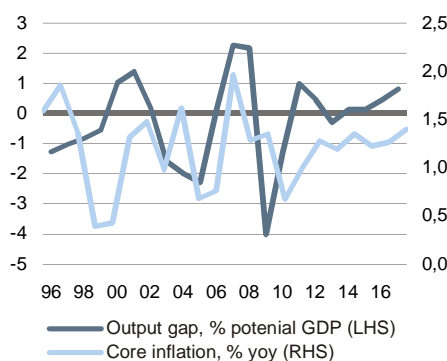
49



Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

Output gap & core inflation

50



Sources: IMF, Deutsche Bundesbank, DB Research

dann eine höhere Lohn- und Kerninflation in den Industrieländern implizieren.

- Die nach dem Ausbruch der Wirtschafts- und Finanzkrise weltweit entstandenen (Produktions-) Überkapazitäten haben die Preissetzungsmacht der Unternehmen geschwächt und, bei Angebotsengpässen in einem Land, ein Ausweichen auf globale Anbieter durch Import, Outsourcing oder Offshoring ermöglicht. Dieser preisdämpfende Effekt könnte angesichts des nunmehr rapiden Abbaus globaler Überkapazitäten allmählich auslaufen. Preistreibend und damit in die gleiche Richtung könnten auch die seit der Finanzkrise wieder zunehmenden protektionistischen Tendenzen wirken.
- Die weltweite Investitionsschwäche der vergangenen Jahre hat sich lähmend auf die Produktivitätsentwicklung ausgewirkt. Letztlich können aber (reale) Lohnzuwächse nur aus Produktivitätssteigerungen finanziert werden, wenn sie nicht zulasten der Gewinne gehen sollen. Der global anziehende Investitionszyklus – insbesondere für die Investitionen in den USA sind unsere Kollegen sehr optimistisch – könnte auch hier eine Trendwende einleiten.
- Die ultralockere Geldpolitik der Zentralbanken hat über historisch niedrige Finanzierungskosten verhindert, dass unrentable Unternehmen aus dem Markt ausscheiden müssen. Dazu kommt, insbesondere in Italien, dass die Banken aufgrund ihrer geringen Kapitalausstattung kein Interesse daran haben, ihre zum Großteil (wohl) uneinbringlichen Forderungen abzuschreiben. Diese künstlich am Leben gehaltenen Zombie-Unternehmen verhindern die üblicherweise in einer Krise vonstattengehende Marktberreinigung, was wiederum die Preissetzungsmacht der gesunden Unternehmen reduziert.
- Die aufgrund der sehr niedrigen Inflationsraten der vergangenen Jahren gesunkenen Preiserwartungen bei Unternehmen und Konsumenten könnten sich in niedrigeren Preissetzungen und Lohnforderungen niederschlagen haben.
- Strukturelle Veränderungen durch Digitalisierung (insbesondere digitale Märkte und Plattformen) könnten durch eine höhere Preistransparenz den Inflationsdruck dauerhaft reduzieren. Da zunehmend auch von Selbstständigen erbrachte Dienstleistungen über das Internet vermittelt werden, beginnt dieser Effekt nunmehr auch den Faktor Arbeit zu erfassen.

Bis auf den letzten Punkt könnten alle oben erwähnten preisdämpfenden Faktoren bald auslaufen oder sich sogar umdrehen. Die Möglichkeit, dass dies mehr oder weniger parallel in allen großen Volkswirtschaften auftreten könnte, birgt erhebliche Aufwärtsrisiken für die globale und damit auch die deutsche Verbraucherpreisentwicklung. Zumal die globale Liquiditätsversorgung durch die Notenbanken immer noch extrem großzügig ist.

### EZB bewegt sich wegen niedriger Inflation nur langsam in Richtung Ausgang

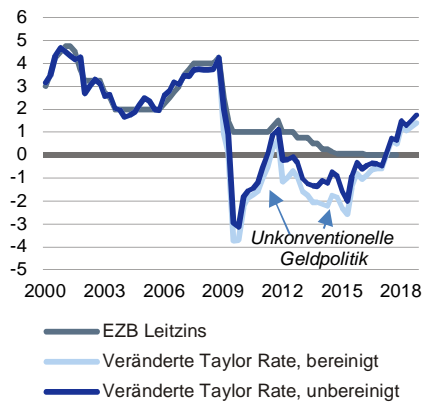
Wir gehen davon aus, dass die EZB ihre Anleihekäufe im Schlussquartal 2018 weiter zurückfährt und Ende des kommenden Jahres schließlich komplett einstellt. Danach dürften aus unserer Sicht weitere sechs Monate vergehen, bis sie die Zinsen anhebt. Die erste Erhöhung um 25 Bp. erwarten wir folglich im Juni 2019, also einige Monate früher als der Markt. Sollten die Wahlen in Italien ohne Zwischenfälle verlaufen und die Wirtschaft weiter kräftig wachsen, wäre der Weg frei für die von uns erwartete frühe Zinsanhebung, insbesondere wenn das Kreditwachstum Fahrt aufnimmt.





Zurückhaltende Straffung ...

Taylor-Regel: die Zeit der unkonventionellen Geldpolitik ist vorbei **51**



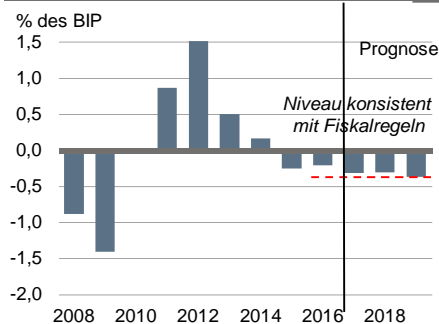
Quellen: Deutsche Bank, Eurostat, ECB, Haver Analytics

Die EZB hat am 26. Oktober wie erwartet bekanntgegeben, dass sie ihr Anleihekaufprogramm um neun Monate bis September 2018 verlängern und das monatliche Kaufvolumen auf EUR 30 Mrd. reduzieren wird. In den vergangenen Monaten hat sie viel Wert auf eine klare und konsistente Kommunikation gelegt und so dafür gesorgt, dass der Schritt letztlich kein Thema für die Märkte war. Um die negativen Effekte für die Finanzmärkte möglichst gering zu halten, hat sie zudem an ihrer Forward Guidance festgehalten, also keinen Endzeitpunkt des Kaufprogramms genannt und ihre Zusage bestätigt, die Wertpapierkäufe, falls nötig, in Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten.

... aber weniger zurückhaltend als von uns erwartet

Wir waren davon ausgegangen, dass die EZB im Zuge ihres taubenhaften Ausstiegs an zwei Stellschrauben drehen würde. Zum einen rechneten wir mit einer Verschiebung des Fokus weg von den Netto- und hin zu Bruttokäufen und damit den Reinvestitionen, zum anderen mit einem Schwenk weg von QE und hin zur Zinspolitik und Zins Guidance (also dass die Zinsen noch für längere Zeit niedrig bleiben). Letzterer fiel allerdings verhaltener aus als von uns erwartet. Offensichtlich will sich die EZB – wie das Protokoll der Sitzung nahelegt – alle Optionen offenhalten.

Robuste Konjunktur spricht gegen expansive Fiskalpolitik **52**



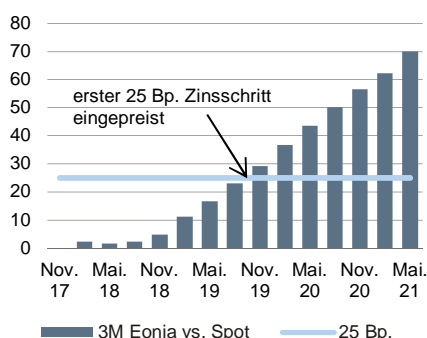
\* positive Zahlen bedeuten Straffung d. finanzpolit. Kurses  
negative Zahlen bedeuten Lockerung d. finanzpolit. Kurses

Quellen: Deutsche Bank, Europäische Kommission

Unter der Voraussetzung, dass sich die wirtschaftliche Erholung wie erwartet fortsetzt, wird die EZB voraussichtlich bis Juni 2018 eine abwartende Haltung einnehmen. In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass die Notenbanker ihre Anleihekäufe im Schlussquartal 2018 weiter reduziert und die (Netto-) Käufe zum Ende des kommenden Jahres komplett einstellen. Sechs Monate später, im Juni 2019, dürfte schließlich die erste Zinsanhebung auf dem Programm stehen. Beim Refinanzierungssatz rechnen wir mit einer Erhöhung um 25 Bp. (beim Einlagezinssatz um 40 Bp.) Anschließend dürften die Leitzinsen alle sechs Monate um weitere 25 Bp. angehoben werden. Ein Ende der Reinvestitionen der von der EZB gekauften und fällig werdenden Anleihen ist aus unserer Sicht erst 2021 zu erwarten. Mitte 2018 dürften zudem im Hinblick auf das Zusammenspiel zwischen QE und Inflation Änderungen an der Forward Guidance anstehen.

Mehrere Gründe sprechen für unsere Annahme, dass die EZB die Zinsen bereits im Juni 2019, also rund sechs Monate früher als am Markt erwartet, anhebt.

EZB-Leitzins: Markterwartungen **53**



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

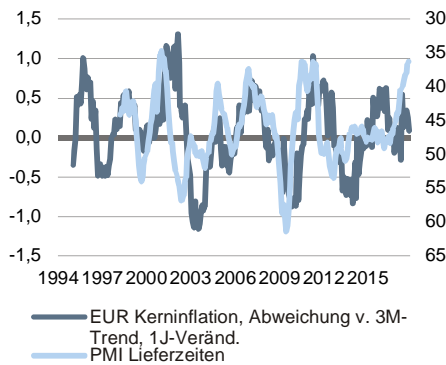
**Makroökonomisches Umfeld:** Die Wirtschaft in der Eurozone wächst weiterhin kräftig. Für 2018 rechnen wir nun mit einem Wachstum von 2,3% und damit 0,5 %-Punkten mehr als die EZB-Experten in ihren September-Projektionen. Auch eine allmählich einsetzende Normalisierung der Inflation wird aus unserer Sicht immer wahrscheinlicher. Entlang der Fertigungskette kommt es zu Engpässen, und die Produktionskosten ziehen an. In einigen Mitgliedsländern sind die Löhne zuletzt gestiegen, und auch die Inflationserwartungen tendieren – wenn auch nur langsam – nach oben.

**Modifizierte Taylor-Regel:** Wir haben die Taylor-Regel angepasst und auf die Eurozone übertragen, unter anderem in Hinblick auf die mittelfristigen Inflationserwartungen, die Zinsspreads sowie einen niedrigeren neutralen Realzins. Danach sollten die Leitzinsen bereits 2017 und nicht erst Mitte 2019 erhöht werden, womit die Ausrichtung der Geldpolitik immer weniger zu rechtfertigen wäre. Ein Ausweg für die EZB wäre der Verweis darauf, dass sie sich gegen einen erneuten Rückgang der Inflationsraten absichern will.



## Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

Zunehmende Evidenz, dass der Wendepunkt der Inflation erreicht ist **54**

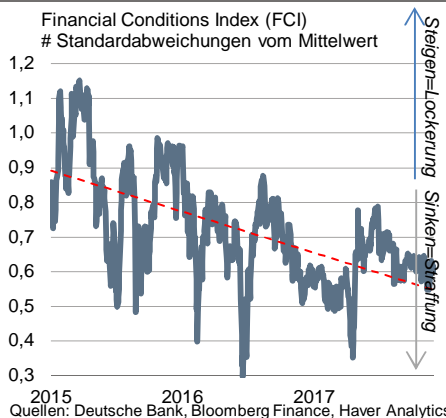


Quellen: Deutsche Bank, Markit, Eurostat, Haver Analytics

**Nachlassende Fiskaldisziplin:** Aber nicht nur der hohe Expansionsgrad der Geldpolitik dürfte den Falken in der EZB im Verlauf des nächsten Jahres zunehmend Sorgen bereiten. Ein weiteres Sorgenkind ist die Finanzpolitik in der Eurozone, die sowohl absolut gesehen als auch gemessen an den haushaltspolitischen Vorgaben immer lockerer wird. Angesichts einer über Trend wachsenden Wirtschaft und der geschlossenen Output-Lücke dürften zunehmend Bedenken aufkommen, ob die fiskalpolitische Ausrichtung noch angemessen ist.

**Falken vs. Tauben:** Zwei in Zusammenhang stehende Ereignisse deuteten kürzlich auf eine Verschiebung im Kräfteverhältnis von Falken und Tauben, was ebenfalls dafür spricht, dass die Märkte eine zu „taubenhafte“ Gangart eingepreist haben dürften. So sagte EZB-Direktoriumsmitglied Benoit Coeure im Anschluss an die Ankündigung vom 26. Oktober, er hoffe, dies sei die letzte Verlängerung gewesen. Dies steht in klarem Widerspruch zu den Äußerungen von Mario Draghi auf der letzten Pressekonferenz, dass ein abruptes Ende unwahrscheinlich sei. Zudem haben sich Bloomberg-Berichten zufolge die EZB-Ratsmitglieder Weidmann, Coeure und Villeroy (Präsident der Banque de France) dafür ausgesprochen, die Forward Guidance dahingehend zu ändern, dass die Preisentwicklung nicht länger ausschließlich an die Anleihekäufe geknüpft wird, sondern an den allgemeinen geldpolitischen Akkommodationsgrad. Mit beiden französischen Ratsmitgliedern auf der Seite Weidmanns könnten die beiden Euro-Schwergewichte zunehmend die Oberhand über die kleineren Mitgliedstaaten im Rat gewinnen.

Finanzielle Bedingungen werden allmählich straffer **55**

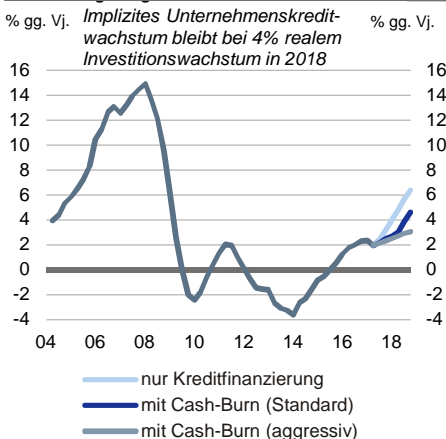


Quellen: Deutsche Bank, Bloomberg Finance, Haver Analytics

### Was gegen eine Straffung spricht: die schwierige Aufgabe der Inflationsnormalisierung ...

Die Normalisierung der Inflation ist eine schwierige Aufgabe und erfordert einen langsamen Kurswechsel der Geldpolitik. Vor Ausbruch der Krise lag die Teuerung zumeist im Rahmen des Inflationsziels der EZB, da die Preise in der Peripherie kräftiger zulegten als in den Kernländern. So war die Inflation damals geprägt durch ein nicht tragfähiges Muster aus kreditfinanzierter Nachfrage, hohen Leistungsbilanzdefiziten und der größeren Abhängigkeit von Importen in der Peripherie. Heute hingegen sorgt der schwache Preisauftrieb in den vier großen Euroländern dafür, dass das Inflationsziel unterschritten wird. Der Weg zur Normalisierung führt demzufolge entweder über eine Wiederauflage des Vorkrisenmusters, eine Beschleunigung der Inflation in Deutschland und Frankreich oder einen gleichmäßigen Preisauftrieb in allen Mitgliedstaaten. Sollten die Nominallöhne im Verlauf der kommenden Jahre wie von den nationalen Zentralbanken erwartet steigen, könnten die beiden Euro-Schwergewichte Frankreich und Italien wieder für normalere Niveaus bei der Inflation sorgen.

Intere Mitte ermöglichen starkes Wachstum trotz geringen Kreditwachstums **56**



Quellen: Deutsche Bank, ECB, Eurostat, Haver Analytics

### ... und was dafür: EZB nicht bereit, kräftiges Kreditwachstum zu akzeptieren

Ein möglicher Weg zu einer Normalisierung der Teuerung ist die Rückkehr zu dem Vorkrisen-Muster aus kreditfinanzierter Nachfrage, Leistungsbilanzdefiziten und importierter Inflation. Im Rahmen der Krisenpolitik wurde unter anderem die Fehlfunktion des Kreditkanals beseitigt. Inzwischen stehen wieder ausreichend Mittel zur Verfügung. Angesichts reichlicher interner Finanzierungsquellen dürfte die Kreditnachfrage der Unternehmen, zumindest im ersten Halbjahr 2018, nur leicht steigen. Sobald diese aber stärker anzieht, dürften die Falken in der EZB zunehmend Gehör finden. Je kräftiger das Kreditwachstum ausfällt, desto größer dürfte die Bereitschaft sein, die Geldpolitik ungeachtet der Inflationsentwicklung zu straffen.

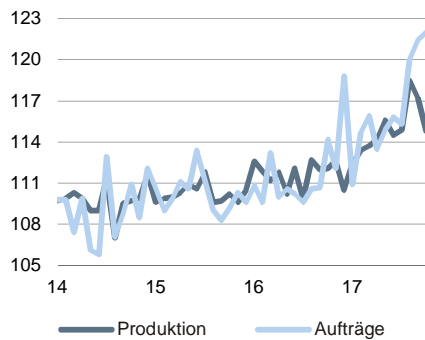


## Deutsche Industrie wächst auch 2018 kräftig

Aufwärtstrend trotz gewisser Volatilität

57

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2010=100

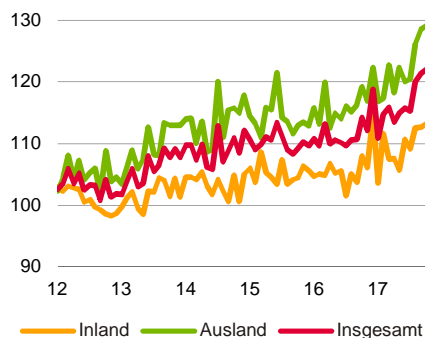


Quelle: Statistisches Bundesamt

Starke Auftragsentwicklung

58

Verarbeitendes Gewerbe in DE, Auftragseingang, 2010=100

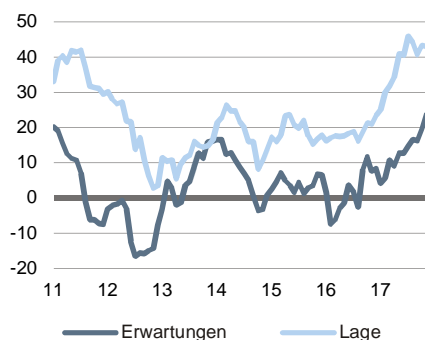


Quelle: Statistisches Bundesamt

Stimmung in der Industrie auf Rekordniveau

59

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

Das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland befindet sich derzeit im stärksten konjunkturellen Aufschwung seit den Jahren 2010/11. Damals war das hohe Produktionswachstum (+12% und +8,5%) vor allem eine Gegenbewegung zur tiefen Rezession von 2009. Aktuell beschleunigt sich die Produktionstätigkeit dagegen ohne einen solchen Basiseffekt. Denn schon in den Jahren 2014 bis 2016 nahm die Fertigung im Verarbeitenden Gewerbe stetig zu, wenngleich in Summe lediglich um real 4,5%.

2017 dürfte die deutsche Industrieproduktion insgesamt um etwa 3% steigen. Für das Jahr 2018 rechnen wir derzeit mit einem geringeren Produktionsplus im Verarbeitenden Gewerbe in Höhe von 2%. Ein Grund für unsere Vorsicht liegt darin, dass der starke Euro dämpfend auf die Auslandsnachfrage wirken dürfte. Zudem ist der aktuelle Konjunkturzyklus in vielen Volkswirtschaften schon weit vorangeschritten. Gleichwohl ist unsere Prognose für 2018 eher konservativ.

Günstig wirkt für die hiesige Industrie, dass 2017 und 2018 die Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland und in wichtigen Auslandsmärkten wieder kräftiger wachsen als in den Jahren zuvor. Eine stärkere Investitionstätigkeit im Bereich Maschinen und Ausrüstungen war bislang das fehlende Puzzleteil im deutschen Konjunkturzyklus. Hier agierten die Unternehmen lange Zeit recht vorsichtig, wohl auch, weil die Erfahrungen aus den Krisenjahren 2008/09 bei einigen Entscheidungsträgern noch sehr präsent waren. Damals rauschte die Kapazitätsauslastung in kurzer Zeit in den Keller.

Für die exportorientierte deutsche Industrie mit ihrem Fokus auf Investitionsgüter ist positiv, dass der globale Konjunkturzyklus derzeit relativ gleichgerichtet läuft. Oder anders argumentiert: Unter den wichtigen deutschen Absatzmärkten gibt es keinen Totalausfall. Lediglich die Folgen des Brexit (schwaches Pfund, geringeres Wirtschaftswachstum) hinterlassen bereits ihre Spuren bei den Warenausfuhren in Richtung UK. Dafür haben die meisten rohstoffnahen Volkswirtschaften ihre Rezession überwunden. Die ohnehin nur geringe konjunkturelle Abkühlung in China lässt sich verkraften, zumal die bilateralen Handelsbeziehungen neben der konjunkturellen Entwicklung auch dadurch beeinflusst werden, wie schnell die chinesische Nachfrage nach Produkten deutscher Unternehmen aus lokaler Produktion und eben nicht aus hiesigen Fabriken bedient wird.

### Sehr gute Stimmung in der Industrie

Bemerkenswert ist die seit Monaten sehr gute Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe. Während die Industrieunternehmen ihre jeweils aktuelle Lage schon seit Mitte 2010 überwiegend positiv einschätzen, gibt die in den letzten Monaten deutlich nach oben gerichtete Kurve der Erwartungskomponente Anlass für weiteren Optimismus. Dabei schätzen die Unternehmen ihre Aussichten hinsichtlich der Geschäfts- und Produktionstätigkeit, der Exporte und auch der Beschäftigung eindeutig positiv ein. Angesichts der vielen wirtschaftlichen und politischen Risiken ist dieser Optimismus alles andere als selbstverständlich. Die gute Stimmung ist – zumindest in dieser extremen Ausprägung – auch deshalb überraschend, weil ein Produktionswachstum in der Industrie von etwa 3% gemessen an früheren Aufschwungphasen (z.B. von 2004 bis 2007) nicht außergewöhnlich hoch ist.

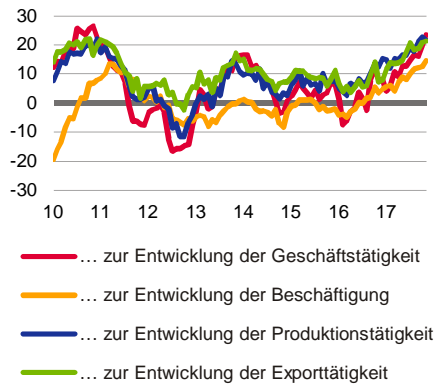
Die inzwischen wieder dynamischere Investitionstätigkeit in Deutschland passt zur Kapazitätsauslastung der Industrieunternehmen. Sie nahm zuletzt sechs Quartale in Folge zu und lag zu Beginn des 4. Quartals um 3,5%-Punkte über dem langfristigen Mittelwert. Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe erreichte damit den höchsten Wert seit dem 2. Quartal 2008. Angesichts



## Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

### Positive Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe 60

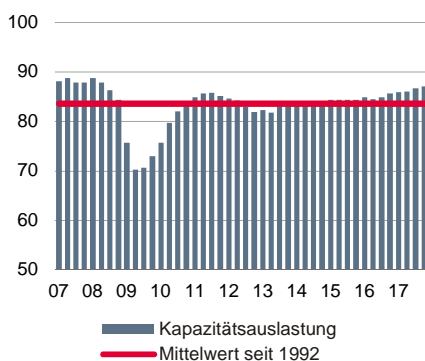
Erwartungen der Unternehmen in DE, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

### Hohe Kapazitätsauslastung 61

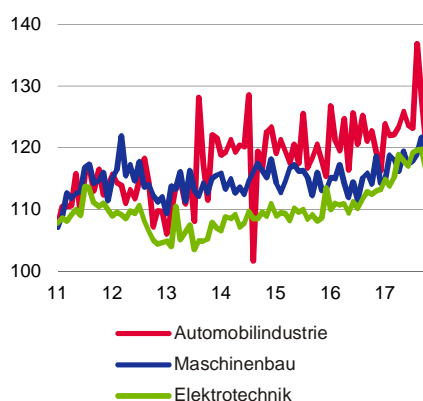
Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %



Quelle: ifo Institut

### Elektrotechnik und Maschinenbau recht dynamisch 62

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

dieser hohen Auslastung wird der Anteil der Erweiterungsinvestitionen an den gesamten Ausrüstungsinvestitionen in den nächsten Quartalen steigen. Dafür spricht auch die DIHK-Konjunkturumfrage vom Herbst 2017, nach der das Motiv der Kapazitätsausweitung für Investitionen zuletzt stetig an Bedeutung gewonnen hat.

### Branchensicht: Aufschwung steht auf breitem Fundament

Der konjunkturelle Aufschwung im deutschen Verarbeitenden Gewerbe erfolgt auf recht breitem Fundament. Dies gilt für 2017 und dürfte sich auch 2018 fortsetzen. Als besonders dynamisch erweisen sich derzeit die Elektrotechnik sowie die Pharmaindustrie. Beide Sektoren könnten ihre Produktion 2017 um real etwa 5% ausweiten. Impulse kommen jeweils von der im Vergleich zu 2016 deutlich lebhafteren Auslandsnachfrage. Dies gilt auch für den Maschinenbau, wo die Produktion 2017 um etwa 3% zulegen dürfte. Wir erwarten, dass alle drei Branchen auch 2018 spürbare Produktionszuwächse verzeichnen könne, wenngleich die Dynamik – nicht zuletzt wechselkursbedingt – nachlassen dürfte. Freilich unterscheiden sich die makroökonomischen Treiber: In der Pharmaindustrie ist es der private Konsum in den wichtigen Absatzmärkten. Elektrotechnik und Maschinenbau profitieren dagegen von den anziehenden Investitionen.

Die Automobilindustrie dürfte 2017 ihre Produktion im Inland um 2% erhöhen. Für 2018 erwarten wir ein leicht abgeschwächtes Produktionsplus. Wir rechnen damit, dass die Impulse von der deutschen und der westeuropäischen Autonachfrage 2018 nachlassen werden. In den letzten Jahren verzeichneten die westeuropäischen Automärkte ein stetiges Wachstum, weshalb das absolute Absatzniveau inzwischen (wieder) recht hoch ist. Aus den USA und China dürften 2018 ebenfalls nur begrenzt Impulse kommen. Dafür sprechen der fortgeschrittene Konjunkturzyklus (USA) bzw. die basisbedingt nachlassende Dynamik beim Autoabsatz (China), eine weiterhin zunehmende Lokalisierung der Produktion in beiden Ländern sowie der recht starke Euro. In UK wirken die negativen Folgen des Brexit-Beschlusses (inklusive schwaches Pfund) dämpfend auf die Autonachfrage sowie die deutschen Exporte nach UK. Der singuläre Effekt der Diesel-Debatte auf das Produktionsvolumen ist schwer zu beziffern. Im Gesamtergebnis hat sie vor allem zu einer Verschiebung von Nachfrage und Produktion hin zu einem höheren Anteil von Benzinern geführt. Die Bedeutung alternativer Antriebstechnologien für den Konjunkturzyklus in der Automobilindustrie ist mangels Masse nach wie vor vernachlässigbar. Sie werden in den kommenden Jahren jedoch wichtiger, nicht zuletzt, weil staatliche Regulierung eine stärkere Elektrifizierung des Antriebsstrangs erzwingt (z.B. ambitionierte CO<sub>2</sub>-Grenzwerte für Pkw in der EU, Quoten für Elektroautos in China).

Im konjunkturellen „Schlepptau“ der Investitionsgüterbranchen entwickelt sich die Produktion in den vorgelagerten Branchen Kunststoffindustrie und Herstellung von Metallerzeugnissen ebenfalls sehr positiv. In beiden Sektoren halten wir 2017 ein Fertigungsplus von etwa 4% für wahrscheinlich. Analog zum zuvor skizzierten Muster einer etwas weniger dynamischen Industriekonjunktur im Jahr 2018 dürfte die Wachstumsrate der Produktion im nächsten Jahr auch in der Kunststoffindustrie und bei den Metallerzeugnissen niedriger ausfallen.

Wie schon in den letzten Jahren schneidet die Chemieindustrie unter den großen Industriebranchen auch 2017 und 2018 schlechter ab als der Durchschnitt des Verarbeitenden Gewerbes. Immerhin steigt die Chemieproduktion (ohne Pharma) 2017 nach unserer Prognose um gut 1%, nachdem sie von 2014 bis 2016 jeweils geschrumpft war. Für 2018 rechnen wir in etwa mit einer Stagnation. Wir halten an unserer These fest, dass die wiederholt unterdurchschnittliche Performance der Chemieindustrie zu einem erheblichen Teil struktureller Natur ist (seit Jahren schrumpfender Kapitalstock in Deutschland, nicht zuletzt wegen der Unsicherheiten bezüglich der deutschen Energiepolitik).



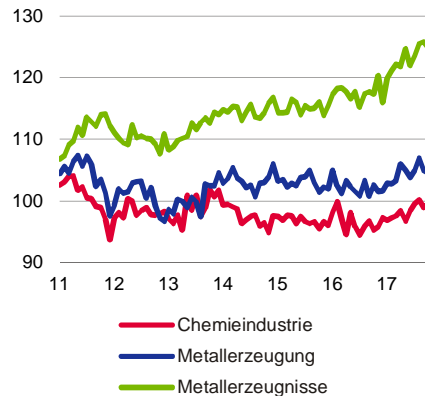


## Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

### Chemieindustrie hat Abwärtstrend gestoppt

63

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2010=100

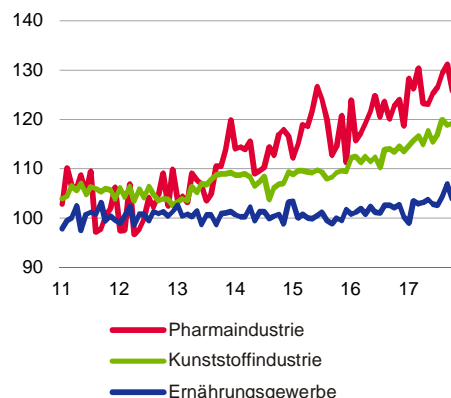


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Pharma- und Kunststoffindustrie zeigen Wachstumstrend

64

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2010=100

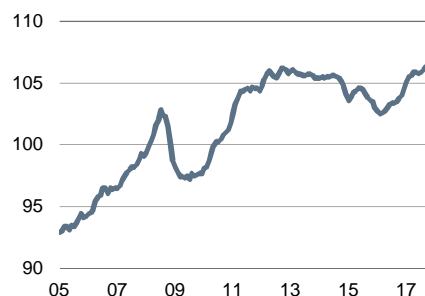


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Erzeugerpreise steigen

65

Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe in DE, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Produktion im Ernährungsgewerbe dürfte 2017 und 2018 jeweils um über 1% wachsen. Damit bewegt sich die traditionell wenig konjunkturanfällige Branche im oberen Bereich der für sie üblichen Bandbreite. Wesentliche Treiber sind die Zuwanderung, der kräftig wachsende private Verbrauch sowie das weitere Erschließen von Auslandsmärkten.

### Erzeugerpreise ziehen allmählich an

Die Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe zogen im Verlauf der letzten Monate stetig an. Sie dürften im Gesamtjahr 2017 um 2,5% und 2018 um etwa 2,5 bis 3% wachsen. Während im laufenden Jahr die preistreibenden Impulse vor allem von den rohstoffnahen bzw. energieintensiven Sektoren (Metallerzeugung, Chemie) sowie vom Ernährungsgewerbe ausgehen, dürften 2018 die Preise auf breiterer Front anziehen. Dafür sprechen u.a. die von uns erwarteten höheren Lohnabschlüsse in der metallverarbeitenden Industrie, die gute Auftragslage sowie die hohe Kapazitätsauslastung.

### Strukturelle Herausforderungen vor der Brust – Fachkräftemangel dominiert

Unabhängig vom aktuellen Konjunkturzyklus sieht sich die Industrie in Deutschland mit einer Vielzahl von strukturellen Herausforderungen konfrontiert. Die Entwicklungen rund um Industrie 4.0 beschäftigen die Industrieunternehmen in sehr unterschiedlichem Maße. Tatsächlich ist das Thema noch immer recht abstrakt. Zumindest setzen die Unternehmen unterschiedliche inhaltliche Schwerpunkte, wenn es darum geht, das Schlagwort Industrie 4.0 im Alltag mit Leben zu füllen. Unbestritten ist dabei, dass die zunehmende Digitalisierung und Automatisierung der Wertschöpfungskette, die Vernetzung von Maschinen und Werkstoffen oder das Vordringen von künstlicher Intelligenz im F&E-Bereich oder in den Produktionsprozessen jene Geschäftsmodelle infrage stellen können, die heute noch sehr gut funktionieren. Gleichwohl dürften sich viele dieser Entwicklungen lediglich Schritt für Schritt manifestieren.

Kurzfristig treibt die Unternehmen jedoch vor allem der Fachkräftemangel um, der regional und branchenspezifisch immer offenkundiger wird. In der erwähnten Konjunkturumfrage des DIHK nennen die Unternehmen den Fachkräftemangel als das mit Abstand wichtigste Geschäftsrisiko – bei eindeutig steigender Tendenz. Der Fachkräftemangel hat auch Auswirkungen auf den Konjunkturverlauf, denn ohne personelle Engpässe könnten die Industrieunternehmen ihre Aufträge schneller bearbeiten. Auf Platz 2 der wichtigsten Geschäftsrisiken folgen die Arbeitskosten, bei denen sich die Einschätzung in den letzten Jahren jedoch kaum geändert hat; die Arbeitskosten sind also immer ein Thema. Gerade energie- bzw. stromintensive Industrieunternehmen nennen die Energiepreise als nach wie vor wichtiges Geschäftsrisiko.

In Summe sind die konjunkturellen Rahmenbedingungen für die deutsche Industrie 2018 also sehr gut, wenngleich im Jahresverlauf die Dynamik etwas nachlassen dürfte. Strukturelle Probleme wie der Fachkräftemangel trüben das positive Gesamtbild. Hier sind auch keine schnellen Lösungen in Sicht.



## Ausblick 2018: Robuste Konjunktur - fragile Politik

---

Sollten die wirtschaftlichen und geopolitischen Risiken auch künftig kaum auf die „Realwirtschaft“ durchschlagen, spricht viel dafür, dass das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland auch im Jahr 2019 ein Produktionsplus verzeichnen wird.

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

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)

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

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





## 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)

- „ Ausblick 2018:  
Robuste Konjunktur – fragile Politik ..... 14. Dezember 2017
- „ 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

© 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