



# Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

13. März 2018

## Autoren

Barbara Böttcher  
+49 69 910-31787  
barbara.boettcher@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
Stagnation der Inlandsnachfrage in H2 2017 – wohl nur ein Verschneider? .....	3
Deutsche Inflation: Zunächst wohl nur Normalisierung .....	7
Koalitionsvertrag – Zukunft geht anders .....	13
EZB: Ein Schritt nach dem anderen .....	14
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland .....	20
Exportindikator .....	21
Eventkalender .....	22
Datenkalender .....	23
Finanzmarktprognosen .....	24
Datenmonitor .....	25

Original in englischer Sprache: 9. März 2018

**Stagnation der Inlandsnachfrage in H2 2017 – wohl nur ein Verschneider?** Das BIP-Wachstum erreichte 0,6% gg. Vq. in Q4 2017. Allerdings stagnierte die inländische Endnachfrage nach einem fulminanten ersten Halbjahr im zweiten Halbjahr nahezu. Überdies enttäuschten die Stimmungsindikatoren im Februar, wie auch die harten Daten im Januar 2018. Seit Jahresende haben sich wohl als Reaktion auf die deutliche Euroaufwertung auch die Einschätzungen und die Erwartungen hinsichtlich des Exports etwas eingetrübt. Zwar dürfte die konjunkturelle Dynamik ihren Höhepunkt hinter sich haben, angesichts des insgesamt weiterhin günstigen Umfelds glauben wir aber nicht, dass sich schon eine substanzielle Abkühlung abzeichnet.

**Deutsche Inflation: Zunächst wohl nur Normalisierung.** Die boomende Wirtschaft und die kräftigen Einkommenssteigerungen der laufenden Lohnrunde dürften die Kerninflation von aktuell knapp 1 ½% in Richtung 2% treiben. Die Inflationsrate insgesamt dürfte dahinter zurückbleiben, da sich sowohl bei den Preisen für Nahrungsmittel als auch für Energie eine Beruhigung abzeichnet. Allerdings könnten sich aufgrund weltweit zunehmend knapper werdender Kapazitäten und des Verlassens des globalen demografischen „sweet spots“ die disinflationären Impulse der vergangenen Jahre demnächst umdrehen. Damit überwiegen bei unserer Inflationsprognose klar die Aufwärtsrisiken.

**Koalitionsvertrag – Zukunft geht anders.** Während weithin Erleichterung darüber herrscht, dass Deutschland demnächst wieder eine „ordentliche“ Regierung hat, bietet das politische Programm der Groko wenig Grund zum Jubeln. Der europapolitische Kurs der neuen Regierung ist inkonsistent und die Fiskalpolitik kennzeichnet ein problematischer Hang zu (noch) mehr Staatsausgaben, der einseitig auf ein anhaltend robustes Wirtschaftswachstum und weiterhin sprudelnde Steuereinnahmen baut, ohne hinreichend für die dazu notwendigen Rahmenbedingungen zu sorgen. Anstatt konsequent die Marktkräfte zu stärken, erhöht die neue Groko den Einfluss des Staates in Wirtschaft und Gesellschaft weiter zu Lasten individueller Freiräume.

**EZB: Ein Schritt nach dem anderen.** Mit der Änderung der Forward Guidance folgt die EZB der von uns prognostizierten Reihenfolge: Sie hat die Reaktionsfunktion für QE außer Kraft gesetzt und damit die Voraussetzungen geschaffen, um im Juni ein Auslaufen der Nettokäufe von Vermögenswerten für Dezember ankündigen zu können. Zugleich hält sie sich den Weg für einen ersten Zinsschritt im Juni 2019 offen. Die EZB muss ihre Nettoanleihekäufe innerhalb der kommenden 12 bis 15 Monate beenden, um Engpässe an den Rentenmärkten zu vermeiden. Das Vertrauen der EZB in die Tragfähigkeit des Aufschwungs wächst. Bei der Normalisierung der Inflationsrate sieht sie noch Unwägbarkeiten; unseres Erachtens sind jedoch immer mehr Belege für eine Inflationsbeschleunigung zu erkennen.



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2017	2018P	2019P	2017	2018P	2019P	2017	2018P	2019P	2017	2018P	2019P
Euroland	2,5	2,4	1,7	1,5	1,4	1,5	3,5	2,7	2,1	-1,1	-0,9	-1,0
Deutschland	2,2	2,3	1,8	1,8	1,6	1,8	7,2	6,5	6,5	1,1	0,8	0,5
Frankreich	2,0	2,0	1,6	1,2	1,3	1,4	-1,2	-0,6	-0,6	-2,9	-2,7	-2,9
Italien	1,5	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	3,0	2,3	2,0	1,5	1,6	1,7	1,7	1,6	-3,1	-2,2	-1,6
Niederlande	3,1	2,5	2,4	1,3	1,6	1,9	10,2	10,2	10,1	1,1	0,5	0,4
Belgien	1,7	2,2	1,7	2,2	1,6	1,7	-1,0	-0,7	-1,0	-1,8	-1,5	-1,5
Österreich	3,0	2,5	2,3	2,2	2,0	1,7	2,2	2,5	2,8	-0,9	-0,7	-0,5
Finnland	3,0	2,6	2,1	0,8	1,2	1,6	0,7	0,0	0,5	-1,2	-1,0	-0,8
Griechenland	1,2	3,0	2,2	1,1	0,7	1,1	-0,8	-0,5	0,0	-1,6	0,0	1,0
Portugal	2,7	2,0	1,5	1,6	1,2	1,5	0,6	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	1,7	1,3	1,5	2,7	2,5	2,2	-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	2,7	2,7	2,5	1,8	2,0	2,2	5,0	4,5	4,0	1,3	1,0	0,5
Schweiz	1,0	2,1	1,8	0,5	0,3	0,7	10,5	10,6	11,0	0,3	0,3	0,2
Tschech. Rep.	4,4	3,4	3,1	2,5	2,3	2,2	0,6	0,4	1,0	1,0	0,8	1,1
Ungarn	4,0	3,5	3,1	2,3	2,6	3,0	4,2	3,4	2,9	-2,0	-2,4	-2,3
Polen	4,6	3,8	3,5	2,0	2,3	2,8	-1,3	-1,4	-1,2	-2,1	-2,4	-2,8
USA	2,3	2,9	2,7	2,1	2,3	2,2	-2,9	-3,2	-3,5	-3,6	-2,7	-3,2
Japan	1,7	1,1	0,7	0,5	0,7	0,8	4,0	4,1	4,0	-2,7	-2,2	-1,9
China	6,9	6,3	6,3	1,6	2,7	2,4	1,2	0,8	0,6	-3,7	-4,0	-4,0
Welt	3,8	3,9	3,9	2,9	3,3	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			
	2016	2017P	2018P	2019P	2016	2017P	2018P	2019P	2016	2017P	2018P	2019P	2016	2017P	2018P	2019P
BIP	1,9	2,2	2,3	1,8	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Privater Konsum	2,1	1,9	1,4	1,5	0,4	0,6	0,5	0,5	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,4	0,3	0,2
Staatsausgaben	3,7	1,6	1,3	1,0	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	3,1	3,2	2,8	3,5	1,1	1,0	1,0	0,8	1,0	0,9	0,9	0,8	1,0	0,9	0,9	0,8
Ausrüstungen	2,2	4,0	4,3	3,1	1,0	1,0	1,0	0,5	1,0	0,7	0,7	0,5	1,0	0,7	0,7	0,5
Bau	2,7	2,6	2,9	4,9	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Lager, %-Punkte	-0,2	0,1	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exporte	2,6	4,7	6,2	4,5	1,2	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2
Importe	3,9	5,1	6,1	5,1	1,3	1,4	1,4	1,4	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2
Nettoexport, %-Punkte	-0,3	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,1
Konsumentenpreise*	0,5	1,8	1,6	1,8												
Arbeitslosenquote, %	6,1	5,7	5,3	5,3												
Industrieproduktion**	1,4	3,0	2,5	1,5												
Budgetsaldo, % BIP	0,8	1,1	0,8	0,5												
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	68,1	64,4	60,9	58,1												
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



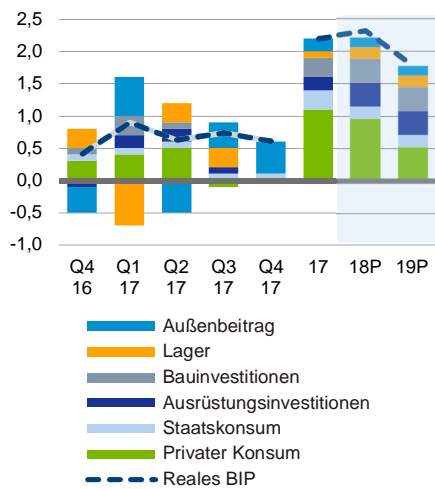
## Stagnation der Inlandsnachfrage in H2 2017 – wohl nur ein Verschauerer?

- Das BIP-Wachstum erreichte 0,6% gg. Vq. in Q4 2017, begleitet von Stimmungskennzeichen auf Höchstständen und gestützt von starken Auftragseingängen (3,5% gg. Vq. bzw. 1,9% gg. Vq. ohne Großaufträge). Allerdings stagnierte die inländische Endnachfrage nach einem fulminanten ersten Halbjahr im zweiten Halbjahr nahezu. Überdies enttäuschten die Stimmungskennzeichen im Februar, wie auch die harten Daten im Januar 2018.
- Seit Jahresende haben sich wohl als Reaktion auf die deutliche Euroaufwertung auch die Einschätzungen und die Erwartungen hinsichtlich des Exports etwas eingetrübt.
- Wir fühlen uns in unserer Erwartung bekräftigt, dass die konjunkturelle Dynamik wohl ihren Höhepunkt hinter sich hat. Angesichts des insgesamt weiterhin günstigen Konjunkturmilieus glauben wir aber nicht, dass sich hier schon eine substantielle Abkühlung abzeichnet.

### Außenhandel Hauptwachstumstreiber in Q4 2017

1

Wachstumsbeiträge zum realen BIP-Wachstum, gg. Vq., %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### BIP-Details Q4 2017 – Außenhandel mit stärkstem Wachstumsbeitrag

Die deutsche Volkswirtschaft ist im Schlussquartal 2017 mit robusten 0,6% gg. Vq. gewachsen und hat damit im Vergleich zu Q3 nur wenig an Dynamik eingebüßt. Damit lag es leicht über unserer Erwartung von 0,5%. Das statistische Bundesamt teilte zudem mit, dass das Ergebnis für das dritte Quartal auf 0,7% (0,8%) gg. Vq. revidiert wurde.

Der Außenhandel lieferte mit 0,5 Prozentpunkten den stärksten Wachstumsbeitrag. Dabei ist die Zunahme der Exporte um 2,7% gg. Vq. bemerkenswert, es war der höchste Quartalszuwachs in den vergangenen 7 Jahren. Hier schlug sich die kräftige Weltkonjunktur nieder, während die gut 10-prozentige Aufwertung des Euro gg. dem USD (Vorjahresvergleich) noch nicht spürbar war. Die Importe legten mit 2,0% gg. Vq. ebenfalls kräftig zu. Infolge der dynamischen Wirtschaftsentwicklung wurden vor allem Vorleistungs- und Konsumgüter eingeführt. Die Konsumausgaben des Staates stiegen um 0,5% gg. Vq. und steuerten damit die verbleibenden 0,1 Prozentpunkte zum Quartalswachstum von 0,6% bei. Die privaten Konsumausgaben sind auf dem hohen Niveau des Vorquartals verblieben. Die Konsumenten bestellten zwar fleißig im Internet- und Versandhandel, was zu einem Anstieg der realen Umsätze im Einzelhandel führte. Sie hielten sich jedoch beim Kauf von Informations- und Kommunikationstechnik zurück. Die Bruttoanlageinvestitionen verharrten auf dem Niveau des Vorquartals. Dabei stiegen die Investitionen in Anlagen und Ausrüstungen um 0,7% gg. Vq., die Bauinvestitionen gingen erneut leicht um 0,4% gg. Vq. zurück.

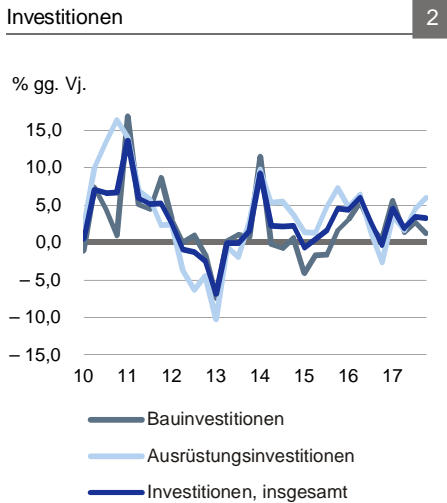
### Zwei Quartale ohne Wachstum bei privatem Konsum und Bau

Ein Blick auf die detaillierten Quartalsergebnisse zeigt ein Bild, das dem allgemeinen wirtschaftlichen Umfeld zu widersprechen scheint. Trotz anhaltend hohem Beschäftigungswachstum und einem Tarifverdienstanstieg in 2017 blieben die privaten Konsumausgaben in der zweiten Jahreshälfte nahezu unverändert. Die Entwicklung der Bauinvestitionen im 2. Hj. 2017 gibt ebenfalls zu denken, da sie bereits in Q3 real um 0,3% gg. Vq. zurückgegangen waren.



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

### Ausrüstungsinvestitionen gut, Bauinvestitionen schwächeln



Quelle: Statistisches Bundesamt

Vor dem Hintergrund des anhaltend guten wirtschaftlichen Umfeldes und der mit 87% gegenwärtig sehr hohen Kapazitätsauslastung der deutschen Volkswirtschaft fiel der vierte Quartalsanstieg in Folge bei den Ausrüstungsinvestitionen im Schlussquartal 2017 mit 0,7% doch etwas enttäuschend aus. Allerdings übertrafen sie ihren Vorjahresstand um beindruckende 6%. Im Jahresdurchschnitt stiegen die Ausrüstungsinvestitionen real um 4% gegenüber 2016 an. Dies passt in das Bild der sehr guten Einschätzungen von Lage und Geschäftserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe. Mit der Datenveröffentlichung des Statistischen Bundesamtes wurde auch eine Revision des dritten Quartals auf 1,3% gg. Vq. (1,5%) und des ersten Quartals auf 2,6% gg. Vq. (2,3%) bekannt gegeben. Dies kann auch als Indiz für die Schwierigkeiten der Statistik gedeutet werden, den dynamischen Verlauf adäquat zu messen.

Die Bauinvestitionen zeigten sich in Q4 mit -0,4% gg. Vq. das zweite Mal in Folge schwächer. Im Vergleich zum Vorjahresquartal wuchsen sie lediglich um 1,3%. Auf Jahressicht stiegen die Bauinvestitionen real um 2,7% gegenüber 2016 an. Die Schwäche der Bauinvestitionen im 2. Hj. 2017 geht einher mit einem Produktionsrückgang im Baugewerbe von 1% in Q4. Insbesondere der Dezember zeigte ein schwaches Ergebnis der Bauleistung im Bauhauptgewerbe. Darin könnten sich die Auswirkungen von Kapazitäts- und Lieferengpässen im Bausektor widerspiegeln. Dies deckt sich auch mit der hohen Auslastung im Bauhauptgewerbe von 77% in Q4, die im Februar 2018 nochmals auf 80,4% gg. Vm. anstieg (Ausnutzungsgrad Baumaschinen mit 82,6% gg. Vm. auf Allzeithoch). Ein solcher Hochbetrieb bedeutet natürlich auch eine starke Beanspruchung des Personals. Nach einer Sonderumfrage des ifo-Institutes gaben im Oktober 74% der befragten Unternehmen des Bauhauptgewerbes an, dass bei ihnen Überstunden geleistet wurden. Diese könnten viele Arbeitnehmer zum Jahresende „abgefeiert“ haben, was auch bremsend auf die Bautätigkeit in Q4 gewirkt haben könnte. Anekdotische Evidenz deutet zudem auf zwei Flaschenhälse hin, die den Bausektor behinderten und teilweise auch immer noch vorhanden sind. Bedingt durch die meist gute Witterung in den Wintermonaten konnten die Baustoffhersteller nur geringe Pufferbestände aufbauen. Die kontinuierliche Nachfrage dürfte gerade in Ballungsgebieten immer wieder zu langen Lieferzeiten und damit zu einer Behinderung der Bautätigkeit geführt haben. Zum anderen hat dies scheinbar auch die Speditionen kurzfristig an ihre Kapazitätsgrenzen gebracht, sodass auch hier weitere Wartezeiten in der Lieferkette entstanden sind. Zudem leidet auch die Logistikbranche unter regionaler Arbeitskräfteknappheit.



Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt,  
Deutsche Bank Research

### Kapazitätsengpässe beim Bau führen zu Verzögerungen und Preissteigerung

Unter dem Strich zeigte der Bausektor damit in der zweiten Jahreshälfte 2017 exemplarisch, welche kurzfristigen Bremseffekte in einer Hochkonjunkturphase entstehen können. Nicht zu vernachlässigen ist auch der aus dem Nachfrageüberhang resultierende Preiseffekt. So zeigten die letzten PMI-Umfragen für den Bausektor einen starken Preisauftrieb. Die Einkaufspreise legten zu Jahresbeginn so stark zu, wie zuletzt vor sieben Jahren. Die hohe Nachfrage führte dazu, dass die Unternehmen aber auch ihre Verkaufspreise so stark anheben konnten, wie zuletzt im Jahr 2011. Der starke Auftragseingang in Q4 von 12,2% gg. Vq. sowie die Reichweite der Auftragsbestände im Bauhauptgewerbe von gegenwärtig durchschnittlich 3,5 Monaten lassen für das folgende Quartal dennoch eine dynamischere Entwicklung der Bauinvestitionen erwarten. Dafür spricht auch, dass nach Angaben des ifo Instituts Bauunternehmen vermehrt planen, in den kommenden Monaten neues Personal einzustellen. Aufgrund der



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

Ifo Geschäftsklima & Investitionen

4



Quellen: ifo, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

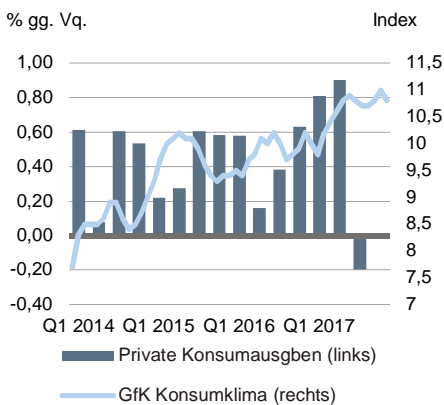
bereits bestehenden regionalen Arbeitskräftemangel könnte sich dies allerdings als schwierig erweisen. Hinzu kommen die Tarifverhandlungen für rund 700.000 Angestellte des Bauhauptgewerbes. Um den Gewerkschaftsforderungen Nachdruck zu verleihen, könnte es zu Arbeitsniederlegungen kommen. Eine Anpassung der Fertigungs- und Maschinenkapazitäten an den hohen Auslastungsgrad sollte auch die Ausrüstungsinvestitionen befeuern.

### Privater Konsum mit Zurückhaltung in der zweiten Jahreshälfte

Ungeachtet des hohen Beschäftigungswachstums im vierten Quartal verharrete der private Konsum auf Vorquartalsniveau. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg im Schlussquartal 2017 auf rund 44,7 Millionen. Das waren 642.000 Personen mehr als ein Jahr zuvor. Im Gesamtjahr lag der Anstieg gegenüber dem Vorjahr damit bei 1,5%. Daneben setzte sich auch das Lohnwachstum fort. Die Tariflöhne auf Stundenbasis (ohne Einmalzahlungen) wuchsen um 1,9% (Bundesbank) gegenüber dem Vorjahresquartal. Verglichen mit der Effektivlohnentwicklung von 2,9% ergibt sich eine Lohndrift von 1%. Trotz dieser günstigen Entwicklung waren die privaten Konsumausgaben nahezu unverändert. Damit blieben sie in der zweiten Jahreshälfte hinter den Erwartungen zurück.

Privater Konsum schwach im 2. Hj. 2017

5



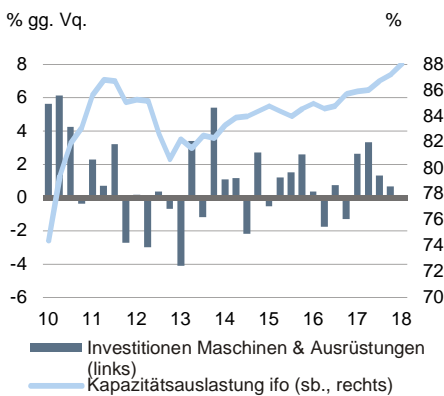
Quellen: Deutsche Bundesbank, GfK, Deutsche Bank Research

### Privater Konsum mit Zurückhaltung in Q4 2017 – Nachholeffekte erwartet

Im Gegensatz dazu zeigt das Verbrauchervertrauen ein bemerkenswert gegensätzliches Bild. Im Quartalsvergleich stieg es seit Q4 2015 kontinuierlich an. In Q1 2018 erreichte es einen Höchststand von fast 11 Punkten. Aus den Detailangaben geht hervor, dass die Konsumenten die konjunkturelle Lage und die Erwartungen wohl überaus positiv einschätzen. Das zeigt sich auch in der hohen gemeldeten Anschaffungsneigung von 58,8 Punkten im Schlussquartal 2017 (Q3: 56,6). Daher ist die Frage, warum die Konsumpläne ihrer Umsetzung harrten, umso spannender. Die GfK gibt dazu an, dass die lange Regierungsbildung möglicherweise zu einer stärkeren Verunsicherung geführt hat. Weitere Umfragen deuten auch auf einen negativen Effekt der Diskussionen um die Fahrverbote für Diesel-Pkws hin. Die starke Entwicklung der privaten Konsumausgaben zu Beginn des Jahres 2017 sollte auch nicht unberücksichtigt bleiben. Eine gewisse Zurückhaltung nach dem starken 1. Hj. 2017 wäre auch nicht ungewöhnlich (Q1: 0,8% gg. Vq., Q2: 0,9% gg. Vq.). Das würde auf eine dynamischere Entwicklung der privaten Konsumausgaben in den Folgequartalen schließen lassen.

Kapazitätsauslastung

6



Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Deutscher Konjunkturzyklus ungebrochen – Prognose 2018 mit Aufwärtsrisiken

Die deutsche Volkswirtschaft hat ihre konjunkturelle Dynamik über den Jahreswechsel hinaus beibehalten. Auch wenn die jüngsten PMI- (Composite Feb: 57,6 gg. Jan: 59) und ifo-Umfrageergebnisse (Geschäftsklimaindex Feb: 115,4 gg. Jan: 117,6) der Gewerblichen Wirtschaft für den Februar einen Rückgang verzeichneten, liegen sie dennoch auf hohen Niveaus. Die gut 10-prozentige Aufwertung des Euro gg. dem USD (Vorjahresvergleich) hat wohl seit Jahresende 2017 die Einschätzungen und die Erwartungen hinsichtlich der Exporte nun doch etwas eingetrübt. Die harten Wirtschaftsdaten zur Industrieproduktion (-0,1% gg. Vm.) und zum Auftragseingang (-3,9% gg. Vm.) im Januar zeigten sich ebenfalls schwach. Insgesamt spricht dennoch vieles dafür, dass die Industrie vermehrt Erweiterungsinvestitionen vornehmen wird. Mit Blick auf das weltwirtschaftliche Umfeld, aber insbesondere auf die fortschreitende Erholung

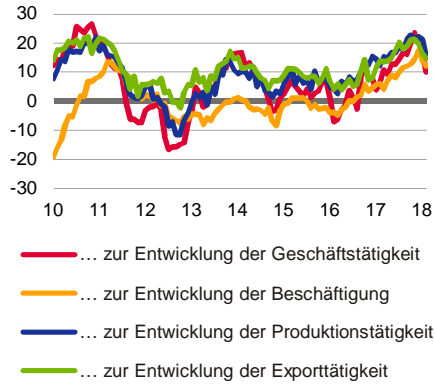


## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

### Immer noch positive Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe

7

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

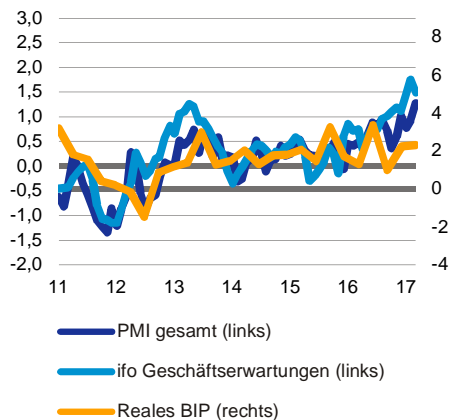


Quelle: ifo Institut

### BIP-Wachstum und Frühindikatoren

8

Deutschland; standardisierte Werte (links); % gg. Vj. (rechts)



Quellen: IHS Markit, ifo, Statistisches Bundesamt

der Eurozone, sehen wir für unsere Wachstumsprognose von 2,3% für das laufende Jahr keinen Anpassungsbedarf, zumal die deutsche Volkswirtschaft mit einem Wachstumsüberhang von 1% in das neue Jahr gestartet ist. Die Wachstumsimpulse dafür dürften – trotz der jüngsten Flaute – hauptsächlich vom privaten Verbrauch und den Investitionen kommen.

Aus deutscher Sicht ist mit der nun absehbar erfolgreichen Regierungsbildung ein Unsicherheitsfaktor der letzten Monate entfallen. Der Verlauf der Tarifverhandlungen im Öffentlichen Dienst und im Bauhauptgewerbe zählt zu den wichtigen inländischen Themen des ersten Quartals 2018. Der unerwartet hohe Abschluss in der Metall- und Elektroindustrie (3,9% in 2018) dürfte die Erwartungen der Beschäftigten zusätzlich angeheizt haben. Beide Tarifabschlüsse könnten den inländischen Zyklus zumindest kurzfristig sogar weiter stärken. Aus internationaler Perspektive stellen die jüngsten Zollpläne der USA und ihre Auswirkungen auf die deutsche Volkswirtschaft ein Risiko für die Exporte dar.

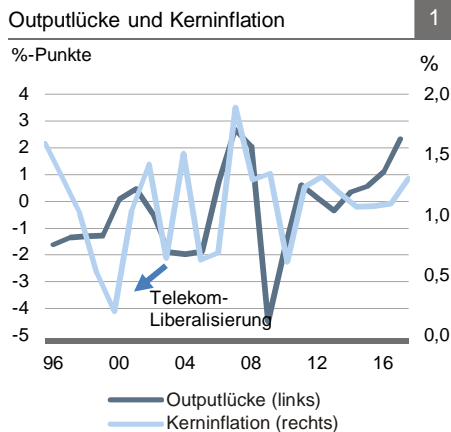
Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)



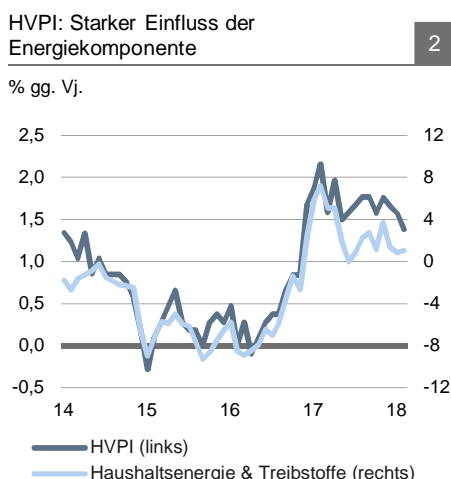
## Deutsche Inflation: Zunächst wohl nur Normalisierung

- Die boomende Wirtschaft und die kräftigen Einkommenssteigerungen der laufenden Lohnrunde dürften die Kerninflation von aktuell knapp 1 ½% in Richtung 2% treiben.
- Die Inflationsrate insgesamt dürfte dahinter zurückbleiben, da sich sowohl bei den Preisen für Nahrungsmittel als auch für Energie nach deutlichen Anstiegen im Vorjahr nunmehr – nicht zuletzt dank der Euroaufwertung – eine Beruhigung abzeichnet.
- Allerdings könnten sich aufgrund weltweit zunehmend knapper werdender Kapazitäten und des Verlassens des globalen demografischen „sweet spots“ die disinflationären Impulse der vergangenen Jahre demnächst umdrehen. Damit überwiegen bei unserer Inflationsprognose klar die Aufwärtsrisiken.

Angesichts des Gewichts der deutschen Volkswirtschaft innerhalb der EWU (28,1% gemessen am EWU HICP) und der weit fortgeschrittenen Position der deutschen Wirtschaft im aktuellen Zyklus beobachtet nicht nur die EZB die aktuelle Inflationsentwicklung in Deutschland mit sehr großem Interesse. Die deutsche Potenziallücke ist schon seit gut vier Jahren geschlossen. Ende letzten Jahres dürfte die gesamtwirtschaftliche Überauslastung bereits mindestens zwei Prozentpunkte betragen haben. Eine derartige Überauslastung sollte, analog der Logik der Phillips-Kurve am Arbeitsmarkt, zu Preisdruck in der Wirtschaft führen. Tatsächlich ist die Inflationsrate im Durchschnitt des Jahres 2017 erstmals wieder deutlich auf 1,8% gestiegen (nationale Definition), nachdem sie in den drei vorherigen Jahren jeweils unter 1% lag (0,9%, 0,3% und 0,5%). Allerdings wird die Gesamtinflation sehr stark durch die volatilen Komponenten Nahrungsmittel und Energie (Haushaltsenergie und Kraftstoffe) bestimmt, die ein Gewicht von jeweils rund 10% besitzen. Der Verlauf der Kernrate (ohne Nahrungsmittel und Energie) verlief dagegen wesentlich ruhiger: Von 1,4% in 2014 gab sie in den beiden Folgejahren leicht auf 1,2% nach und ist in 2017 wieder auf 1,4% gestiegen.



Quellen: Eurostat, OECD



Quellen: Deutsche Bank Research, Deutsche Bundesbank

### Anstieg der Gesamtinflation bis dato durch volatile Gütergruppen verursacht

Dieser stabile Verlauf lässt vermuten, dass die von der EZB bis Ende 2016 thematisierten Deflationsrisiken<sup>1</sup> zumindest für Deutschland nicht bestanden haben. Die Trägheit der Kernrate zeigt aber auch, dass die deutlich gestiegene gesamtwirtschaftliche Auslastung noch keinen spürbaren Inflationsdruck erzeugt hat. Dies liegt nicht zuletzt an der zumindest bis 2017 sehr verhaltenen Lohnentwicklung. Die Tariflöhne (Stundenbasis) sind in den letzten drei Jahren lediglich mit knapp über 2% p.a. gestiegen (2017: 2,1%). Die Effektivlöhne aller Arbeitnehmer haben nur unwesentlich stärker um gut 2 ½% zugelegt (2017: 2,8%). Allerdings hat sich der Abstand zwischen beiden Reihen (Lohndrift) seit 2016 wieder leicht ausgeweitet.

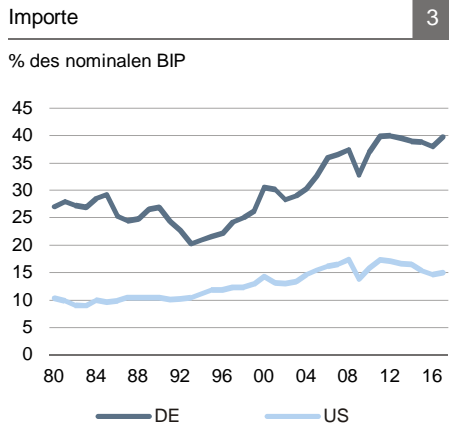
### Offenheit der deutschen Volkswirtschaft dämpfte den Lohnanstieg

Der Zusammenhang zwischen Outputlücke und Inflation ist genauso wie der Phillips-Kurven-Ansatz ein nationales Konzept, dass die deutlich gestiegenen

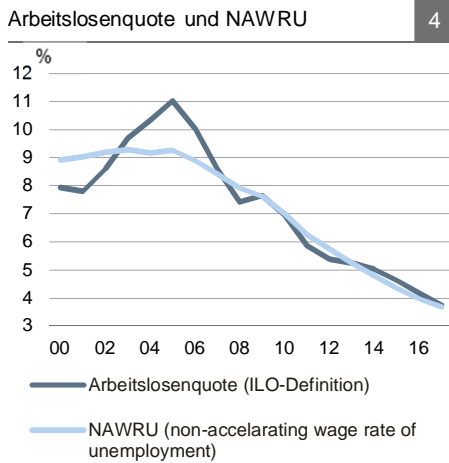
<sup>1</sup> Reuters, ECB says no longer sees deflation risks in euro zone, 09.03.2017



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation



Quellen: Statistisches Bundesamt, Haver



Quellen: AMECO, OECD



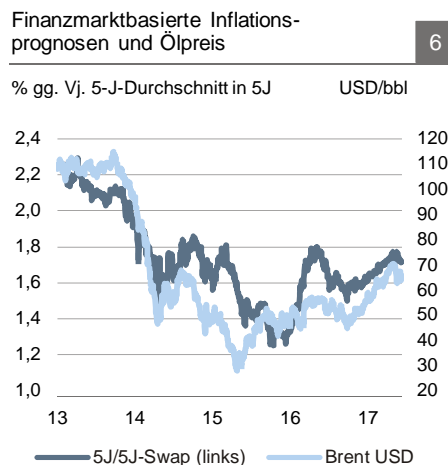
Quellen: EU-Kommission, Statistisches Bundesamt

internationalen Verflechtungen gerade der deutschen Wirtschaft nur unzureichend berücksichtigt. Die Importe betragen 2017 39,7% des deutschen BIPs. Ein erheblicher Teil davon ist dem intraindustriellen Handel zuzurechnen, was einen hohen Grad der Substitution von inländischer Wertschöpfung durch Importe ermöglicht. Bei bis zuletzt deutlich niedrigeren Auslastungsgraden wichtiger Handelspartner (Eurozone!) gab es somit einen hohen Grad an aktueller und latenter Importkonkurrenz, die den Lohnanstieg trotz rapide sinkender Arbeitslosenquoten in Deutschland gedeckelt haben dürfte.

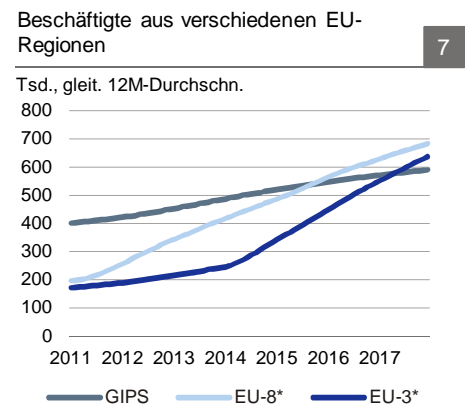
Überdies lässt der „einfache“ Phillipskurven-Zusammenhang die verbesserten Angebotsbedingungen am deutschen Arbeitsmarkt außer Acht. Die Arbeitsmarktreformen im Rahmen der Agenda 2010 dürften die Flexibilität am deutschen Arbeitsmarkt deutlich erhöht haben und zu einem flacheren Verlauf der Phillipskurve geführt haben, d.h. ein Rückgang der Arbeitslosenquote bewirkt im Vergleich zu früheren Jahren (nur) einen geringeren Lohnanstieg. Damit dürfte auch die strukturelle Arbeitslosigkeit gesunken sein. Nach Schätzungen der EU-Kommission ist die NAWRU (non-accelerating wage rate of unemployment) – das Niveau der Arbeitslosenquote, deren Unterschreiten zu einer Beschleunigung der Lohnentwicklung führt – seit Anfang der 2000er Jahre von über 9% auf aktuell unter 4% gefallen. Die tatsächliche Arbeitslosenrate lag in den letzten Jahren über der NAWRU und ist erst 2017 mit einem Jahresdurchschnitt von 3,8% (ILO-Abgrenzung, in % der gesamten Erwerbsbevölkerung) mit ihr konvergiert. Allerdings sind derartige Schätzungen in gewisser Weise tautologisch, da eine Lohnmoderation, die nicht durch andere identifizierbare Schocks erklärt werden kann, in der Logik dieses Ansatzes nur bedeuten kann, dass die entsprechende Schwelle gesunken sein muss. Dabei dürfte auch eine Rolle gespielt haben, inwieweit die außergewöhnlich niedrigen Inflationsraten und die damit einhergehenden Kaufkraftgewinne zu einer Lohnmoderation beigetragen haben.

## Das Henne-Ei-Problem der Inflation

Dies führt zu der fundamentalen Frage, in welche Richtung die Kausalität zwischen Löhnen und Inflation wirkt. Im Keynesianischen Konzept der „cost-push“-Inflation, auf dem auch die Vorstellung der Phillipskurve basiert, wirken die Löhne auf die Inflation. In der Neukeynesianischen Interpretation allerdings hängt der Lohnanstieg neben der Arbeitslosenquote auch von den Inflationserwartungen ab, d.h. die Kausalität läuft in beide Richtungen; ein Ergebnis, das sich auch in den meisten statistischen Überprüfungen des Zusammenhangs zeigt.



Quellen: Haver, Thomson Reuters



\* Am 1. Mai 2004 beigetretene osteuropäische Länder  
\*\* Bulgarien, Rumänien, Kroatien  
Quelle: BA





## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

Allerdings ist die „Messung“ der Inflationserwartungen problematisch. Umfragebasierte Ansätze zeigen, dass häufig die jüngste Entwicklung fortgeschrieben wird (adaptive Erwartungsbildung).

Finanzmarktbasiertere Ansätze führen aufgrund von Herdenverhalten öfter zu extremen Ergebnissen mit geringer Plausibilität. Überdies zeigt sich, dass die deutschen Gewerkschaften bei der Ableitung ihrer Lohnforderung – zumindest in Phasen niedriger Inflation – das Inflationsziel der EZB von knapp unter 2% und nicht eine möglicherweise niedrigere Inflationsprognose benutzt haben.

Die Offenheit der deutschen Volkswirtschaft hat neben der erhöhten Importsubstitution zuletzt auch direkt bei der Faktorausstattung dämpfend auf die Inflationsentwicklung gewirkt. Seit 2010 haben mehr als 1,7 Mio. EU-Bürger in Deutschland eine sozialversicherungspflichtige Beschäftigung aufgenommen, was sicherlich den Lohnanstieg gebremst hat, indem es einen ansonsten noch stärkeren Rückgang der Arbeitslosigkeit verhindert hat. Dieser Zustrom dürfte sich mittlerweile aufgrund der besseren Arbeitsmarktsituation in der übrigen EU deutlich verringert haben. Zudem könnte die nunmehr schon einige Jahre wieder zunehmende Regulierung am deutschen Arbeitsmarkt auch zu einem Wiederanstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit führen.

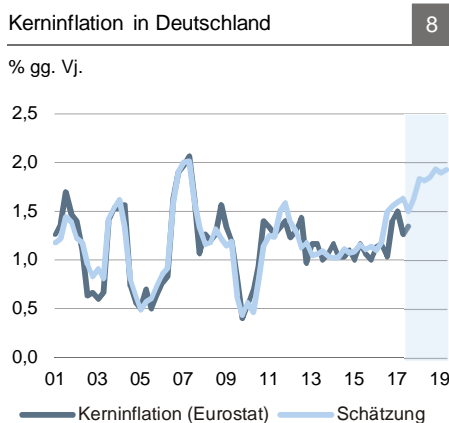
### Deutlicher Lohnanstieg für 2018 erwartet

In der Tat legt gerade der jüngste Tarifabschluss in der Metallindustrie mit einem Tariflohnanstieg von 3,9% im Jahr 2018 eine deutliche Beschleunigung der Lohnentwicklung nahe, hinter dem weitere wichtige Abschlüsse der laufenden Tarifrunde kaum (Bau) oder nur unwesentlich (Öffentlicher Dienst) zurückbleiben dürften. Allerdings sind rund  $\frac{2}{3}$  der 2018 wirksamen Tarifierhöhungen bereits 2017 – mit noch deutlich niedrigeren Raten – abgeschlossen worden, so dass der Anstieg der Tariflöhne insgesamt im laufenden Jahr bei bestenfalls 3% liegen dürfte. Angesichts einer zunehmenden Lohndrift dürften allerdings die Effektivlöhne um knapp 4% klettern.

### Kernrate dürfte wieder anziehen

Damit deutet sich bei den beiden wichtigsten inländischen Bestimmungsfaktoren der Kerninflation eine spürbare Beschleunigung an. Nach unseren Schätzungen beeinflussen sowohl die Outputlücke als auch der Lohnanstieg die Kerninflation am deutlichsten mit einer Verzögerung von vier Quartalen und mit relativ geringen Koeffizienten von 0,15 (Löhne) bzw. 0,1 (Outputlücke). Allerdings dürften nachlassende Raten bei den Importpreisen den Anstieg der Kerninflation bremsen. Importpreise – insbesondere für Rohöl (aber auch Nahrungsmittel) – schlagen sich zwar relativ zeitnah in der volatilen Energiekomponente der Teuerungsrate insgesamt nieder, sie beeinflussen aber auch mit einer deutlicheren Zeitverzögerung die Kernrate. Die deutliche Verlangsamung des Importpreisanstiegs im Verlauf von 2017 (von 7,4% im Februar auf 1,1% zu Jahresende) dürfte daher die Kerninflation 2018 dämpfen. Zudem dürfte unter unserer Annahme einer kontinuierlichen Aufwertung des EUR gegenüber dem USD auf USD/EUR 1,35 Ende 2019 die Wechselkursentwicklung den weiteren Importpreisanstieg (in EUR gerechnet) reduzieren, zumal wir auch einen eher wieder leicht sinkenden Ölpreis unterstellen. Zwar sind auch die Rohstoffpreise ohne Energie (in EUR) in den letzten Monaten leicht gestiegen, insgesamt wird aber – trotz der dynamisch wachsenden Weltwirtschaft – eher mit einer Stabilisierung im Jahresdurchschnitt gerechnet (OECD, Weltbank).

Damit dürfte die Kerninflation im Jahresdurchschnitt 2018 auf knapp 1  $\frac{3}{4}$ % steigen und 2019 nahe der 2%-Marke liegen. Beide Prognosen liegen deutlich über dem Durchschnitt der letzten 20 Jahre von 1,1%. Eine Rate von 2% im Jahr



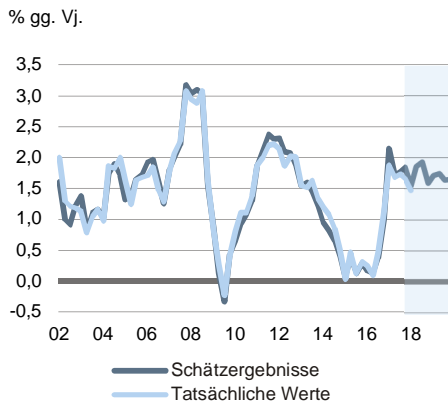
Quellen: Europäische Kommission, Deutsche Bank Research



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

Deutschland: Prognose Verbraucherpreisindex

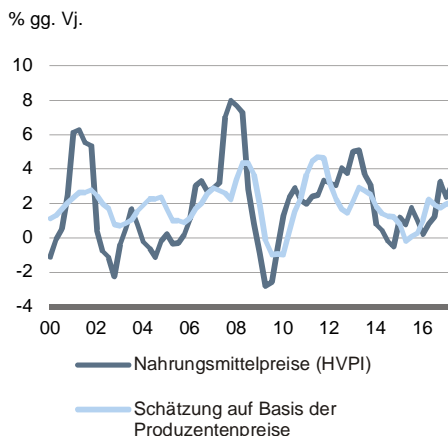
9



Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat

Nahrungsmittelpreise

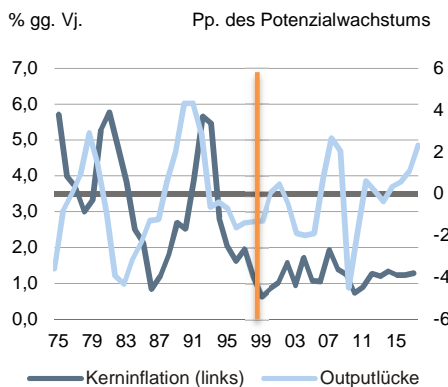
10



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Outputlücke und Kerninflation:  
Gelockerter Zusammenhang

11



Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

2019 würde der Kerninflation des Jahres 2007 entsprechen, dem stärksten Anstieg während der letzten beiden Dekaden.

### Dämpfende Energiepreise halten Inflation im Jahresdurchschnitt 2018 und 2019 wohl unter 2%

Die Gesamtinflation dürfte in beiden Jahren bei rund 1 3/4% liegen, da sich (wie oben beschrieben) der Anstieg bei den Energiepreisen deutlich verlangsamen sollte, wozu neben einem leichten Rückgang der Ölpreise (in Euro gerechnet) auch sinkende Strompreise dank einer minimal niedrigeren EEG-Umlage beitragen dürften<sup>2</sup>. Auf Basis unserer Annahmen für USD/EUR und den Ölpreis dürften die Energiepreise im Vorjahresvergleich im 2. Quartal zunächst noch einmal leicht anziehen, spätestens im 4. Quartal aber unter ihren Vorjahresstand fallen. Nahrungsmittelpreise, die zweite Komponente, die in der Kernrate nicht berücksichtigt wird, sind selbst auf kurze Sicht, etwa auf Basis der Vorstufen (Rohstoff-, Import- oder Produzentenpreise von Nahrungsmitteln) kaum prognostizierbar. Allenfalls die Produzentenpreise scheinen der Entwicklung auf der Verbraucherebene mit etwa drei Quartalen vorzulaufen. Dieser Zusammenhang kann aber bestenfalls eine Indikation über die Richtung der Nahrungsmittelpreise geben, für ein Schätzmodell ist er – auch mit Blick auf die Verzögerung – zu instabil. Damit muss diese Komponente für die Schätzung der Gesamtinflation „gesetzt“ werden. Wir unterstellen, dass sich der Preisaufrtrieb bei den Nahrungsmitteln von 3,1% 2017 auf Raten von 2% abschwächt.

### Risiken: Annahmen und Strukturveränderungen

Angesichts der Fehlermarge bei Wechselkurs- und Ölpreisprognosen sind die erheblichen Risiken für derartige Inflationsschätzungen offensichtlich. Unterstellt man einen konstanten USD/EUR-Wechselkurs von 1,23 anstatt des von uns erwarteten Anstiegs auf USD/EUR 1,28 Ende dieses Jahres und USD/EUR 1,35 Ende 2019 (Baseline-Annahme), würde die Inflation im laufenden Jahr gegenüber Baseline kaum höher ausfallen, da die Aufwertung im Jahresdurchschnitt mit 6,9% nur unwesentlich unter der des Baseline-Szenarios (8,9%) liegen würde. 2019 würde dann der gg. Vorjahr unveränderte Wechselkurs (Baseline: weitere Aufwertung um 6%) zu einer um 0,1pp höheren Inflationsrate führen. Würde zudem der Ölpreis um USD 10 über Baseline liegen, ergäben sich für beide Jahre Inflationsraten von 2%, in H2 2018 könnten 2 1/4% bis 2 1/2% erreicht werden.

Wir haben unser einfaches OLS-Modell zur Inflation (Veränderung gg. Vorjahr, Quartalsbasis) ab 2001 geschätzt, d.h. aufgrund der Lag-Struktur faktisch ab 2002. Ein früherer Startpunkt führt zu deutlich schlechteren Schätzergebnissen. Dabei könnten neben der Euro-Einführung die massiven Preissenkungen für Telekommunikationsleistungen (zwischen 1999 und 2001) eine Rolle spielen. Der Schätzzeitraum umfasst damit die letzte Phase der sogenannten „großen Moderation“, also die Zeit, in der die Schwankungen bei Wachstum und Inflation massiv gesunken sind und die Effekte der zunehmenden Globalisierung die Verbraucherpreisinflation trotz kräftigen Wachstums außergewöhnlich niedrig gehalten hat. Prominente Zentralbankvertreter vermuteten überdies, dass strukturelle Veränderungen (wie beispielsweise eine höhere Glaubwürdigkeit der Zentralbanken) zu niedrigeren Inflationserwartungen und damit auch geringerer Inflation beigetragen haben könnten<sup>3</sup>. Ab 2009 wurde die Entwicklung dann

<sup>2</sup> Strompreis für Verbraucher geht leicht zurück, FAZ vom 21.02.2018

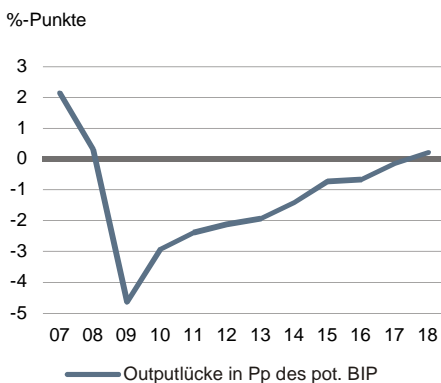
<sup>3</sup> The Federal Reserve Board, The Great Moderation, Remarks by Governor Ben S. Bernanke, Februar 2004



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

Industrielländer: Wieder über Potenzial

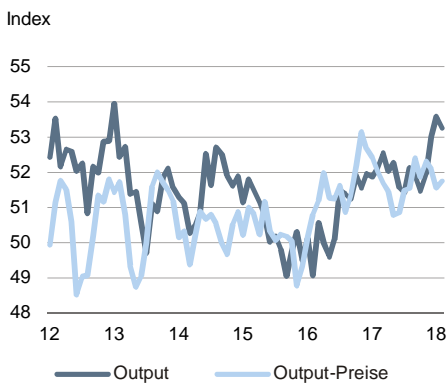
12



Quelle: IWF

Schwellenländer: Mehr Dynamik

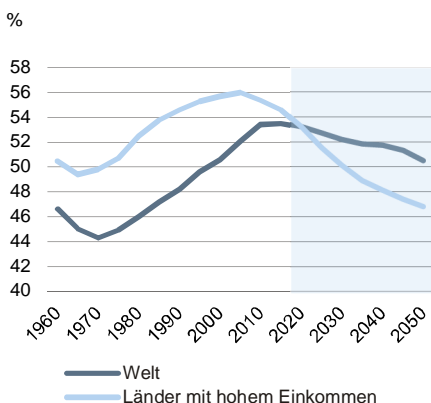
13



Quelle: IHS Markit

Anteil der Altersgruppe 20-60 Jahre

14



Quellen: Deutsche Bank Research, UN

stark durch die disinflationären Effekte der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise geprägt. Zwar konnte der Wachstumseinbruch in Deutschland sehr schnell überwunden werden, aber die anhaltende Schwäche in wichtigen Schwellenländern und in der Eurozone, wo die Rezession erst 2013 überwunden wurde, dürfte sich aufgrund der Offenheit auch auf die deutsche Inflationsentwicklung dämpfend ausgewirkt haben.

### Globale Kapazitätsreserven schrumpfen

In den vergangenen vier Jahren hat sich die Outputlücke in den entwickelten Volkswirtschaften deutlich reduziert. Der IWF erwartet für diese Ländergruppe für das Jahr 2018 erstmals seit 9 Jahren wieder eine über dem Potenzialniveau liegende Produktion. Die PMIs der großen Schwellenländer zeigen, dass auch hier die konjunkturelle Dynamik in den letzten eineinhalb Jahren deutlich gestiegen ist. Die Einschätzungen zu den Verkaufspreisen im Rahmen der Umfragen unter Einkaufsmanagern (PMIs) sind in den großen Industrieländern seit letztem Jahr deutlich gestiegen. In den Schwellenländern zeichnet sich mit Ausnahme Chinas, wo die Einschätzungen seit letztem Sommer deutlich nachgegeben haben, eine ähnliche Entwicklung ab. Damit dürfte die globale Unterauslastung der Kapazitäten zunehmend zurückgehen und somit die Substitutionsmöglichkeiten im Falle von Flaschenhälsen in Deutschland verringern. Auf globaler Ebene könnte dies durch einen selbstverstärkenden Prozess zu einer insgesamt dynamischeren Preisentwicklung beitragen.

### Demografische Entwicklung dürfte Inflation nicht mehr dämpfen

Neben der globalen konjunkturellen Entwicklung könnte aber die Umkehr eines wichtigen strukturellen Trends zu einer wieder zunehmenden Inflationsdynamik führen. In einem Working Paper weist die BIZ darauf hin, dass zwischen 1990 und 2014 das globale Erwerbspersonenpotenzial um 120% auf rund 1,9 Mrd. Menschen gestiegen ist, wobei die Zunahme hauptsächlich durch China und Osteuropa verursacht wurde (von 820 Mio. auf 1120 Mio.)<sup>4</sup>. Nach Prognosen der Weltbank dürfte der Anteil der potenziellen Erwerbspersonen an der Gesamtbevölkerung mittlerweile zu sinken beginnen und damit der demografische „sweet spot“ bereits hinter uns liegen. Dies zeigt eine weitere in dem Working Paper zitierte Studie, die den Effekt der Bevölkerungsstruktur auf die Inflation verdeutlicht<sup>5</sup>. Danach wirken die Bevölkerungsanteile der in der Regel Nichterwerbstätigen (im Alter von unter 20 und über 60 Jahren) inflationssteigernd, während der Anteil der Personen im erwerbsfähigen Alter die Inflation deutlich dämpft.

### Inflationsrisiken durch die Geldpolitik

Im Gegensatz zu dem vielerorts prognostizierten massiven Anstieg der Inflationsrate haben wir bereits früh darauf hingewiesen, dass von der unorthodoxen Geldpolitik – zumindest in ihren Anfangsjahren – nur geringe Inflationsrisiken

<sup>4</sup> BIS Working Papers No 656, Demographics will reverse three multi-decade global trends, Charles Goodhart und Manoj Pradhan, August 2017

<sup>5</sup> Birbeck Working Papers No 1501, Demographic structure and macroeconomic trends, Y. Aksoy, et al., 2015

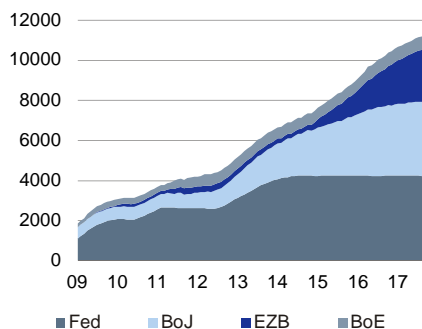


## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

Wertpapierkäufe der G4-Notenbanken

15

Mrd. USD



Quelle: Thomson Reuters

ausgegangen sind<sup>6</sup>. Mittlerweile dürften die Risiken aber in dem Maße zunehmen, wie nicht zuletzt die EZB einen längst angebracht erscheinenden Ausstieg aus ihrer ultralockeren Politik hinauszögert<sup>7</sup>.

Dagegen ist derzeit noch weitgehend unklar, wie groß der Effekt der Digitalisierung auf die Inflationsentwicklung sein könnte. Das betrifft einerseits technische und methodische Schwierigkeiten bei der Erfassung von Preisen und der Berechnung der Inflation. Diese sollten nach Ansicht von Statistikbehörden aber derzeit keine erheblichen Fehleinschätzungen verursachen<sup>8</sup>. Darüber hinaus könnte die Digitalisierung über eine erhöhte Preistransparenz und eine gestiegene Zahl von Beschaffungskanälen den Wettbewerb verschärfen und damit disinflationär wirken. Dieser Effekt muss aber nicht von Dauer sein, so könnte die gerade durch die Digitalisierung begünstigte Konzentration in der Online-Wirtschaft letztlich wieder zu höheren Margen und Preisen führen. Noch schwieriger dürfte es sein, die langfristigen Effekte auf die Produktivität durch kosteneffizientere Technologien und Fertigungsverfahren zu beurteilen.

Man sieht also, dass die Inflationsentwicklung noch viele Fragen bereithält. Nicht nur, was den eher kurzfristigen und zyklischen Ausblick betrifft, sondern auch mit Blick auf die strukturellen, eher langfristig wirkenden Faktoren. Dies erklärt wohl auch den sehr nüchternen Titel einer Präsentation von Claudio Borio, dem Leiter der Abteilung „Geldpolitik und Wirtschaft“ bei der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, im letzten Jahr, der da lautete: „How much do we really know about inflation?“<sup>9</sup> Allerdings nehmen seit einiger Zeit die Anzeichen für eine Beschleunigung der Inflationsentwicklung weltweit zu, sodass trotz der Vielzahl offener Fragen sowohl für die Notenbanken als auch für die Investoren eine entsprechende Anpassung ihrer jeweiligen Strategien zunehmend überfällig erscheint.

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

<sup>6</sup> DB Research, „Wie bedrohlich sind die mittelfristigen Inflationsrisiken?“, B. Gräf und S. Schneider, April 2009

<sup>7</sup> Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2017/18, Für eine zukunftsorientierte Wirtschaftspolitik, III. Kapitel, 2017

<sup>8</sup> Statistisches Bundesamt, Methodeninformation, Auswirkungen der Digitalisierung auf die Preisstatistik, 2016

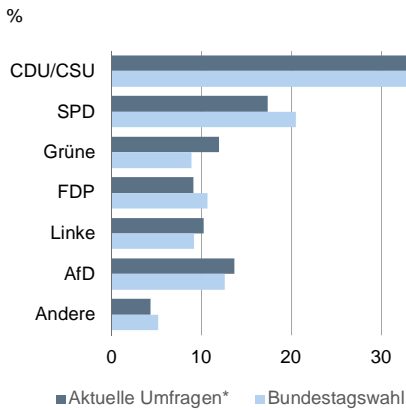
<sup>9</sup> Claudio Borio, „How much do we really know about inflation“, BIS 87th Annual General Meeting, 2017



## Koalitionsvertrag – Zukunft geht anders<sup>10</sup>

Aktuelle Stärke der Parteien & Ergebnis der Bundestagswahl 2017

1



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

Quelle: Wahlrecht.de

Von Anfang an standen die Verhandlungen unter einem ungünstigen Stern. Dazu hat zunächst die Verweigerung einer Neuauflage der Groko seitens der SPD-Führung beigetragen. Dann führten die teilweise diametral entgegengesetzten Interessenlagen der Beteiligten, vermeintlich üppige finanzielle Spielräume und das Desinteresse der Bevölkerung an grundlegenden Reformen zu einem in vielen Teilen widersprüchlichen Maßnahmenkatalog, der insgesamt den Einfluss des Staates in Wirtschaft und Gesellschaft zu Lasten individueller Freiräume weiter erhöht.

In dieser Hinsicht ist auch der europapolitische Kurs der Regierung inkonsistent. Wettbewerbsfähigkeit und Wachstumskräfte sollen gestärkt werden, während gleichzeitig ein Rahmen für Mindestlohnregelungen und nationale Grundsicherung entwickelt und Mindestsätze für Unternehmenssteuern angestrebt werden. Zudem bleiben gerade bei wichtigen Vorschlägen wie dem Umbau des ESM in einen EWF und dem Vorantreiben der „fiskalischen Kontrolle und der wirtschaftspolitischen Koordinierung“ die entscheidenden Details offen.

In der Sozialpolitik wird erneut die „Vollkasko mentalität“ der Bürger bedient. Dabei wird der von der bisherigen Groko eingeleitete Trend vermehrter Regulierung am Arbeitsmarkt fortgesetzt, obgleich der demografische Wandel und die Digitalisierung mehr Flexibilität erfordern. Wesentliche sozialpolitische Vorhaben laufen darauf hinaus, auf mehr Nachhaltigkeit ausgerichtete Reformen des vergangenen Jahrzehnts – zumindest ein Stück weit – zurückzudrehen. Dementsprechend zählt die junge Generation in diesem Bereich einmal mehr zu den Verlierern einer Groko.

Mit der zweifellos notwendigen Investitionsoffensive in den Bereichen Bildung, Forschung & Entwicklung sowie Digitalisierung plant die neue Regierung, Deutschland zukunftsfest zu machen. Dazu bedürfte es aber mehr als staatlicher Gelder, nämlich hinreichenden Vertrauens in private Initiative sowie unternehmerischer Freiräume.

Fiskalische Spielräume sind derzeit vorhanden. Anstatt für konsequente steuerliche Entlastungen werden diese überwiegend für Ausgabenprogramme verwandt – was dem paternalistischen Staatsverständnis der Großkoalitionäre entspricht. Zudem dürften bei einer Normalisierung von Zinsniveau und Konjunktur bald wieder staatliche Finanzierungsdefizite entstehen.

Derzeit überwiegt die Erleichterung darüber, dass Deutschland wieder eine „ordentliche“ Regierung hat. Allerdings könnten sich wohl nicht nur die Koalitionäre bald fragen, ob der Preis nicht doch zu hoch war. Spekulationen über ein vorzeitiges Ende der Groko haben ja bereits begonnen, insbesondere da die Partner frühzeitig ihre Positionierung für die post-Merkel Zeit vorantreiben dürften. Sollbruchstellen gibt es jedenfalls genug.

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

<sup>10</sup> Kernthesen des gleichnamigen [Standpunkt Deutschland](#), Deutsche Bank Research, 5. März 2018



## EZB: Ein Schritt nach dem anderen

- Wir hatten mit einer weniger gravierenden Korrektur der Forward Guidance gerechnet. Tatsächlich jedoch verpackte die EZB wie bereits im vergangenen Oktober eine Ausstiegsentscheidung in so weitgehend unveränderte Formulierungen, dass die Finanzmarktbedingungen nicht restriktiver wurden. Nichtsdestotrotz bedeutet die Änderung der Forward Guidance, dass die Zentralbank ihren Ausstieg aus der QE vorantreibt. Damit folgt die EZB der von uns prognostizierten Reihenfolge: Die Bank hat die Reaktionsfunktion für die QE außer Kraft gesetzt und damit die Voraussetzungen geschaffen, um im Juni ein Auslaufen der Nettokäufe von Vermögenswerten für Dezember ankündigen zu können. Zugleich hält sie sich den Weg für einen ersten Zinsschritt im Juni 2019 offen.
- Der Ausstieg ist unseres Erachtens unvermeidlich. Er ist nur eine Frage des Zeitpunkts. Die EZB muss ihre Nettoanleihekäufe innerhalb der kommenden 12 bis 15 Monate beenden, um Engpässe an den Rentenmärkten zu vermeiden. Die günstigen Fundamentaldaten aus dem Euroraum haben ihr eine gute Gelegenheit zur Anpassung der Forward Guidance verschafft. Das Vertrauen der EZB in die Tragfähigkeit des Aufschwungs wächst. Bei der Normalisierung der Inflationsrate sieht sie noch Unwägbarkeiten; unseres Erachtens sind jedoch immer mehr Belege für eine Inflationsbeschleunigung zu erkennen. Wir beleuchten in diesem Artikel die entsprechenden Argumente.

**Anpassung der Forward Guidance.** Wir hatten damit gerechnet, dass die EZB ihre Reaktionsfunktion für QE neu formulieren und sagen werde, dass sie durch geldpolitische Maßnahmen (statt spezifisch durch QE) auf wirtschaftliche oder finanzielle Schocks reagieren werde. Die EZB verhielt sich jedoch falkenhafter als von uns erwartet und nahm den Verweis auf die QE-Reaktionsfunktion komplett aus der Forward Guidance heraus. Ansonsten lässt sich zur letzten Pressekonzferenz nicht viel sagen. Dies steht mit dem langsamen und allmählichen Ausstieg der EZB im Einklang.

**Langsames Vorgehen soll verhindern, dass die Finanzmarktbedingungen abrupt restriktiver werden.** Die EZB möchte, dass die Finanzmarktbedingungen langsam und regelmäßig restriktiver werden. Wie sie im EZB-Protokoll mehrfach ausgeführt hat, verwendet sie bewusst Monat für Monat konsistente Formulierungen und lenkt die Erwartungen, um die Marktreaktion unter Kontrolle zu halten. Die Formulierungen in der Presseerklärung blieben daher praktisch unverändert, und die Schlüsselwörter „Zuversicht“, „Geduld“ und „Stetigkeit“ wurden wiederholt – die EZB kann es sich leisten, zuversichtlich in Bezug auf das Wachstum (und damit auch die Inflation) zu sein, weil sie eine geduldige und stetige Politik verfolgt. Der Ausstieg erfolgt langsam, weil er nur so dauerhaft vorangetrieben werden kann.

**Maßnahmen werden heruntergespielt.** Ebenso ist es für die EZB in diesem Ausstiegszyklus typisch, dass sie alle Kursänderungen in der Geldpolitik rückblickend begründet: Der Kurs wird nicht geändert, weil sich der Ausblick verändert hat, sondern weil die Bedingungen nicht mehr vorhanden sind, die zum Zeitpunkt seiner Einführung galten. Draghi sagte, der Schritt habe keinerlei Auswirkungen auf die Erwartungen der EZB. Indem die EZB bestätigt, dass sich die Lage seit der Einführung von QE geändert hat, gibt sie jedoch indirekt nach und nach zu, dass die Begründung für die geldpolitischen Notfallmaßnahmen nicht mehr greift.



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

### Kein Verweis mehr auf die QE-Reaktionsfunktion in der Forward Guidance

	Reaktionsfunktion	Erwartungen		
	Quantitative Lockerung	Quantitative Lockerung (Nettoanleihekäufe)	Quantitative Lockerung (Reinvestitionen)	Leitzinsen
<b>Derzeitige „Forward Guidance“</b>	<b>VOLLSTÄNDIG HERAUSGENOMMEN</b> – „Sollte sich der Ausblick eintrüben oder sollten die Finanzierungsbedingungen nicht mehr mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung im Einklang stehen, so sind wir bereit, das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme – APP) im Hinblick auf Umfang und/oder Dauer auszuweiten.“	<b>BEIBEHALTEN</b> – „Was die geldpolitischen Sondermaßnahmen betrifft, so bestätigen wir, dass der Nettoerwerb von Vermögenswerten im derzeitigen Umfang von monatlich EUR 30 Mrd bis Ende September 2018 oder erforderlichenfalls darüber hinaus erfolgen soll und in jedem Fall so lange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht.“	<b>BEIBEHALTEN</b> – „Das Eurosystem wird weiterhin die Tilgungsbeträge der im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten erworbenen Wertpapiere nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anlegen. Dies wird sowohl zu günstigen Liquiditätsbedingungen als auch zu einem angemessenen geldpolitischen Kurs beitragen.“	<b>BEIBEHALTEN</b> – „Wir gehen nach wie vor davon aus, dass [die Leitzinsen] für längere Zeit und weit über den Zeithorizont unseres Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden.“

**Opportunistischer Abbau der Hürden für einen Ausstieg aus QE.** Die EZB bleibt in Bezug auf das Wachstum zuversichtlich; der jüngste Rückgang des Einkaufsmanagerindex hat daran nichts geändert, zumal der Index in etwa auf demselben Stand liegt wie bei der vorhergehenden Prognoserunde der EZB. Auch wenn die Bank weiterhin keine überzeugenden Belege für eine nachhaltige Beschleunigung der zugrundeliegenden Inflation sieht, geht sie angesichts des zunehmenden Vertrauens in das Wachstum davon aus, dass die Schwankungsbreite des künftigen Inflationspfads abnehmen wird. Oder anders ausgedrückt: Das Vertrauen in die Inflationsprognosen nimmt zu. Die EZB hat die Gelegenheit ergriffen, trotz des schwächeren Einkaufsmanagerindex, der jüngsten Straffung der Finanzmarktbedingungen, des parlamentarischen Patts in Italien und Trumps Androhung eines Handelskriegs von ihrer Lockerungstendenz (easing bias) Abstand zu nehmen. Damit hat sie eine wichtige Hürde für den Ausstieg genommen. Jetzt ist sie für den nächsten Schritt bereit, nämlich die Ankündigung, dass die Nettokäufe von Vermögenswerten beendet werden. Dies sollte erfolgen, sobald sich eine entsprechende Gelegenheit bietet (wir rechnen weiterhin mit Juni).

**Ein bisschen Taubenhaftigkeit.** Der mögliche Handelskrieg war das beherrschende Thema der vergangenen Woche. Dies schlug sich aber nicht in den Äußerungen zum Wechselkurs nieder (die Entwicklung soll nach wie vor „beobachtet“ werden). Dennoch fand eine Änderung statt. Die EZB wird den Wechselkurs und die Finanzierungsbedingungen „im Hinblick auf deren mögliche Auswirkungen auf die Inflationsaussichten beobachten“. Zuvor war von den Auswirkungen auf die „mittelfristigen“ Inflationsaussichten die Rede. Eventuell wird die EZB also sensibler auf kürzerfristige Inflationsentwicklungen reagieren, die sich aus dem Wechselkurs und den Finanzierungsbedingungen ergeben, und der Zeitpunkt des nächsten Ausstiegsschritts wird eventuell nicht ausschließlich vom mittelfristigen Inflationsausblick abhängen.

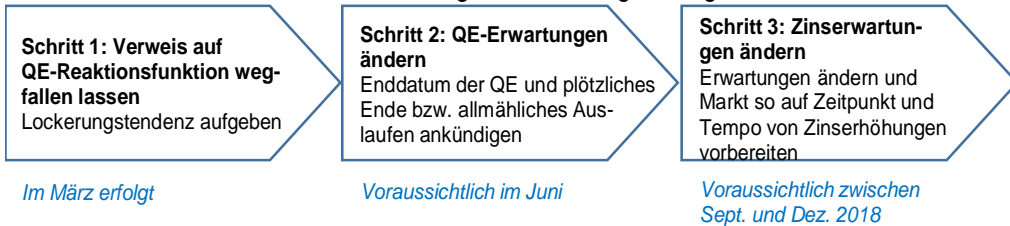
**Ein bisschen Falkenhaftigkeit.** Draghi erwähnte zwei Hauptrisiken für den Ausblick. Das erste ist die Gefahr einer protektionistischen Politik. Wir wissen bereits, dass eine auf exogene Faktoren zurückzuführende Aufwertung des Euro nach Auffassung der EZB höhere Kosten für Wachstum und Inflation mit sich bringt (z.B. aufgrund einer Politik des schwachen Dollar). Dies ist taubenhaft. Das zweite ist das Risiko für die Finanzstabilität, das von Deregulierungen des



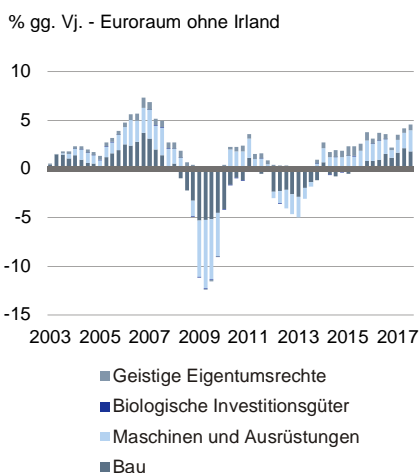
## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

Finanzsektors in Teilen des globalen Finanzsystems ausgeht: Draghi argumentiert, dass Veränderungen in Teilbereichen Auswirkungen auf das gesamte System haben können. Die EZB hat in den vergangenen Monaten zunehmend auf Probleme bei der Finanzstabilität verwiesen. Je weniger länderspezifisch und je allgemeiner diese Sorgen werden, desto eher sind geldpolitische und nicht nur gezielte makroprudenzielle Maßnahmen als angemessene Reaktion anzusehen. Damit sinkt die inflationsbezogene Hürde für einen Ausstieg. Das Kreditwachstum beschleunigt sich.

Der Ausstieg: Phase 1 wurde absolviert, sodass die Tür für Phase 2 im Juni offen ist und das Ende der Nettokäufe von Vermögenswerten angekündigt werden kann

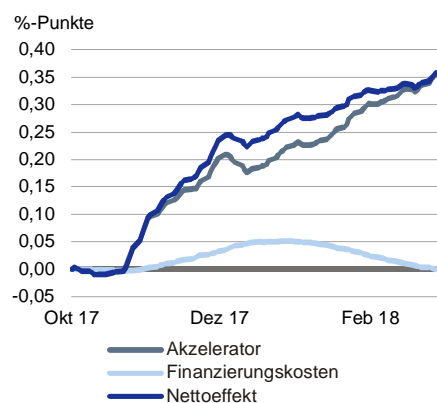


Zunehmend endogenes Wachstum – stetige Beschleunigung der Investitionsausgaben



Quellen: Deutsche Bank, Eurostat

Wachstum der Investitionsausgaben – Akzelerator ist von größerer Bedeutung als Finanzierungskosten



Quellen: Deutsche Bank, Eurostat, EZB

## Der Ausstieg beginnt

Der Ausstieg ist unseres Erachtens unvermeidlich. Er ist nur eine Frage des Zeitpunkts. Die EZB muss ihre Nettokäufe von Vermögenswerten innerhalb der kommenden 12 - 15 Monate beenden, um Engpässe am Rentenmarkt zu vermeiden. Daher hat sie die Gelegenheit zur Anpassung ihrer Forward Guidance genutzt.

Die Fundamentaldaten rechtfertigen diesen Schritt. Das Vertrauen der EZB in den Aufschwung wächst. Bei der Normalisierung der Inflationsrate sieht sie noch Unwägbarkeiten; unseres Erachtens sind jedoch immer mehr Belege für eine Inflationsbeschleunigung zu erkennen.

### 1. Tragfähigkeit des Wirtschaftswachstums

Die EZB ist der Auffassung, dass das Wachstum der vergangenen Jahre zu einem großen Teil auf ihre sehr akkommodierende Geldpolitik zurückzuführen ist. Ein rascherer Ausstieg würde voraussetzen, dass die EZB davon überzeugt ist, dass die Konjunktur auch bei einer geringeren Unterstützung durch die Politik robust bleibt. In dieser Hinsicht ist die EZB zuversichtlicher als im Hinblick auf die Inflation. In den vergangenen Monaten wurden in den Reden drei Elemente immer wieder betont, die für ein zunehmendes Vertrauen in ein tragfähiges Wachstum sprechen<sup>11</sup>:

- **Abklingender Gegenwind.** Das Wachstum der Weltwirtschaft erholt sich und wird zunehmend vom globalen Handel getragen. Außerdem verwiesen die EZB-Redner auf die sinkende Verschuldung und den zunehmend passiven Schuldenabbau: Der Rückgang der Schuldenquoten erfolgt durch steigende nominale Einnahmen und nicht durch einen kostspieligeren aktiven Schuldenabbau, bei dem Schulden zurückgezahlt werden.
- **Zunehmend endogenes Wachstum.** Das Wachstum wird inzwischen weniger von einer lockeren Geldpolitik und niedrigeren Ölpreisen getragen als aus sich selbst heraus gespeist: Die Ausgabenmultiplikatoren kommen zum Tragen, und durch steigende Einkommen und Ausgaben der Unternehmen und privaten Haushalte werden die Voraussetzungen für einen positiven Kreislauf geschaffen. Ein gutes Beispiel dafür ist die Tatsache, dass der

<sup>11</sup> Z.B. Mario Draghi (17. November 2017) und Peter Praet (29. Januar 2018)





## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

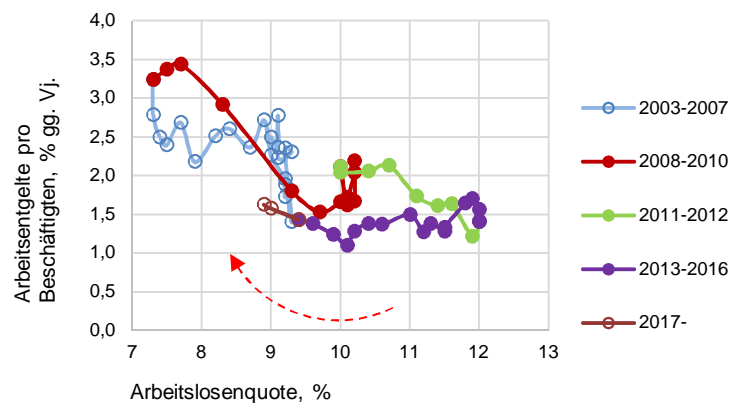
Konsum trotz der steigenden Ölpreise lebhaft bleibt (dazu trägt auch das stärker als übliche Beschäftigungswachstum bei) und dass die Investitionen einen steigenden Beitrag zum BIP-Wachstum leisten (2016/17: 45%; 2014/15: 30%). Wir haben dazu in der vergangenen Woche einen Artikel veröffentlicht<sup>12</sup>.

- **Zunehmend widerstandsfähiges Wachstum.** Dies ist auf zwei Faktoren zurückzuführen. Erstens eine zunehmende Konvergenz des Wirtschaftswachstums, der Beschäftigung, der Kreditvergabebedingungen usw., und zweitens die zunehmende Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors. „Die Gesamtkapitalquote wichtiger Banken ist seit Anfang 2015 um über 170 Basispunkte angestiegen. Die Eigenkapitalrendite hat sich von 4,4% Ende 2015 auf 7,1% zum Anfang des laufenden Jahres erhöht, und die Verschuldungsquoten sind gesunken“.

### 2. Normalisierung der Inflationsdynamik

Wir haben bereits an anderer Stelle zwei wichtige Kriterien genannt, die die Kerninflationsrate für einen Ausstieg der EZB erfüllen muss: sie muss aktuell mindestens bei 1% und auf Sicht von 2 - 3 Jahren bei mindestens 1,7% liegen. Es reicht nicht aus, wenn die EZB-Prognosen diesen Kriterien entsprechen. Der EZB-Rat muss diesen Prognosen auch vertrauen. Erstens könnten die Modelle nicht zutreffen. Zweitens bleiben wichtige Unwägbarkeiten bestehen. Diese sind wie folgt:

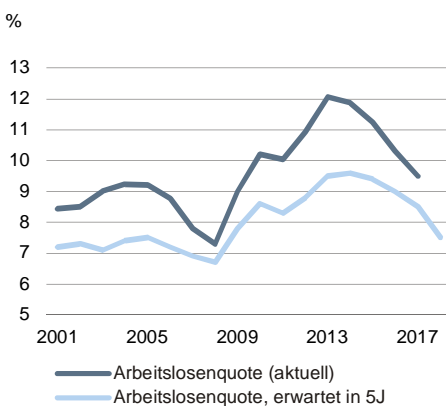
Euroraum Phillipskurve



Quellen: Deutsche Bank, Eurostat

Arbeitslosenquote im Euroraum

3



Quellen: Deutsche Bank, Eurostat, EZB

- **Löhne.** Arbeitskosten spielen in der Inflationsdiskussion der EZB eine wichtige Rolle. Auch wenn im Rat Meinungsverschiedenheiten bestehen, gleichen sich die Argumentationen den Protokollen der vergangenen Monate zufolge zunehmend an. In einigen Ländern sind ermutigende Anzeichen für ein Anziehen der Lohninflation zu erkennen; die EZB ist sich jedoch auch der Tatsache bewusst, dass die Lohnprognosen durchgehend zu optimistisch waren. Das kräftige Wachstum sollte Kapazitäten binden und letztendlich zu Preisdruck führen, sodass die Phillips-Kurve wieder steiler wird. Die Phillips-Kurve ist jedoch nach wie vor flacher als in der Vergangenheit. Dies könnte daran liegen, dass die freien Kapazitäten falsch eingeschätzt werden. Möglicherweise ist die Beziehung zwischen Inflation und freien Kapazitäten instabil. Oder eventuell findet eine Parallelverschiebung der Phillips-

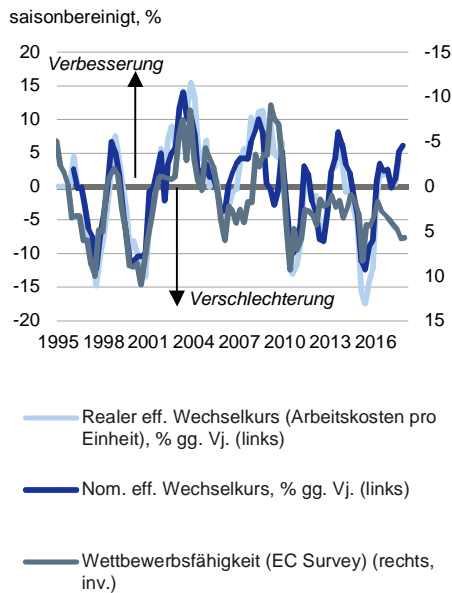
<sup>12</sup> „Investing in the future, but which future?“, Focus Europe Special, 7. März 2018



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

Aufwertung des Euro wirkt sich nicht so wie vor der Krise auf die Wettbewerbsfähigkeit aus

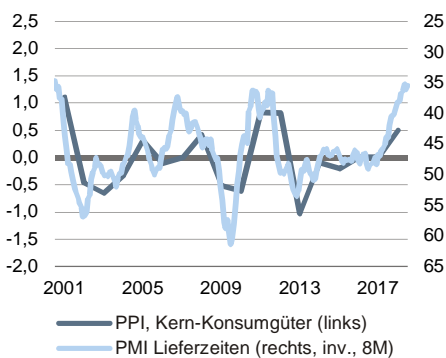
4



Quellen: Deutsche Bank, Haver Analytics LP, Europäische Kommission

Längere Lieferzeiten und mangelnde Kapazitäten treiben die zugrundeliegende Produzentenpreis-inflation nach oben

5



Quellen: Deutsche Bank, Markit, Eurostat

Kurve statt, was auf eine Loslösung der Inflationserwartungen zurückzuführen sein könnte.

- Einige Ratsmitglieder hegen Besorgnis, weil die Zahl der durchschnittlichen Arbeitsstunden nicht ansteigt, was zu freien Kapazitäten führen könnte. Im Januar-Protokoll hieß es, dafür könne es strukturelle Gründe geben, z.B. eine stärkere Erwerbstätigkeit von Frauen. Als Gegenargument wurde auf den rascheren Abwärtstrend der Erwartungen für die langfristige Arbeitslosenquote verwiesen. Dies könnte auf einen Erfolg der Reformen und eine steigende mittelfristige Arbeitsmarktkapazität hindeuten<sup>13</sup>.
- **Auswirkungen des Wechselkurses.** Unwägbarkeiten gehen auch von der Wechselkursaufwertung aus. Im vergangenen Jahr hat der Euro handelsgewichtet um 6,5% zugelegt. In der Regel dämpft ein steigender Wechselkurs Wachstum und Inflation. Allerdings sind – wie auch die EZB weiß – die Ursachen der Aufwertung entscheidend für den Umfang des Effekts. Eine endogen bedingte Aufwertung (der Wechselkurs wird durch die Erholung der Binnenwirtschaft nach oben gezogen) ist weniger schädlich. Eine exogen bedingte Aufwertung (der Wechselkurs wird durch externe Ereignisse nach oben getrieben) ist dagegen schädlicher. Die EZB befürchtete im Januar eine exogene Aufwertung, da die Sorge aufkam, die USA könnten eventuell eine implizite Politik des schwachen Dollar verfolgen. Angesichts der Drohung mit einem Handelskrieg dürften die Sorgen in Bezug auf eine exogen bedingte Aufwertung ansteigen. Damit bestünde nicht nur ein beträchtliches Aufwertungsrisiko für den Euro, sondern diese Aufwertung würde auch höhere Kosten mit sich bringen.
- **Inflationserwartungen.** Und zuletzt sind da noch die Inflationserwartungen. Sowohl die marktbasieren als auch die umfragebasierten Inflationserwartungen sind gestiegen, wenngleich keine der beiden Reihen wieder auf das Normalniveau vor der Krise zurückgekehrt ist. Zuletzt sind die Markt-Breakevens aufgrund der niedrigen Preise, der geringeren Datenüberraschungen und der steigenden globalen Risikoprämien wieder gesunken. Daher, so die Argumentation einiger Ratsmitglieder, wird es möglicherweise nicht zu einer vollständigen Normalisierung kommen. Je länger die Inflation unter dem Zielwert bleibt, desto höher ist dieses Risiko, oder desto langsamer erfolgt zumindest die Rückkehr zum Zielwert. Einige Ratsmitglieder argumentieren auch, dass Technologie und Globalisierung die Preissetzungsmacht der Unternehmen dauerhaft verringert haben könnten, die Abhängigkeit der Preisentwicklung von der Wachstumsrate verringert haben könnten und die Erholung der Inflationserwartungen belasten könnten.

**Unsere Auffassung.** Die EZB hat recht, wenn sie optimistischer in Bezug auf das Wachstum wird, und unseres Erachtens wird sie in Bezug auf die Inflationsewicklung in Kürze zuversichtlich genug sein. Angesichts des kräftigen Wachstums würde auch ein leicht schwächeres Wirtschaftswachstum für eine Normalisierung der Inflationsrate ausreichen. Die Arbeitslosenzahlen sinken rasch und auf breiter Basis, und in der Wirtschaft sind zunehmend Anzeichen für Engpässe und eine vollständige Kapazitätsauslastung zu erkennen. Die niedrigere Arbeitslosigkeit führt außerdem inzwischen zu steigenden Löhnen (Grafik) und Inflationserwartungen.

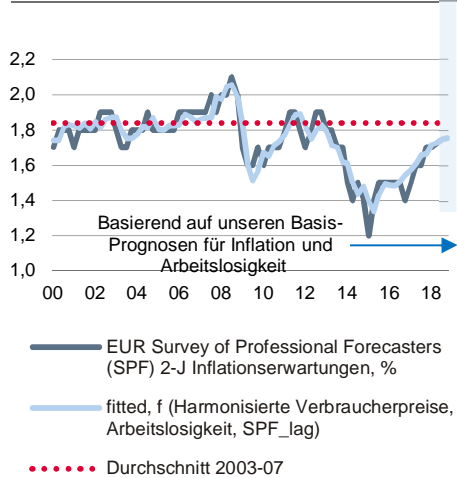
<sup>13</sup> Die langfristig erwartete Arbeitslosenquote sinkt rasch. Sofern wir dies als Maßstab für die Gleichgewichtsarbeitslosenquote nehmen und die Lücke zwischen der aktuellen Arbeitslosenquote und der langfristig erwarteten Arbeitslosenquote als Maßstab für die Arbeitsmarktkapazität nehmen, sind die Kapazitäten gering und so niedrig wie seit dem Höhepunkt der vorhergehenden Boomphase nicht mehr, als sich das Lohnwachstum beschleunigte.



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

Modellen zufolge sollten die Inflationserwartungen vor allem bei sinkenden Arbeitslosenzahlen weiter ansteigen

6



Die Euro-Aufwertung stellt ein Risiko für Wachstum und Inflation dar. Gleichzeitig könnte der Euroraum besser positioniert sein, um damit umzugehen. Die binnenwirtschaftliche Dynamik bleibt kräftig, die Indikatoren für die globale Konjunktur sind günstig, der Anteil des Handels am Wachstum normalisiert sich, und die Korrelation zwischen dem Wechselkurs und der Einschätzung der Wettbewerbsfähigkeit seitens der Unternehmen hat sich verringert.

Der Ausstieg ist unseres Erachtens unvermeidlich. Er ist nur eine Frage des Zeitpunkts. Die Inflation muss nicht höher als erwartet ausfallen, sondern lediglich den Prognosen der EZB entsprechen. Schlimmstenfalls dürften moderat niedriger als erwartete Wachstums- und Inflationsraten dazu führen, dass die Geldpolitik sich weniger auf Nettokäufe von Vermögenswerten und stärker auf die Guidance in Bezug auf Zinsen („länger niedrig“) und Reinvestitionen („längere Fortsetzung“) konzentriert. Auch wenn die Zahlen moderat schwächer als erwartet ausfallen, wird sich nichts daran ändern, dass die Nettokäufe von Vermögenswerten bis Dezember eingestellt werden.

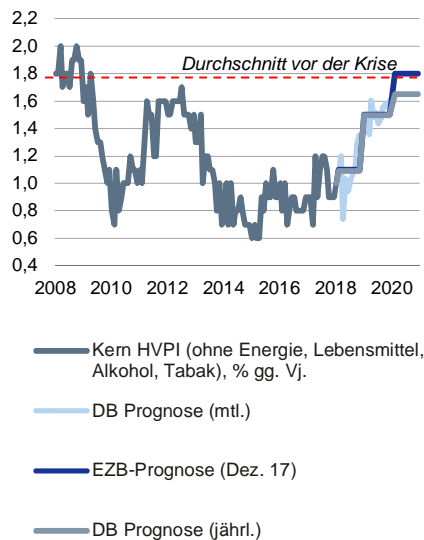
Mark Wall (+44 20 754-52087, mark.wall@db.com)

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

Quellen: Deutsche Bank, EZB

Die Kernrate des HVPI sollte sich allmählich normalisieren, die EZB kann optimistischer werden

7



Quellen: Deutsche Bank, Eurostat, EZB



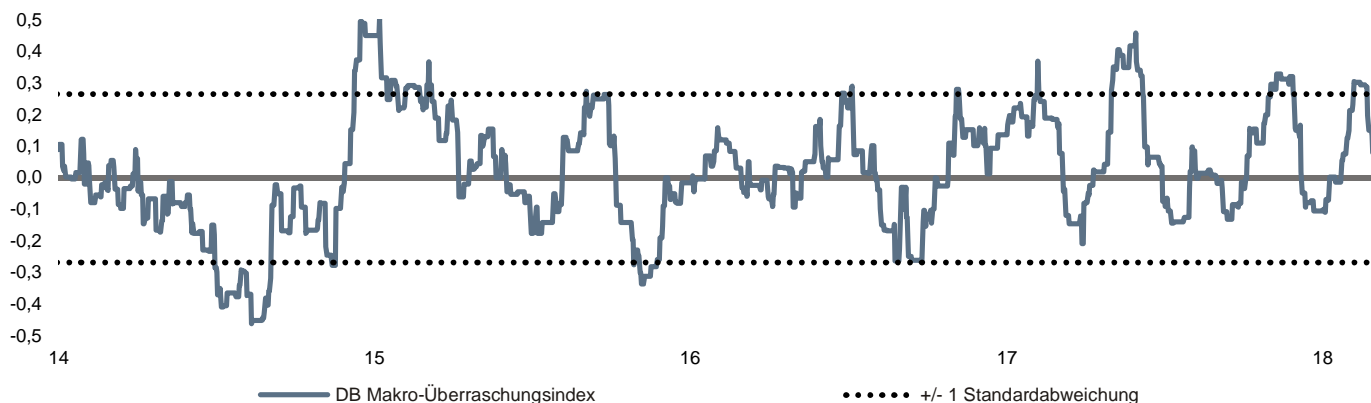
## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

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

#### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen



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

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

#### Letzte 20 veröffentlichte deutsche Konjunkturdaten

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	1 2018	25/01/2018	117,6	117,0	0,6	0,3	0,6
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	12 2017	29/01/2018	1,1	1,1	0,0	0,3	0,6
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	1 2018	31/01/2018	-25,0	-17,0	8,0	0,1	0,6
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	12 2017	31/01/2018	-1,1	-0,4	-0,7	-0,3	0,3
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	1 2018	01/02/2018	61,1	61,2	-0,1	-0,2	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	1 2018	05/02/2018	57,3	57,0	0,3	0,4	0,7
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	12 2017	06/02/2018	3,8	0,7	3,1	1,4	0,9
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	12 2017	07/02/2018	-0,6	-0,7	0,1	0,2	0,6
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	12 2017	08/02/2018	27,8	28,0	-0,2	-0,4	0,3
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	1 2018	14/02/2018	1,6	1,6	0,0	0,2	0,3
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	2 2018	20/02/2018	17,8	16,0	1,8	0,2	0,7
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	2 2018	20/02/2018	92,3	93,9	-1,6	-0,4	0,3
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	2 2018	22/02/2018	115,4	117,0	-1,6	-1,4	0,1
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	12 2017	23/02/2018	0,6	0,6	0,0	-0,1	0,3
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	2 2018	27/02/2018	1,4	1,5	-0,1	-0,4	0,2
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	2 2018	28/02/2018	-22,0	-15,0	7,0	0,1	0,5
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	2 2018	01/03/2018	60,6	60,3	0,3	0,3	0,7
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	1 2018	02/03/2018	-0,7	0,7	-1,4	-0,8	0,2
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	1 2018	02/03/2018	0,7	0,7	0,0	0,3	0,6
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	2 2018	05/03/2018	55,3	55,3	0,0	0,0	0,5

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

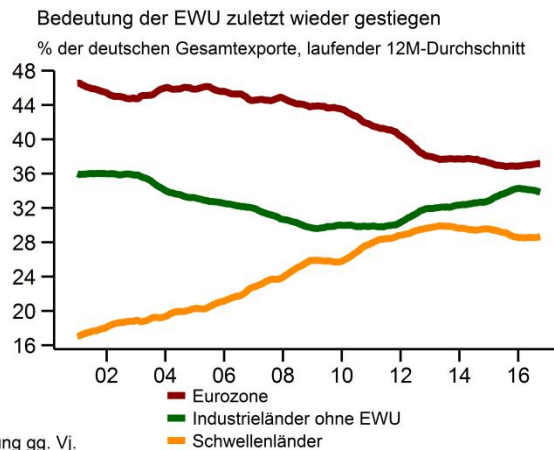
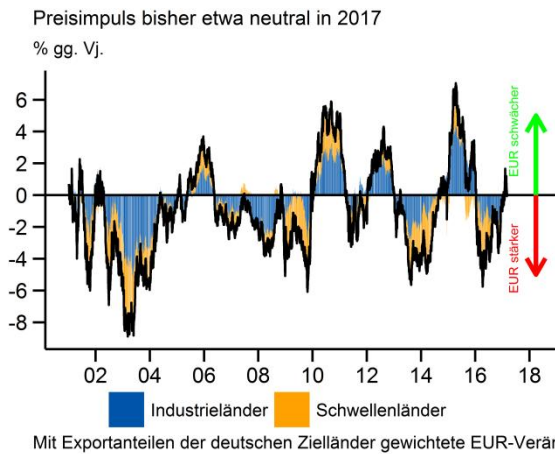
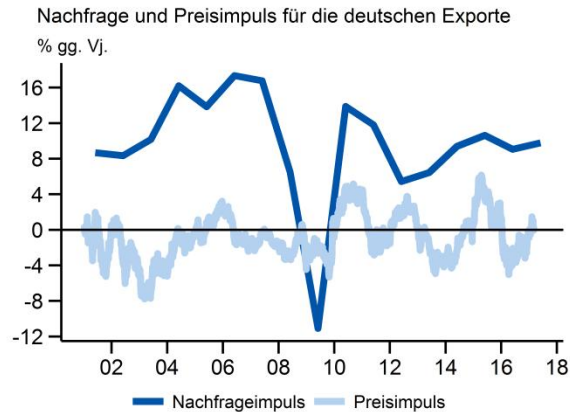
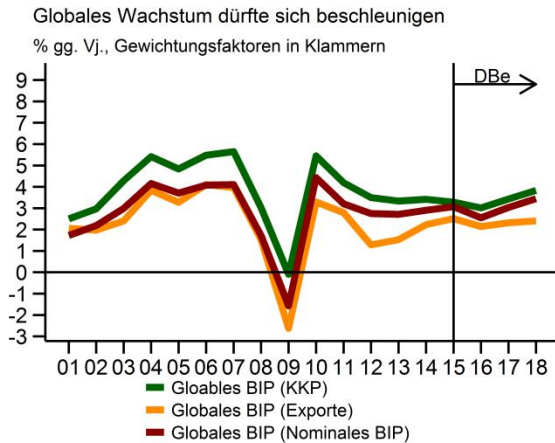
Quelle: Ausblick Deutschland, 4. August 2014. DB Makro-Überraschungsindex Deutschland.



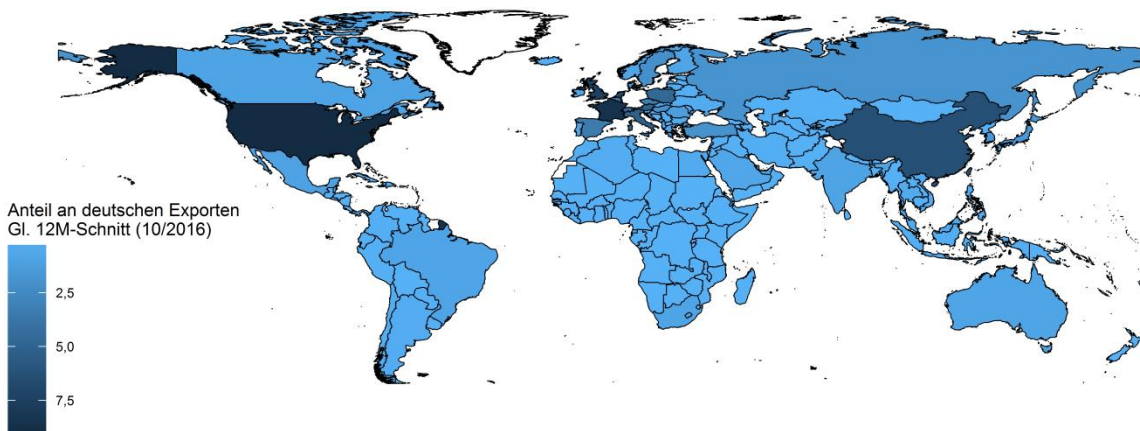
## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

### Deutscher Exportindikator

Der Exportindikator identifiziert die Auswirkungen von globalen Nachfrageveränderungen und von Währungsbewegungen (Preisimpuls) auf die deutschen Exporte.<sup>14</sup>



Deutsche Exporte konzentriert auf Europa, die USA und China



Quellen: Eurostat - Comext, Deutsche Bank Research

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

<sup>14</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland, 3. März 2016.



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
12./13. März	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	(Vorauss.) Lage in Griechenland, Vorbereitung internationaler Treffen (Entwicklung von Inflation u. Wechselkursen), jährliche ex-ante Berichterstattung zu Neuverschuldungsplänen.
14. März	Bundeskanzlerwahl, Berlin	Nachdem die SPD-Mitglieder dem Koalitionsvertrag zugestimmt haben, wird der Bundestag Angela Merkel mit der erforderlichen Mehrheit erneut zur Kanzlerin einer großen Koalition wählen. Es wird ihre vierte Amtszeit sein.
14. März	Ernennung der Bundesminister, Berlin	Als letzte Partei hat die SPD die Nominierungen für ihre 6 Kabinettsposten bekannt gegeben. Besonders bedeutsam: Hamburgs Erster Bürgermeister Olaf Scholz übernimmt das Finanzministerium, Hubertus Heil, ehemaliger SPD-Generalsekretär, wird Arbeitsminister, der bisherige Justizminister Heiko Maas tritt an die Spitze des Außenministeriums. Unter den 5 Ministerien der CDU spielt das Wirtschaftsministerium, das der bisherige Kanzleramtsminister und geschäftsführende Finanzminister Peter Altmaier führen wird, eine gewichtige Rolle. Bei der CSU (3 Ministerien) steht das Innen- und Heimatministerium, das der bayerische Ministerpräsident Horst Seehofer übernimmt, im Fokus.
22./23. März	Europäischer Rat, Brüssel	Debatten über Lage u. Zukunft der EU sowie auswärtige Angelegenheiten und internationale Beziehungen, (vermutlich) Entscheidungen zur Brexit-Übergangsperiode und zu den Leitlinien für die Post-Brexit-Beziehungen.
27./28. April	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung – Thema Lohndynamik, im Nachgang zum März-Ratstreffen – Verteilung der EWU, Bankenunion.
26. April	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses. Die von der EZB am 8. März bekannt gegebene Änderung der forward guidance bedeutet, dass der Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik gemäß unserer Erwartungen erfolgt. So dürfte die EZB im Juni ankündigen, dass ihre Nettoanleihekäufe im Dezember auslaufen werden. Auch ist damit eine vorzeitige Anhebung des Leitzinssatzes Juni 2019 angelegt.
24. Mai	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Wirtschaftliche Lage im Eurogebiet, thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung - Überprüfung der Staatsausgaben, (möglicherweise) Lage in Griechenland und in Zypern.

Quelle: Deutsche Bank Research

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



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
22 Mar 2018	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	März	60,0	60,6
22 Mar 2018	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	März	55,5	55,3
22 Mar 2018	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	März	115,0	115,4
29 Mar 2018	09:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Februar	5,4	5,4
29 Mar 2018	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	März	1,5	1,4
3 Apr 2018	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Februar	1,5	-0,7
5 Apr 2018	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Februar	2,0	-3,9
6 Apr 2018	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Februar	1,0	-0,1
9 Apr 2018	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Februar	20,5	21,3
9 Apr 2018	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Februar	1,5	-0,5
9 Apr 2018	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Februar	1,4	-0,5

\*lt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	1,375	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,02	0,75
Mrz 18	1,625	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,03	0,75
Jun 18	1,875	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,05	0,75
Sep 18	2,125	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,05	0,75

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	2,06	0,07	-0,33	0,60
Mrz 18	1,83	0,05	-0,35	0,55
Jun 18	2,08	0,05	-0,35	0,55
Sep 18	2,33	0,05	-0,35	0,65

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,90	0,05	0,65	1,57
Mrz 18	2,80	0,00	0,70	1,45
Jun 18	3,00	0,00	0,85	1,55
Sep 18	2,95	0,00	1,05	1,65

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,24	106,12	0,90	1,39	1,17	10,21	7,45	9,68	4,19	311,74	25,42
Mrz 18	1,22	100,00	0,88	1,38	1,17	10,00		9,50	4,11	312,89	25,45
Jun 18	1,24	102,00	0,91	1,37	1,20	9,60		9,25	4,06	317,00	25,32
Sep 18	1,26	105,00	0,93	1,35	1,22	9,40		9,10	4,07	316,00	25,19

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research





## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

Deutschland: Datenmonitor

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Sep 2017	Okt 2017	Nov 2017	Dez 2017	Jan 2018	Feb 2018
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	111,2	114,5	115,9	117,2		115,4	116,9	117,6	117,2	117,6	115,4
ifo Geschäftserwartungen	104,3	106,2	107,5	109,9		107,4	109,3	111,0	109,5	108,3	105,4
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	106,1	109,8	112,0	113,4		111,4	113,0	113,9	113,3	113,8	111,3
Produktion (% gg. Vp.)	1,2	1,9	1,1	0,7		-1,1	-1,2	3,1	-0,6		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-0,3	1,2	3,3	3,5		0,7	0,9	-0,1	3,0	-3,9	
Grad der Kapazitätsauslastung	85,8	86,0	86,7	87,3	87,9						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	4,4	5,1	-0,8	-2,7		0,1	-2,6	2,7	-5,6		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	0,1	-2,8	-2,1	12,2		0,4	0,6	9,0	16,8		
ifo Bauhauptgewerbe	128,7	130,5	133,0	134,0		134,0	135,1	133,1	133,7	133,5	132,4
<b>Konsumentennachfrage</b>											
<b>EC Konsumentenbefragung</b>											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,6	3,6	4,1	5,5		3,9	5,2	5,3	6,1	7,4	6,5
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	6,7	0,0	0,3	4,2		-3,3	3,9	9,4	-1,0	11,6	7,4
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	0,7	1,5	3,5	4,9		1,3	1,3	-0,3	4,4	-4,6	
Exporte (% gg. Vp.)	2,8	1,6	0,7	3,0		-0,4	-0,3	4,1	0,0		
Importe (% gg. Vp.)	3,4	1,5	0,2	3,3		-4,4	2,3	1,1			
Nettoexporte (EUR Mrd.)	59,4	60,7	62,4	63,6		21,7	19,9	22,3	21,3		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	5,9	5,7	5,7	5,5		5,6	5,6	5,5	5,5	5,4	5,4
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-52,0	-42,0	-25,0	-55,3		-24,0	-13,0	-21,0	-29,0	-25,0	-22,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,5	1,5	1,5	1,5		1,5	1,5	1,5	1,5	1,4	
ifo Beschäftigungsbarometer	110,3	111,1	111,9	112,9		112,3	112,1	113,2	113,6	113,8	113,6
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,9	1,6	1,7	1,6		1,8	1,5	1,8	1,6	1,4	1,2
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,0	1,4	1,5	1,3		1,5	1,1	1,3	1,4	1,3	1,4
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	2,8	2,8	2,7	2,5		3,1	2,7	2,5	2,3	2,1	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	32,7	8,9	4,2	-5,6		5,3	0,7	-6,2	-10,5	-11,1	-13,5
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	54,5	50,8	52,2	61,5		55,5	57,6	62,7	64,4	69,1	65,3
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	18,9	17,6	16,3	16,0		18,1	16,0	17,2	14,8	16,6	18,3
EC Unternehmensumfrage	13,0	12,2	11,7	14,2		12,8	12,3	13,4	16,9	15,1	14,4
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	0,9	2,6	1,9	1,1							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,7	2,7	2,5							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	1,2	4,1	2,8	2,8							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	5,9	5,6	4,7	4,3		4,7	4,9	4,5	4,3	3,6	
Trend von M3*						5,0	4,7	4,8	4,7		4,1
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	3,3	3,8	3,9	4,2		3,9	3,9	4,0	4,2	0,0	
Kredite an öffentliche Haushalte	21,0	4,1	5,5	-2,9		5,5	-0,6	-4,4	-2,9	-5,1	

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

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



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

---



## Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation

---



## 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)

- „ Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation ..... 13. März 2018
- „ Partyzeit ..... 5. Februar 2018
- „ **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

© Copyright 2018. 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