



# Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

8. Mai 2018

## Autoren

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

Eric Heymann  
+49 69 910-31730  
eric.heyman@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  |
| Schwächere Daten sind noch kein Grund, das Handtuch zu werfen, trotzdem haben wir unsere BIP-Prognose auf 2% gesenkt ...3 |    |
| Nachlassende Dynamik der Industriekonjunktur und starker Euro dämpfen Inflationsdruck .....                               | 8  |
| Arbeitsmigration Der Boom nährt den Boom – bislang noch .....   | 10 |
| EZB: Das Vertrauen ist weder absolut noch bedingungslos .....   | 14 |
| DB Makro-Überraschungsinde  |    |
| Deutschland .....   | 16 |
| Exportindikator .....   | 17 |
| Eventkalender .....   | 18 |
| Datenkalender .....   | 19 |
| Finanzmarktprognosen .....  | 20 |
| Datenmonitor .....  | 21 |

Original in englischer Sprache: 7. Mai 2018

Schwächere Daten sind noch kein Grund, das Handtuch zu werfen, trotzdem haben wir unsere BIP-Prognose auf 2% gesenkt. Deutschlands BIP dürfte im ersten Quartal um rund ¼% gg. Vq. gestiegen sein. Wir rechnen mit einer wenn auch begrenzten Gegenbewegung in Q2. Im restlichen Jahresverlauf wird das Wachstum entscheidend von den Unternehmensinvestitionen abhängen. Allerdings sind die Signale der Frühindikatoren hier eher uneinheitlich ausgefallen. Der merkliche Rückgang der Erwartungskomponente des ifo-Index deutet darauf hin, dass die Quartalswachstumsraten im laufenden Zyklus ihren Höchststand überschritten haben. Daher haben wir unsere Wachstumsprognose für das Gesamtjahr von 2,3% auf 2% gesenkt.

**Nachlassende Dynamik der Industriekonjunktur und starker Euro dämpfen Inflationsdruck.** Die Inflationsrate in Deutschland bleibt auch 2018 unter der Marke von 2%. Die Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe sind zu Jahresbeginn 2018 nicht mehr so stark gewachsen wie 2017; hier macht sich die Verschaufpause bei der Industriekonjunktur bemerkbar. Hinzu kommt, dass der starke Euro dämpfend auf die deutschen Einfuhrpreise wirkt. Diese dürften 2018 deutlich weniger stark zulegen als 2017 oder sogar schrumpfen.

**Arbeitsmigration: Der Boom nährt den Boom – bislang noch.** Seit 2010 sind mehr Personen aus EU-Partnerländern nach Deutschland zugewandert als aus Drittstaaten. Die mit der Migration verbundene Verdoppelung der Zahl ausländischer Arbeitnehmer auf 3,66 Mio. hat die Wachstumskräfte gestärkt und den Lohnanstieg gebremst. Freilich ist auch die Zahl der Sozialleistungsempfänger kräftig gestiegen – zuletzt bedingt durch die Zuwanderung Schutzsuchender. Der derzeitige Mismatch von fast 1,2 Mio. offenen Stellen bei 2,52 Mio. Arbeitslosen, darunter knapp 0,91 Mio. Beziehern von Grundsicherung, und insgesamt 4,26 Mio. erwerbsfähigen Leistungsberechtigten belegt die Herausforderung in puncto Qualifizierung und Arbeitsmarktintegration.

**EZB: Das Vertrauen ist weder absolut noch bedingungslos.** Die vorbereitete Presseerklärung der April-Presskonferenz verwendete praktisch unveränderte Formulierungen und der Rat zeigte sich nach wie vor zuversichtlich bezüglich Wachstum und Inflation. Dagegen schlug Draghi in der Fragerunde etwas vorsichtigere Töne an. Der Rat hat sich nicht über die Geldpolitik ausgetauscht. Stattdessen hat er sich auf die „sehr wichtigen“ aktuellen Wirtschaftsdaten konzentriert. Da in den kommenden Monaten eine Entscheidung über das Ende von QE ansteht, kann die EZB nicht einfach davon ausgehen, dass die schwächere konjunkturelle Dynamik im ersten Quartal nur ein vorübergehendes Phänomen ist. Insgesamt ist die Wahrscheinlichkeit einer QE-Ankündigung im Juni unseres Erachtens gesunken. Wir rechnen jetzt damit, dass die EZB im Juli ankündigt, QE in Q4 zu reduzieren und im Dezember zu beenden. Eine Anhebung des Einlagensatzes um 20 Bp. dürfte im Juni 2019 folgen.



## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

|                | BIP-Wachstum<br>in % gg. Vj. |       |       | Inflation*<br>in % gg. Vj. |       |       | Leistungsbilanzsaldo<br>in % des BIP |       |       | Budgetsaldo<br>in % des BIP |       |       |
|----------------|------------------------------|-------|-------|----------------------------|-------|-------|--------------------------------------|-------|-------|-----------------------------|-------|-------|
|                | 2017P                        | 2018P | 2019P | 2017P                      | 2018P | 2019P | 2017P                                | 2018P | 2019P | 2017P                       | 2018P | 2019P |
| Euroland       | 2,5                          | 2,1   | 1,7   | 1,5                        | 1,6   | 1,5   | 3,5                                  | 3,3   | 2,7   | -0,9                        | -0,6  | -0,6  |
| Deutschland    | 2,2                          | 2,0   | 1,8   | 1,8                        | 1,6   | 1,8   | 7,2                                  | 6,5   | 6,5   | 1,1                         | 1,1   | 0,9   |
| Frankreich     | 2,0                          | 1,8   | 1,6   | 1,2                        | 1,9   | 1,5   | -0,6                                 | -0,4  | -0,4  | -2,6                        | -2,1  | -2,8  |
| Italien        | 1,5                          | 1,3   | 1,0   | 1,3                        | 1,2   | 1,5   | 2,9                                  | 3,1   | 3,2   | -2,3                        | -1,7  | -1,2  |
| Spanien        | 3,0                          | 2,8   | 2,5   | 2,0                        | 1,5   | 1,7   | 1,9                                  | 1,6   | 1,4   | -3,1                        | -2,1  | -1,3  |
| Niederlande    | 3,2                          | 2,5   | 2,5   | 1,3                        | 1,3   | 1,8   | 10,2                                 | 10,2  | 10,1  | 1,1                         | 0,5   | 0,4   |
| Belgien        | 1,7                          | 1,9   | 1,8   | 2,2                        | 1,9   | 1,7   | -0,2                                 | -0,7  | -1,0  | -1,0                        | -1,0  | -1,0  |
| Österreich     | 3,0                          | 3,0   | 2,3   | 2,2                        | 2,1   | 1,8   | 1,9                                  | 2,4   | 2,7   | -0,9                        | -0,6  | -0,3  |
| Finnland       | 2,7                          | 2,3   | 2,1   | 0,8                        | 1,2   | 1,4   | 0,7                                  | 0,5   | 0,5   | -0,6                        | -0,3  | -0,3  |
| Griechenland   | 1,3                          | 2,3   | 2,2   | 1,1                        | 0,6   | 1,0   | -0,8                                 | -0,5  | 0,0   | 0,8                         | 1,5   | 2,0   |
| Portugal       | 2,7                          | 2,2   | 1,7   | 1,6                        | 1,0   | 1,5   | 0,6                                  | 0,4   | 0,2   | -3,0                        | -1,0  | -1,0  |
| Irland         | 7,8                          | 5,4   | 3,3   | 0,3                        | 1,0   | 1,3   | 12,5                                 | 6,0   | 3,0   | -0,3                        | 0,1   | -0,4  |
| Großbritannien | 1,8                          | 1,3   | 1,6   | 2,7                        | 2,4   | 2,1   | -4,1                                 | -3,8  | -3,5  | -1,9                        | -1,9  | -1,4  |
| Dänemark       | 2,2                          | 2,0   | 1,9   | 1,1                        | 1,5   | 1,6   | 7,5                                  | 7,5   | 7,0   | -1,0                        | -0,5  | -0,5  |
| Norwegen       | 1,9                          | 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   | 2,4   | 1,8                        | 1,9   | 2,0   | 5,0                                  | 4,0   | 4,0   | 1,3                         | 1,0   | 0,5   |
| Schweiz        | 1,0                          | 2,2   | 1,8   | 0,6                        | 0,5   | 0,6   | 9,3                                  | 11,2  | 11,4  | 0,2                         | 0,2   | 0,2   |
| Tschech. Rep.  | 4,6                          | 3,5   | 3,2   | 2,5                        | 2,3   | 2,2   | 1,0                                  | 0,4   | 0,9   | 1,0                         | 0,8   | 1,1   |
| Ungarn         | 4,0                          | 3,8   | 3,2   | 2,3                        | 2,5   | 3,0   | 2,9                                  | 1,9   | 1,5   | -2,0                        | -2,2  | -2,3  |
| Polen          | 4,6                          | 4,0   | 3,4   | 2,0                        | 2,0   | 2,8   | 0,3                                  | -0,4  | -0,1  | -1,9                        | -2,1  | -2,5  |
| USA            | 2,3                          | 2,9   | 2,8   | 2,1                        | 2,3   | 2,2   | -2,9                                 | -3,2  | -3,5  | -3,6                        | -3,7  | -5,3  |
| Japan          | 1,7                          | 1,1   | 0,5   | 0,5                        | 0,7   | 0,7   | 4,0                                  | 4,6   | 4,7   | -2,7                        | -2,4  | -2,2  |
| China          | 6,9                          | 6,6   | 6,3   | 1,6                        | 2,7   | 2,4   | 1,3                                  | 0,6   | 0,3   | -3,7                        | -3,5  | -3,5  |
| 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 | 2018 |     |     |     | 2019 |     |     |     |
|-----------------------------------|-------|-------|-------|-------|------|-----|-----|-----|------|-----|-----|-----|
|                                   |       |       |       |       | Q1P  | Q2P | Q3P | Q4P | Q1P  | Q2P | Q3P | Q4P |
| BIP                               | 1,9   | 2,2   | 2,0   | 1,8   | 0,3  | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,4  | 0,4 | 0,4 | 0,4 |
| Privater Konsum                   | 2,1   | 1,9   | 1,3   | 1,5   | 0,3  | 0,7 | 0,5 | 0,5 | 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 |
| Anlageinvestitionen               | 3,1   | 3,2   | 2,5   | 3,6   | 0,6  | 1,2 | 1,0 | 0,8 | 1,0  | 0,9 | 0,9 | 0,8 |
| Ausrüstungen                      | 2,2   | 4,0   | 3,8   | 3,1   | 0,5  | 1,0 | 1,0 | 0,5 | 1,0  | 0,7 | 0,7 | 0,5 |
| Bau                               | 2,7   | 2,6   | 2,6   | 5,0   | 0,5  | 1,8 | 1,2 | 1,2 | 1,2  | 1,2 | 1,2 | 1,2 |
| Lager, %-Punkte                   | -0,2  | 0,1   | 0,1   | 0,0   | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0  | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Exporte                           | 2,6   | 4,7   | 5,9   | 4,5   | 0,9  | 1,2 | 1,2 | 1,2 | 1,1  | 1,0 | 1,0 | 1,2 |
| Importe                           | 3,9   | 5,1   | 6,0   | 5,1   | 1,2  | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,2  | 1,2 | 1,1 | 1,2 |
| Nettoexport, %-Punkte             | -0,3  | 0,1   | 0,4   | 0,0   | -0,1 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0  | 0,0 | 0,0 | 0,1 |
| Konsumentenpreise*                | 0,5   | 1,8   | 1,6   | 1,8   |      |     |     |     |      |     |     |     |
| Arbeitslosenquote, %              | 6,1   | 5,7   | 5,3   | 4,8   |      |     |     |     |      |     |     |     |
| Industrieproduktion**             | 1,4   | 3,0   | 1,8   | 1,5   |      |     |     |     |      |     |     |     |
| Budgetsaldo, % BIP                | 0,8   | 1,1   | 1,1   | 0,9   |      |     |     |     |      |     |     |     |
| Öffentlicher Schuldenstand, % BIP | 68,2  | 64,1  | 60,4  | 57,5  |      |     |     |     |      |     |     |     |
| 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



## Schwächere Daten sind noch kein Grund, das Handtuch zu werfen, trotzdem haben wir unsere BIP-Prognose auf 2% gesenkt

- Gerade als die EZB den Ausstieg aus der QE ernstlich angehen wollte, haben sich die Konjunkturdaten überraschend abgeschwächt. Insbesondere in Deutschland, das ganz klar eine Vorreiterrolle im EWU-Konjunkturzyklus einnimmt, waren die harten Daten sowie die Umfrageergebnisse in den vergangenen Monaten enttäuschend.
- Deutschlands BIP dürfte im ersten Quartal wohl um rund ¼% gg. Vq. gewachsen sein. Allerdings rechnen wir mit einer Gegenbewegung in Q2, da einige temporär dämpfende Faktoren für die Konjunktur abklingen sollten.
- Im restlichen Jahresverlauf wird das Wachstum entscheidend von den Unternehmensinvestitionen abhängen. Allerdings sind die Signale der Frühindikatoren für diese Nachfragekomponente zuletzt eher uneinheitlich ausgefallen.
- Zwar ist in Q2 wohl eine begrenzte Aufholbewegung zu erwarten, der merkliche Rückgang der Erwartungskomponente des ifo-Geschäftsklimaindex deutet jedoch darauf hin, dass die Quartalswachstumsraten im laufenden Zyklus ihren Höchststand überschritten haben.
- Daher haben wir aufgrund des wohl schwachen ersten Quartals unsere Wachstumsprognose für das Gesamtjahr von 2,3% auf 2% gesenkt.

### Binnennachfrage kam in H2 zum Stillstand

Bereits in H2 2017 erschien die Zusammensetzung des Wachstums seltsam. Obwohl monatlich 53.000 neue Stellen geschaffen wurden und die Reallöhne ähnlich wie in H1 um rund 1% anstiegen, kam das Wachstum des privaten Konsums zum Stillstand. Die Geschäftsklimaindizes kletterten auf neue Allzeithöchststände und die Kapazitätsauslastung erhöhte sich weiter – aber gleichzeitig verlangsamte sich der Anstieg der Investitionen in Maschinen und Ausrüstung in Q4 auf magere 0,7% gg. Vq.

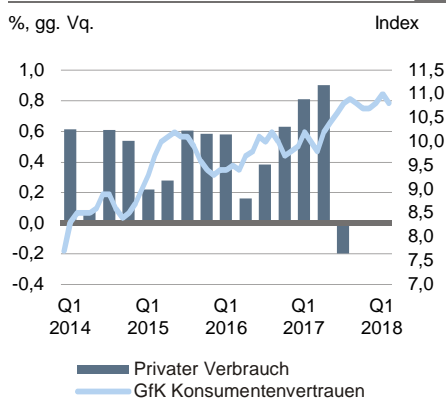
Natürlich lassen sich dafür Erklärungen finden, z.B.: Der Konsum legte nach dem kräftigen Zuwachs in H1 (0,85% gg. Vq.) lediglich eine Atempause ein. Die Investitionsausgaben wurden möglicherweise durch Kapazitätsengpässe gedämpft, die auch zu längeren Lieferzeiten und einem höheren Auftragsbestand führten. Möglicherweise spielte sogar die langwierige Regierungsbildung nach den Wahlen im September eine Rolle. Nichtsdestotrotz erscheint die Flaute bei der Binnennachfrage eigenartig.

### Harte Daten enttäuschten in Q1

Darüber hinaus fielen die harten Monatsdaten im ersten Quartal schwach aus. Dies gilt nicht nur für Deutschland. Die Indizes für wirtschaftliche Überraschungen weisen in Europa inzwischen nach unten und haben sich in den USA abgeschwächt. In Deutschland wird das BIP-Wachstum im ersten Quartal deutlich unter der ursprünglichen Prognose (0,6%) liegen.<sup>1</sup>

Vergleicht man Q1 mit dem 4. Quartal 2017, so ergibt sich bei der Industrieproduktion (inkl. Bauwirtschaft) nur eine Stagnation, der Einzelhandelsumsatz ging

Konsum: Nur eine Reaktion?



Quellen: Deutsche Bank Research, Deutsche Bundesbank, GfK

<sup>1</sup> Siehe DB Makro-Überraschungsindex Deutschland, S. 16



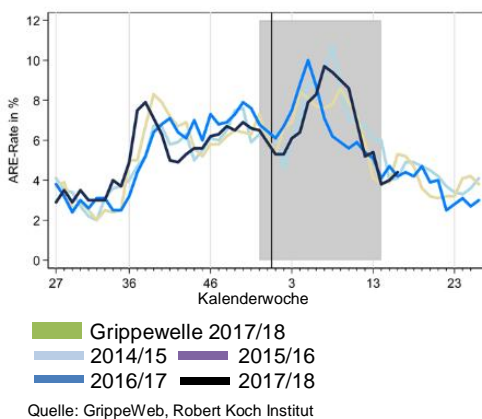
## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

um 0,9% zurück, der Auftragseingang schrumpfte um 2,1%, der von inländischen Investitionsgütern sank sogar um 2,7% und die realen Exporte dürften trotz einer Erholung im März wohl um rund 1% gefallen sein.

Allerdings waren die Q4-Daten teilweise sehr gut. Auch für die unerwartete Schwäche in Q1 scheinen die Erklärungen auf der Hand zu liegen. Nach Auffassung der Bundesbank könnten die Streiks in der Metallindustrie und die schwere Grippewelle die Produktion im Februar gedämpft haben. In der Tat ging die Produktion in der Autoindustrie im Februar um 5,9% gg. Vm. zurück. Diese Schwankung liegt allerdings innerhalb der üblichen monatlichen Volatilitäten für diese Datenreihe. Wenn bei den Produktionszahlen einzelner Unternehmen ungewöhnliche Schwankungen auftreten, haken die statistischen Landesämter (welche die Daten für das Statistische Bundesamt sammeln) in der Regel bei den betreffenden Unternehmen nach und geben die Ursachen (z.B. Streiks oder temporäre Werksschließungen) bei der Datenweitergabe an das Statistische Bundesamt an. Für Februar gibt es jedoch keine derartigen Berichte. Allerdings spricht der Anstieg der Investitionsgüterproduktion um 2,6% im März nach einem Rückgang um 2,7% im Vormonat für einen Einfluss der Streiks.

Hinausgezögerte Grippewelle in 2018

2



Die Grippewelle erreichte in diesem Jahr in der siebten Kalenderwoche ihren Höhepunkt. Aufgrund der ungewöhnlich langen individuellen Krankheitsdauer war die Grippewelle ganz klar schwerer als in früheren Jahren, denn die Zahl der Krankmeldungen lag im Februar so hoch wie seit zehn Jahren nicht mehr. Im Februar waren auch die Lieferzeiten im Verarbeitenden Gewerbe (ermittelt anhand des Einkaufsmanagerindex) so lang wie nie zuvor, was unter anderem auf die oben genannten Faktoren zurückzuführen sein könnte. Allerdings ging auch der Auftragsbestand laut Einkaufsmanagerindex leicht zurück; der ifo-Umfrage zufolge stieg er jedoch weiter an. Diese Faktoren haben die Konjunktur im Februar zweifelsohne belastet, es ist jedoch fraglich, ob sie die schwachen Daten zur Gänze erklären können. Witterungseinflüsse wurden ebenfalls als mögliche Ursache angeführt; sie waren jedoch im Februar im Vergleich zum Januar und März relativ moderat. Insgesamt sollten sich die Konjunkturdaten im März leicht erholt haben. Nichtsdestotrotz dürfte das BIP in Q1 wohl bestenfalls  $\frac{1}{4}\%$  zugelegt haben (die erste Schätzung wird am 15. Mai veröffentlicht; Produktionsdaten für März stehen am 9. Mai an).

### Vertrauensindizes: Normalisierung oder etwas Unheilvolleres?

Diese vorübergehenden Faktoren dürften sich auch auf die Vertrauensumfragen ausgewirkt haben. Außerdem könnte die schärfere Tonlage in der Handelspolitik Anfang April die Stimmung gedämpft haben. Dies gilt vor allem für den ZEW-Index, der bei Finanzmarktteilnehmern erhoben wird; diese reagieren nämlich sensibler auf politische Themen. Der ifo-Index und die Einkaufsmanagerindizes zeigen jedoch bereits seit Jahresbeginn nach unten, d.h. bevor die erwähnten temporären Faktoren in Erscheinung traten. Allerdings gingen sowohl der ifo-Index als auch der Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe von Allzeithöchstständen aus zurück. Darüber hinaus handelt es sich sowohl bei dem ifo- als auch bei dem Einkaufsmanagerindex um Diffusionsindizes. Wenn also bei den Umfrageantworten eine Verschiebung von „besser“ zu „unverändert“ stattfindet, ist dies nicht unbedingt als Verschlechterung der Lage zu interpretieren; möglicherweise bedeutet es lediglich, dass sich die wirtschaftliche Lage nicht mehr im selben Tempo verbessert wie im Vormonat. Der ifo-Index basiert auf einem Basisjahr, dem der Wert 100 zugeschrieben wird. Dieses Basisjahr wurde mit der Veröffentlichung der April-Umfrage von 2005 auf 2015 verschoben. Der Einkaufsmanagerindex ist dagegen auf einen Wert von 50 kalibriert, sodass ein Indexwert über 50 auf ein Wachstum der Wirtschaft hindeutet. Mit einem Stand von 55,3 lässt der Einkaufsmanagerindex für April also nach



## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

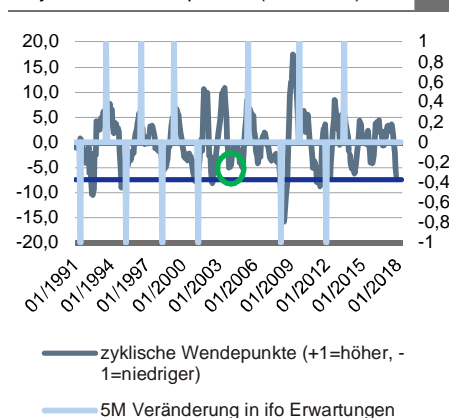
wie vor auf robustes Wachstum schließen, zumal der langfristige Durchschnittswert bei 53,3 liegt.

### Gründe für Optimismus

- i. Die Vertrauensindizes notieren nach wie vor auf sehr hohen Niveaus. Aus Brückenmodellen auf der Basis des ifo-Index oder des Einkaufsmanagerindex ergibt sich ein BIP-Wachstum von 1,1% in Q1. Selbst für Q2 ergibt sich auf der Grundlage der Zahlen für April eine Expansion um 0,9%. Allerdings lag der Restwert dieser Modelle (d.h. der Wert, um den das tatsächliche Wachstum überschätzt wurde) in Q4 2017 bei 0,7%-Punkten, im Durchschnitt der vergangenen acht Quartale dagegen lediglich bei 0,2%-Punkten.
- ii. Diese Umfragen weisen eventuell eine gewisse Zirkularität auf. Genau wie Volkswirten könnte es den Unternehmensmanagern möglicherweise schwerfallen zu beurteilen, inwieweit die jüngsten, schwachen monatlichen Daten als verlässliches Signal anzusehen sind und ob gegebenenfalls die Mikrodaten für ihr eigenes Unternehmen auf eine zyklische Entwicklung hindeuten oder ebenfalls lediglich diese Sonderfaktoren widerspiegeln.
- iii. Das internationale Makroumfeld: Obwohl wir nach dem schwachen ersten Quartal unsere Prognose für die Eurozone für das Gesamtjahr von 2,4% auf 2,1% gesenkt haben, liegt unsere globale BIP-Wachstumsprognose nach wie vor bei 3,9%. Aber auch nationale Faktoren – das Beschäftigungs- und Lohnwachstum ist solide und die Fiskalpolitik ist expansiv (wenngleich die Ausgaben größtenteils in späteren Jahren erfolgen sollen) – sprechen gegen eine bevorstehende deutliche Konjunkturabschwächung, solange sich die derzeitigen Handelsstreitigkeiten nicht unerwartet verschärfen. Diese Faktoren sollten jedoch auch den Umfrageteilnehmern bekannt sein. Warum haben sie dann ihre Erwartungen doppelt so stark zurückgenommen wie die Einschätzung der aktuellen Lage?

### Aber dennoch ...

ifo Erwartungen (Veränderung über 5M)  
& zyklische Wendepunkte (%-Punkte)



Quellen: ifo, OECD, Deutsche Bank Research

Dass die Erwartungskomponente im ifo-Geschäftsklimaindex in den vergangenen Monaten um insgesamt 7,4 Punkte zurückgegangen ist, sollte nicht auf die leichte Schulter genommen werden.

Wie Grafik 3 zeigt, befand sich der Konjunkturzyklus bei einem derartigen Rückgang in der Vergangenheit immer an seinem oberen Wendepunkt. Nur das Jahr 2002 stellt eine Ausnahme dar. Damit war dieses Signal bei insgesamt fünf beobachteten Fällen in 80% der Fälle zuverlässig. Zudem sanken die Quartalswachstumsraten in allen sechs Fällen, in denen die Unterkomponente für die Erwartungen über fünf Monate hinweg um 7,4%-Punkte oder mehr zurückging, merklich.

### Investitionsausgaben als entscheidender Faktor

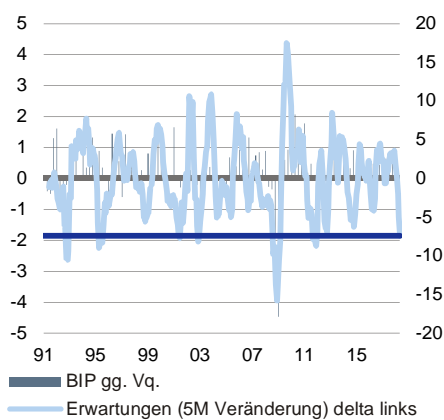
Wie oben erwähnt, gab der geringere Anstieg der Investitionsausgaben in H2 bereits Anlass zur Sorge, bevor sich das Geschäftsvertrauen um die Jahreswende herum eintrübte und die Daten im Januar/Februar unerwartet schwach ausfielen. Selbst wenn der Konsum weiterhin robust bleibt, müssen die Investitionsausgaben nachhaltig ansteigen, damit die Binnenkonjunktur weiter in Fahrt bleibt.



## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

ifo Erwartungen (Veränderung über 5M) & BIP-Wachstum

4



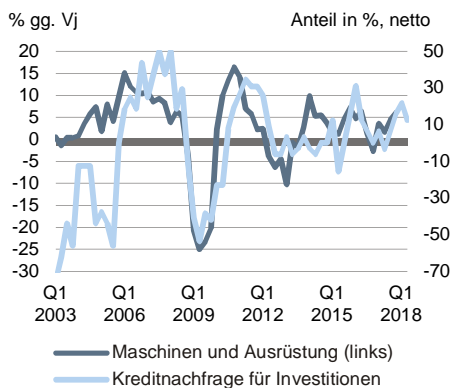
Quellen: ifo, OECD, Deutsche Bank Research

Leider sind die Aussichten eher gemischt:

- Die **Betriebsgewinne** stiegen in H2 2017 um 4 ¼% gg. Vj. an, d.h. so kräftig wie seit Q4 2013 bzw. Q1 2014 nicht mehr. Die Einschätzung der aktuellen Situation im ifo-Geschäftsklimaindex (der im Januar seinen Höchststand erreichte) – ein guter gleichlaufender Indikator für die Gewinnentwicklung – deutet aber auf eine Abflachung hin.
- Die **Kapazitätsauslastung** im Verarbeitenden Gewerbe ist seit Mitte 2016 merklich angestiegen und lag um nicht einmal 1%-Punkt unter dem in Q1 2008 erreichten Allzeithöchststand von 88,8%. Allerdings ging sie in Q2 2018 leicht zurück.
- Die wirtschaftspolitische **Unsicherheit** hat sich in den vergangenen 12 Monaten merklich verringert, der DAX notiert jedoch unter seinem Vorjahresstand und die implizite Volatilität (die ebenfalls als Indikator für wirtschaftliche Unsicherheit dient) hat sich erhöht.
- In Q2 sank in der Umfrage zur Kreditvergabe der Banken die Zahl der Banken leicht, die Investitionsvorhaben als Treiber für die **Kreditnachfrage** anführen, nachdem sie in Q4 und Q1 angestiegen war.
- Die **inländischen Auftragseingänge für Investitionsgüter** schwankten in den vergangenen 12 Monaten merklich, was u.a. auf Großaufträge zurückzuführen war. Insgesamt bewegten sie sich jedoch im Wesentlichen seitwärts. Die Auswirkungen der Grippewelle bzw. von Streiks dürften bei den Auftragseingängen eher von geringerer Bedeutung sein.
- Die **inländischen Auftragseingänge für Investitionsgüter** und die Investitionsausgaben selbst weisen eine hohe Korrelation mit dem ifo-Geschäftsklimaindex für das Verarbeitende Gewerbe auf. Der Anstieg des Geschäftsklimaindex im vergangenen Jahr schlug sich nur zum Teil in den Auftrags-eingängen und der Investitionstätigkeit nieder. Angesichts der Trendwende beim ifo-Geschäftsklimaindex ist die Wahrscheinlichkeit gesunken, dass es sich bei der jüngsten Abschwächung der Auftragseingänge für Investitions-güter lediglich um einen Ausreißer handelt.

Investitionen in Maschinen und Ausrüstung

5



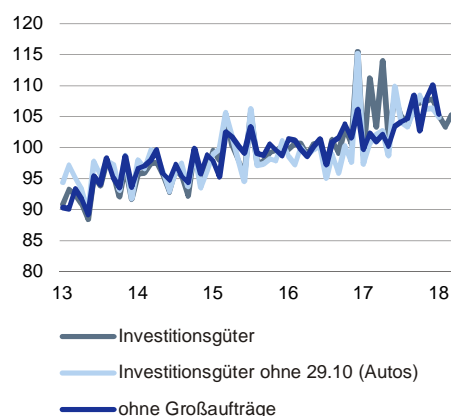
Quellen: Deutsche Bundesbank, ECB

Jeder dieser Faktoren für sich genommen lässt sicherlich noch nicht darauf schließen, dass der Investitionszyklus seinen Höhepunkt überschritten hat. Auch wenn man sie alle zusammennimmt, würden wir diesen Schluss noch nicht ziehen. Dennoch lässt sich nicht ignorieren, dass die Daten zuletzt recht eindeutig in eine Richtung wiesen.

Inländische Auftragseingänge für Investitionsgüter

6

2015=100, volume



Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt

### Wachstum sollte sich in Q2 wieder beleben, Momentum dürfte jedoch Höchststand überschritten haben

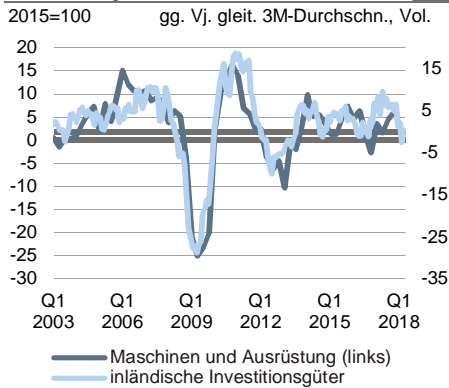
Zyklische Wendepunkte kündigen sich normalerweise nicht an. Jeder Abschwung beginnt mit einem zunächst unscheinbaren Rückgang von einem zyklischen Höchststand aus, und die Konjunktur macht häufig noch einen guten Eindruck, bevor plötzlich eine Wende eintritt. Daher sollten wir wohl nicht allzu sehr darauf vertrauen, dass die Unternehmensumfragen noch auf einem hohen Niveau liegen und dass es eine lange Liste mit möglichen Erklärungen dafür gibt, dass sich die derzeitige Schwäche als vorübergehendes Phänomen erweisen könnte. Der ifo-Index kletterte bis vor einigen Monaten auf mehrere Allzeithöchststände, was es recht unwahrscheinlich macht, dass er in den kommenden Quartalen wieder auf einen Aufwärtstrend einschwenkt; schließlich kehrt er in der Regel zum Mittelwert zurück („mean reversion“). Die schwächer als erwarteten Arbeitsmarktzahlen für April sind ebenfalls ein Grund, vorsichtig zu bleiben.



## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

Investitionen in Maschinen und Ausrüstung  
und inländische Auftragseingänge für  
Investitionsgüter

7



Quelle: Deutsche Bundesbank

## Wir haben unsere BIP-Prognose für das Gesamtjahr auf 2,0% gesenkt

Dem ifo-Index zufolge wurde der Höhepunkt des laufenden Zyklus im vergangenen November erreicht (Index einschließlich Dienstleistungssektor, Basisjahr 2015). Dies lässt jedoch lediglich darauf schließen, dass sich das durchschnittliche Quartalswachstum im Vergleich zu den 0,7% in 2017 abschwächen wird. Mit wohl rund ¼% BIP-Wachstum in Q1 und aufgrund der ausgelasteten Kapazitäten nur begrenztem Aufholpotenzial in Q2 haben wir unsere Wachstumsprognose für das Gesamtjahr von 2,3% auf 2,0% gesenkt. Selbst bei dieser Rate sind für die zweite Jahreshälfte noch robuste Wachstumsraten leicht über Potenzial unterstellt.

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

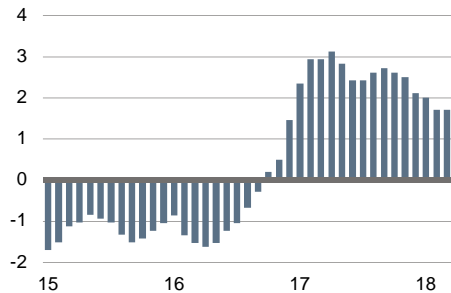


## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

Erzeugerpreise steigen weiter an, aber zuletzt nicht mehr so schnell

1

Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, % gg. Vj.

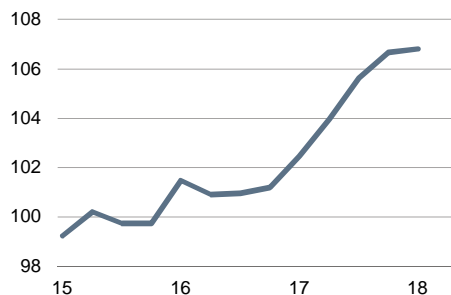


Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsche Industriekonjunktur legt zu Jahresbeginn Verschnaufpause ein

2

Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, Quartalswerte, sb., 2015=100

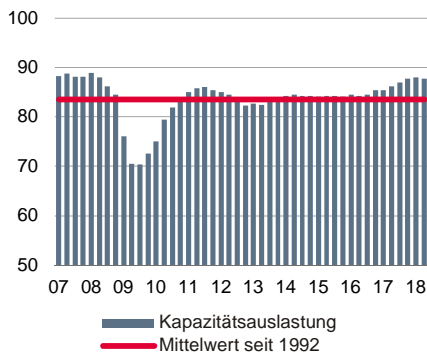


Quelle: Statistisches Bundesamt

Auslastung sinkt auf hohem Niveau

3

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %



Quelle: ifo

## Nachlassende Dynamik der Industriekonjunktur und starker Euro dämpfen Inflationsdruck

- Die Inflationsrate in Deutschland bleibt auch 2018 unter der Marke von 2%, obwohl das BIP zum fünften Mal in Folge über Potenzial wachsen dürfte, die Kapazitäten gut ausgelastet sind, der Arbeitsmarkt vielerorts leergefegt ist und die Tariflöhne kräftig steigen. Die Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe sind zu Jahresbeginn 2018 nicht mehr so stark gewachsen wie 2017; hier macht sich die Verschnaufpause bei der Industriekonjunktur bemerkbar. Hinzu kommt, dass der starke Euro dämpfend auf die deutschen Einfuhrpreise wirkt. Diese dürften 2018 deutlich weniger stark zulegen als 2017 oder sogar schrumpfen.
- Für die Eurozone rechnen wir 2018 mit einer Inflationsrate von 1,6%. Die niedrige Preissteigerung liefert den „Tauben“ innerhalb der EZB gute Argumente für den (angekündigten) langsamen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik.

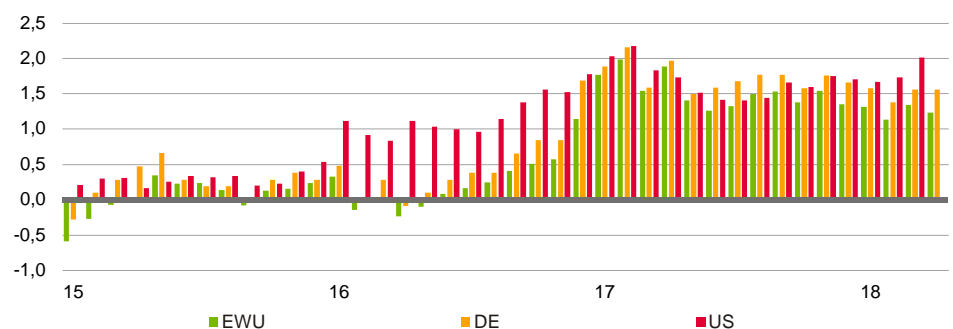
Seit vielen Monaten treibt die internationalen Finanzmärkte die Frage um, wann die Inflation endlich wieder zurückkehren wird. Trotz expansiver Geldpolitik und guter Konjunkturdaten ist die Zielmarke einer Inflationsrate von etwa 2% lediglich in den USA erreicht (und zwar im März 2018 erstmals wieder seit Januar 2017). In der Eurozone liegt sie knapp unter 1 ½% – in Japan weiterhin unter 1%. In den USA mehren sich die Anzeichen, dass die Knappheit am Arbeitsmarkt zu stärkerem Inflations- und Preisdruck führen wird. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Fed in diesem Jahr die Leitzinsen insgesamt viermal oder häufiger anhebt, ist nach Einschätzung des Marktes in den letzten Wochen deutlich gestiegen. Die EZB zeigt sich nach wie vor optimistisch, dass über das recht kräftige BIP-Wachstum, die gestiegene Kapazitätsauslastung und bessere Arbeitsmarktzahlen in vielen Ländern der Eurozone die Inflation wieder stärker wachsen sollte, wenngleich Draghi in der letzten Pressekonferenz doch etwas vorsichtiger klang.

Trotzdem verharrt die Teuerung in den letzten Monaten zumeist (deutlich) unter der 2%-Marke. Dies gilt auch für Deutschland, das 2018 zum fünften Mal in Folge über Potenzial wachsen dürfte, wo die Zahl der Erwerbstätigen auf ein Rekordhoch geklettert und die Arbeitslosigkeit auf den niedrigsten Wert seit der Wiedervereinigung gesunken ist. Trotz dieser positiven Rahmenbedingungen lag die Inflationsrate 2017 lediglich bei 1,7% und im ersten Jahresdrittel von 2018 bei 1,5% gg. Vj. (2016: +0,4%).

Inflationsrate in Europa weiterhin unter 2%

4

Inflationsrate\*, % gg. Vj.



\* Für die USA basierend auf Personal Consumption Expenditure Price Index

Quellen: Bureau of Economic Analysis, Deutsche Bundesbank, Eurostat





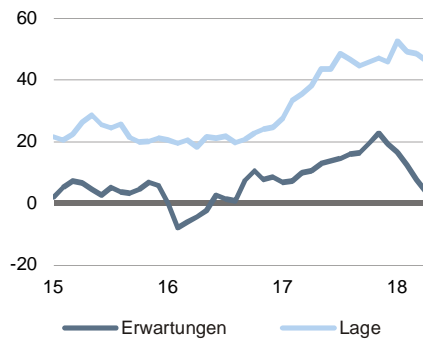
## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

### Weniger Dynamik bei deutschen Erzeugerpreisen

Erwartungen in der Industrie trüben sich ein

5

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



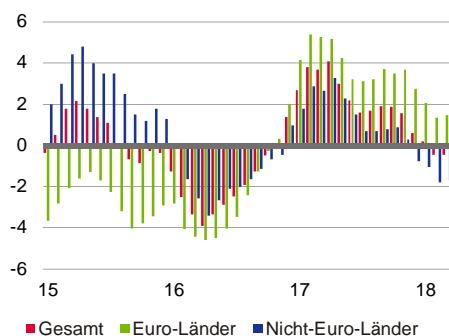
Die Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe legten in Deutschland 2017 immerhin um 2,6% zu. Seit einigen Monaten lässt die Dynamik jedoch spürbar nach: Im 1. Quartal 2018 lag das Plus nur noch bei 1,8% gg. Vj. Erstaunlich ist dieser Rückgang nicht zuletzt deshalb, weil der Ölpreis zu Jahresbeginn über dem Wert des Vorjahres lag (Q1 20018 gg. Q1 2017: +6,2% in Euro gerechnet; in US-Dollar: +23%). 2017 waren es jedenfalls noch die rohstoffnahen Sektoren (Metalle, Chemie), die zum Anstieg der Erzeugerpreise in Deutschland maßgeblich beigetragen haben.

Der geringere Preisanstieg könnte mit der Verschnaufpause der deutschen Industrieproduktion im 1. Quartal 2018 zusammenhängen. Hier war saisonbereinigt lediglich ein marginales Plus gg. Vq. zu verzeichnen, nachdem die Industrieproduktion 2017 deutlich kräftiger gestiegen war. Auch die industrielle Kapazitätsauslastung zeigt, dass das Verarbeitende Gewerbe zuletzt einen Gang runtergeschaltet hat. Zu Beginn des 2. Quartals 2018 ging sie leicht zurück, jedoch auf hohem Niveau. Schließlich passen die Geschäftserwartungen der Industrie in dieses Bild: Sie sanken im April 2018 zum fünften Mal in Folge, liegen jedoch noch knapp im positiven Bereich. Es sieht derzeit nicht danach aus, als würde die deutsche Industrie kurzfristig in eine ernsthafte konjunkturelle Krise rutschen. Das geringere Wachstumstempo ist angesichts der gut ausgelasteten Kapazitäten sowie der Engpässe am Arbeitsmarkt zumindest in Teilen erklärbar. Für die angestrebte Rückkehr der Inflationsrate in Richtung 2% kommt die (temporäre) konjunkturelle Schwächephase im Verarbeitenden Gewerbe jedoch zu einem unpassenden Zeitpunkt.

Starker Euro drückt auf Importpreise

6

Deutsche Einfuhrpreise für Erzeugnisse des Verarbeitenden Gewerbes, % gg. Vj.



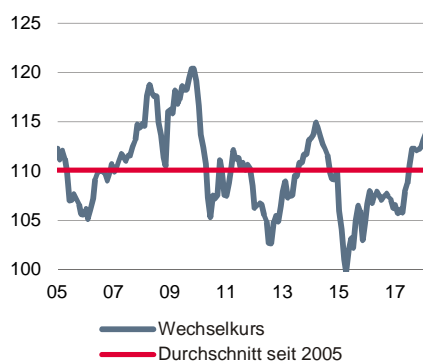
### Importpreise aus den Nicht-Euro-Ländern im Minus

Zugleich gehen die Impulse von den deutschen Einfuhrpreisen für die Inflationsrate derzeit zurück. In Grafik 6 haben wir die Einfuhrpreise für Erzeugnisse des Verarbeitenden Gewerbes dargestellt, und zwar für die Importe aus der Eurozone sowie für Einfuhren aus Nicht-Euro-Ländern. Es wird deutlich, dass die Einfuhrpreise bei Importen aus dem Nicht-Euro-Raum im den letzten Monaten im Vorjahresvergleich ins Minus gerutscht sind. Hierin spiegelt sich die relative Stärke des Euro gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner wieder. So notiert der handelsgewichtete nominale Euro-Wechselkurs für Deutschland im 1. Quartal 2018 um mehr als 7% über dem entsprechenden Niveau des Vorjahres. Hinzu kommt, dass z.B. in China, Deutschlands wichtigstem Importeur, die Erzeugerpreise für gewerbliche Produkte in den letzten Monaten nach unten tendierten.

Euro-Wechselkurs zuletzt stärker

7

Nominaler handelsgewichteter EUR-Wechselkurs, Q1 1999=100



### Inflationsrate in Deutschland und der Eurozone bleibt auch 2018 unter 2%

Nach unserer aktuellen Prognose dürfte die Inflationsrate in Deutschland 2018 bei etwa 1,6% liegen. Für preistreibende Impulse sorgen u.a. die recht hohen Lohnabschlüsse sowie die weiter sinkende Arbeitslosenquote bzw. steigende Beschäftigung. Auch der Ölpreis wird im Jahresdurchschnitt 2018 wohl über dem Niveau von 2017 liegen. Dem steht ein starker Euro gegenüber, der die deutschen Einfuhren verbilligt. Hinzu kommt, dass der Konjunkturzyklus in Deutschland und wichtigen Exportmärkten schon weit vorangeschritten ist.

Für die Eurozone rechnen wir 2018 mit einer Inflationsrate von 1,6%. Die niedrige Preissteigerung liefert den „Tauben“ im EZB-Rat gute Argumente für den (angekündigten) langsamen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik.

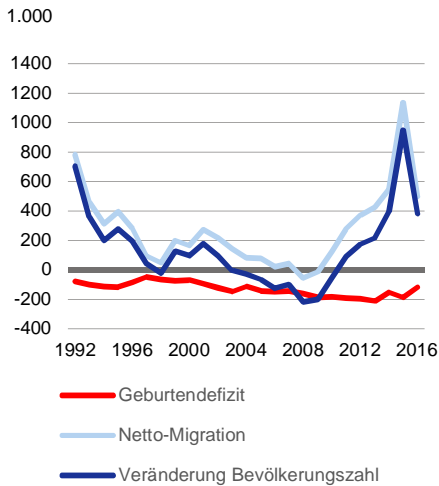
Eric Heymann (+49 69 910-31730 eric.heyman@db.com)



## Arbeitsmigration: Der Boom nährt den Boom – bislang noch

Migration prägt Entwicklung der Bevölkerungszahl in Deutschland

1



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

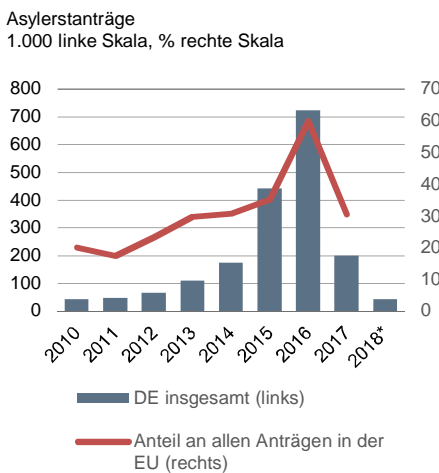
### Migration sorgt für Bevölkerungswachstum

Deutschland erlebt seit Beginn dieses Jahrzehnts starke Zuwanderung, deren Umfang allenfalls mit dem Migrationsboom nach dem Fall des Eisernen Vorhangs vergleichbar ist. Allerdings ist das aktuelle Wanderungsgeschehen vielschichtig. Gleichwohl scheint – wie damals – nach rd. acht Jahren die Dynamik nachzulassen. Von 2010 bis 2017 sind rd. 3,83 Mio. Personen mehr nach Deutschland zugewandert als von hier fortgezogen (Sept. 2017 bis Dez. 2017 eigene Hochrechnung). Das entspricht einem durchschnittlichen Wanderungssaldo von rd. 480.000 pro Jahr. In der vergangenen Dekade waren es hingegen nur gut 96.000 pro Jahr nach 387.000 p.a. in den 1990er Jahren.

Anders als während der meisten Jahre der vergangenen Dekade hat die Zuwanderung damit den Bevölkerungsrückgang überkompensiert, der in dem seit 1972 anhaltend negativen Saldo aus Geburten und Sterbefällen angelegt ist. In der Folge weist Deutschland seit 2011 wieder eine wachsende Bevölkerung auf. Nach Schätzungen des Statistischen Bundesamtes zählte das Land Ende 2017 rd. 82,8 Mio. Einwohner – rd. 2,5 Mio. mehr als Ende 2011 (Daten 2010 nicht vergleichbar).

Deutschland Hauptzielland für Asylsuchende in der EU

2



\* Januar - März

Quellen: BAMF, Eurostat, Deutsche Bank Research

### Fluchtmigration dominiert aktuelle Debatte

Mit Blick auf die Migration dominiert in Deutschland das Thema Flüchtlingskrise die aktuelle Debatte. Tatsächlich bildeten die Schutzsuchenden aus den Kriegs- und Krisengebieten des Nahen Ostens und Afrikas das Gros der Zuwanderer in den Jahren 2015 und 2016.<sup>2</sup> Für diese beiden Jahre weist das Statistische Bundesamt eine Netto-Zuwanderung von rd. 550.000 bzw. knapp 340.000 (nicht bereinigte Daten) aus den betreffenden Ländern aus. Dies entspricht Anteilen von 48% bzw. 46% am gesamten Wanderungssaldo der jeweiligen Jahre (2016 nicht bereinigt). Dies hat u.a. wesentlich dazu beigetragen, dass Bürger aus Syrien (knapp 0,7 Mio.) nach denen aus der Türkei (1,5 Mio.) und Polen (0,87 Mio.) inzwischen (Ende 2017) die drittgrößte Gruppe der ausländischen Bevölkerung (10,6 Mio.) darstellen.

Als Folge der Schließung der Balkan-Route, einer restriktiveren deutschen Asylpolitik und verschiedener Maßnahmen der EU, insbesondere des Abkommens mit der Türkei vom März 2016, ist die Zahl Asylsuchender seit den Höchstständen im Herbst 2015 und Frühjahr 2016 deutlich gesunken. Das spiegelt sich bei der Zuwanderung aus allen Drittstaaten außerhalb der EU wider. Wanderten dem Ausländerzentralregister (AZR) zufolge 2015 noch rd. 860.000 Drittstaatsangehörige mehr nach Deutschland ein als von hier weggezogen, so waren es 2016 nur noch rd. 350.000.<sup>3</sup> Für H1 2017 weist das AZR ein entsprechendes Plus von 117.000 aus – ein Rückgang um 40% gg. H1 2016.<sup>4</sup>

<sup>2</sup> Zu diesen Ländern zählen Afghanistan, Eritrea, Irak, Iran, Nigeria, Pakistan, Somalia und Syrien.

<sup>3</sup> Die Zahlen des AZR unterscheiden sich von denen des Statistischen Bundesamtes, da Personen im AZR erst registriert werden, wenn sie sich länger als 90 Tage im Bundesgebiet aufhalten oder ein sonstiger Anlass zur Registrierung besteht (z.B. ein Asylantrag).

<sup>4</sup> Diese Daten zeigen auch, wie stark die Zuwanderung aus Drittstaaten derzeit von der Fluchtmigration geprägt wird, da es daneben kaum quantitative bedeutende andere Aufenthalts- bzw. Zuwanderungsmöglichkeiten für Drittstaatsangehörige gibt. (Zu den Ausnahmen gehört etwa die zeitlich befristete Aufenthaltserlaubnis für die Ausübung einer Erwerbstätigkeit, die 2016 rd. 66.500 Personen erteilt wurde, von denen knapp die Hälfte im selben Jahr eingereist waren.)

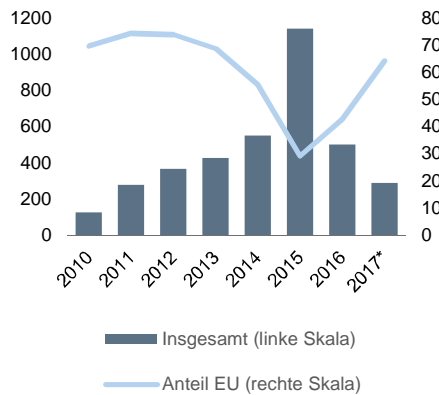


## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

Netto-Zuwanderung nach Deutschland

3

1.000 linke Skala, % rechte Skala



\* Januar - August

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Seit 2010 auch Zuwanderungsplus von 1,9 Mio. aus EU-Ländern

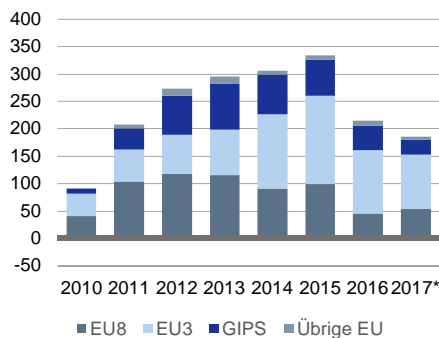
Angesichts der Debatte über die Fluchtmigration übersehen viele die in diesem Jahrzehnt ebenfalls umfangreiche Zuwanderung aus den Partnerländern der EU. Seit 2010 sind von dort insgesamt sogar mehr Personen zugewandert als aus Drittstaaten. Auch der Zuwanderungsüberschuss (rd. 1,9 Mio. bis August 2017) ist höher als der gegenüber den Drittstaaten (1,83 Mio.), trotz höherer Abwanderung (insbesondere wenn man deutsche Staatsangehörige einbezieht). Auf dieser Basis resultieren damit knapp 51% der bisherigen Wanderungsgewinne dieser Dekade aus EU-Partnerländern. Lediglich 2015 und 2016 lag der Anteil der EU mit 29% bzw. 43% unter dem der Drittstaaten.

Die Wanderungsbilanz gegenüber den EU-Ländern war während dieser Zeit fast ausschließlich (rd. 97%) durch Personen aus zwei Ländergruppen geprägt. Zum einen sind dies die acht bzw. zwei mittel- und südosteuropäischen Staaten, die im Mai 2004 und Anfang 2007 der EU beitraten, aber erst mit einer Verzögerung von jeweils sieben Jahren das Recht auf (Arbeitnehmer-)Freizügigkeit erhielten. Die Bürger dieser Länder konnten dementsprechend erst ab Mai 2011 bzw. Januar 2014 zur Aufnahme einer Erwerbstätigkeit oder zwecks Arbeitsuche nach Deutschland einreisen. Angesichts der gemessen am Niveau in Deutschland relativ geringen (Netto-)Einkommen in diesen Ländern (z.B. Polen nur rd. 30%, Rumänien 18%) und der gleichsam jahrelang aufgestauten Wanderungswünsche erreichte die (Netto-)Zuwanderung von dort sehr schnell hohe Werte in der Größenordnung von insgesamt 200.000 p.a. von 2012 bis 2015. Zum kleineren Kreis zuletzt beigetretener Länder (EU3) gehört inzwischen auch Kroatien, für dessen Bürger seit Mitte 2015 Arbeitnehmerfreizügigkeit gilt (nach EU-Beitritt am 1. Juli 2013). Aus diesen 11 Partnerländern wanderten von Anfang 2010 bis August 2017 netto 1,43 Mio. Personen zu, und zwar vor allem aus Polen (414.000 Personen), Rumänien (434.000) und Bulgarien (201.000).

Umfangreiche Wanderungsgewinne gg. EU-Partnerländern

4

1.000



\* Januar - August

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die zweite Gruppe bilden die vier südeuropäischen Länder des Eurogebietes, die Ende des vergangenen Jahrzehnts in eine krisenhafte Lage mit jahrelang hoher Arbeitslosigkeit gerieten. Während auf die erste Gruppe fast drei Viertel der in diesem Jahrzehnt bislang erzielten Wanderungsgewinne Deutschlands gegenüber Partnerländern entfallen, beträgt der Anteil der zweiten Gruppe, der EU4 (GIPS, Griechenland, Italien, Portugal, Spanien), rd. 22% (2010 bis Aug. 2017: +410.000 Personen).

### Wanderungsdynamik lässt nach

Wie die Zuwanderung aus Drittstaaten ging 2016 auch der Zuzug aus Partnerländern zurück. Allerdings stellte das Statistische Bundesamt in dem Jahr die Datenerfassung um. Gerade länderspezifische Vergleiche zum Jahr 2015 sind deswegen nur bedingt möglich. Die Daten des AZR, die auf Staatsangehörigkeit abstellen, deuten indes auf einen merklichen Rückgang hin (2016 gg. 2015: -25%), der sich – anders als aktuelle Daten des Bundesamtes nahelegen – 2017 fortgesetzt hat (H1 2017 gg. H1 2016: -15%). Allerdings zeigen auch die Daten des Bundesamtes eine im bisherigen Jahresverlauf deutlich nachlassende Wanderungsdynamik aus den südeuropäischen EU-Ländern, insbesondere aus Spanien und Portugal. Dies passt zu der anhaltenden wirtschaftlichen Erholung in diesen Ländern. Aber auch die Zuwanderung aus Mitteleuropa, insbesondere aus Polen, dürfte (weiter) nachlassen, zumal auch dort Fachkräfte mehr und mehr gebraucht werden.

### Migration stärkt Wachstumskräfte und dämpft Lohnanstieg

Die Migration hat das Geschehen am deutschen Arbeitsmarkt in den vergangenen Jahren merklich beeinflusst. Insbesondere die Zuwanderung aus den EU-

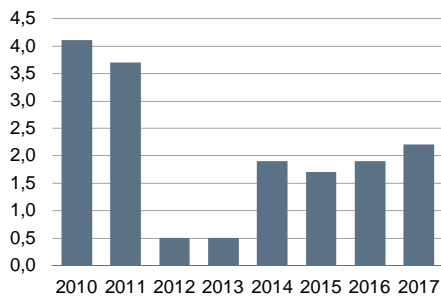


## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

### Deutschland auf dem Wachstumspfad

5

Reales BIP, % gg. Vorjahr



Quelle: Statistisches Bundesamt

Partnerländern hat sich unmittelbar positiv auf das Arbeitskräfteangebot ausgewirkt und damit dazu beigetragen, dass die deutsche Wirtschaft trotz Engpässen beim Angebot einheimischer Arbeitskräfte auf einem Pfad bemerkenswerten Wachstums bleiben konnte (durchschnittl. BIP-Wachstum seit 2014: +1,9% p.a., seit 2010: + 2,1% p.a.). So hat die Zuwanderung die Wachstumskräfte gestärkt und damit zugleich zur anhaltenden Attraktivität Deutschlands als Zielland für Migranten auf der Suche nach Arbeit beigetragen.

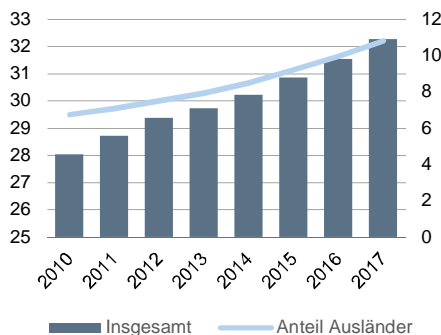
Eine aktuelle Analyse der Deutschen Bundesbank konstatiert zudem einen lohndämpfenden Effekt der arbeitsmarktorientierten Zuwanderung.<sup>5</sup> Dieser resultiert demnach v.a. daraus, dass ein Großteil insbesondere der Zuwanderer aus den neuen EU-Mitgliedstaaten in Wirtschaftszweigen mit eher niedrigem Lohnniveau (und tendenziell unterdurchschnittlicher Lohndynamik), wie Landwirtschaft, Arbeitnehmerüberlassung, Gastgewerbe und Baugewerbe, tätig sind.

### Verdoppelung der Zahl ausländischer Beschäftigter seit Q1 2010

### Aufschwung am Arbeitsmarkt von ausländischen Arbeitskräften gestützt

6

Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte, Jahresdurchschnitt, Mio. linke Skala, % rechte Skala



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

Ohne Hilfe von außen wäre der kräftige Anstieg der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung um 15% im Jahresdurchschnitt seit 2010 auf insgesamt 32,26 Mio. im Jahr 2017 kaum möglich gewesen. Der Zuwachs von 4,23 Mio. resultiert zu 38% aus einem Plus bei den sozialversicherungspflichtig beschäftigten Ausländern. Deren Zahl hat sich in den neun Jahren seit Q1 2010 auf 3,66 Mio. (Durchschnitt Jan./Feb. 2018) verdoppelt (Durchschnitt 2017 gg. 2010: +85% auf 3,5 Mio.). Dadurch nahm der Anteil von Ausländern an der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung von 6,7% 2010 auf 10,8% im vergangenen Jahr und sogar 11,3% im Februar 2018 zu.

Die größten Beiträge dazu leisteten Personen aus den neuen mitteleuropäischen EU-Ländern (EU11: +873.500, darunter Polen: 286.000, Rumänien: 251.000) und aus den GIPS (+180.000). Für Personen aus den Kriegs- und Krisenländern weist die Statistik ein Plus von rd. 140.000 entsprechend Beschäftigter aus.

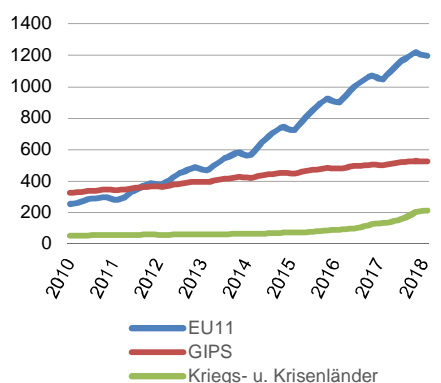
Das deutlich größere Plus bei den ersten beiden Gruppen ist insoweit verständlich, als es sich dabei überwiegend um Personen handelt, die per se zwecks Aufnahme einer Erwerbstätigkeit nach Deutschland einwanderten. Wandermotiv der Flüchtlinge ist hingegen die Schutzsuche. So handelt es sich bei einem wesentlichen Teil der Migranten aus den Kriegs- und Krisenländern auch um Kinder und Jugendliche unter 18 Jahren. Zudem steht Asylbewerbern aus diesen Ländern der Arbeitsmarkt grundsätzlich erst nach sechs Monaten offen. Vor allem aber stehen einer schnellen Arbeitsmarktintegration der Flüchtlinge in vielen Fällen Qualifizierungsdefizite und insbesondere fehlende Sprachkenntnisse entgegen, die erst erworben werden müssen. All dies erfordert Zeit.

Bei der Interpretation der Daten gilt es zudem zu beachten, dass die Beschäftigungsstatistik Zuwanderer nicht separat erfasst, sondern auf die Nationalität abstellt. Zu einem – freilich nur geringen – Teil könnten die genannten Zuwächse daher einen Anstieg der Erwerbsneigung der bereits vor 2010 in Deutschland ansässigen ausländischen Bürger reflektieren. Dies dürfte bei der seit 2010 um rd. 51.000 gestiegenen Beschäftigung türkischer Bürger eine Rolle gespielt haben, zumal seit 2010 insgesamt nur knapp 30.000 türkische Staatsbürger mehr nach Deutschland zu- als fortgezogen sind.

### Hohes Beschäftigungsplus bei Ausländern aus wichtigen Herkunftsländern

7

Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte, gleitender 3-Monatsdurchschnitt, 1.000



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

<sup>5</sup> Deutsche Bundesbank (2018): Lohnwachstum in Deutschland: Einschätzung der Einflussfaktoren der jüngeren Entwicklung. Monatsbericht April 2018.

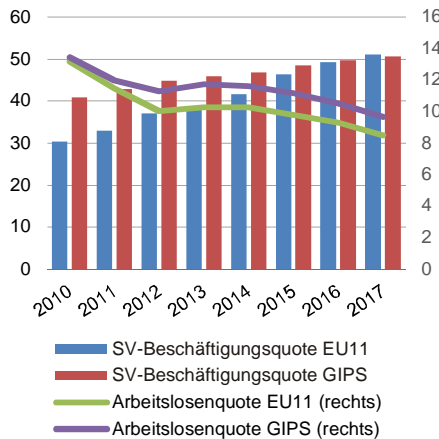


## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

SV-Beschäftigungs-<sup>\*</sup> & Arbeitslosenquote<sup>\*\*</sup> für Bürger aus Partnerländern

8

Jahresdurchschnitt, %



\* Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte bezogen auf die betreffende Bevölkerungsgruppe gem. AZR  
\*\* Quote mit eingeschränkter Bezugsgröße

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

### Relativ hohe Beschäftigungsquote bei Bürgern aus EU-Partnerländern

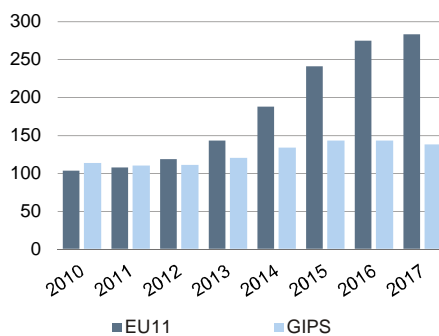
Bezogen auf die jeweilige nationale Bevölkerungsgruppe in Deutschland (gemäß AZR) weisen Personen aus den EU11 und den GIPS mit zuletzt (Feb. 2018) 50,4% bzw. 49,7% weitaus höhere Beschäftigungsquoten aus als die Ausländer insgesamt (41,1%, zum Vergleich Deutsche: 61,2%; jeweils nur sozialversicherungspflichtig Beschäftigte ohne ausschließlich geringfügig Beschäftigte und ohne Selbstständige). Bei den Personen aus den Kriegs- und Krisengebieten waren es zuletzt 19,4%.

Ein gewisses Spiegelbild dieser Zahlen stellen die Daten zur Arbeitslosigkeit dar. Trotz der umfangreichen Zuwanderung waren im ersten Quartal mit 61.100 weniger Personen aus den GIPS arbeitslos als vor neun Jahren (Q1 2010: 66.500). Hingegen hat sich die Zahl der Arbeitslosen aus den mittel- und süd-osteuropäischen EU-Ländern im selben Zeitraum von rd. 54.000 auf 116.000 (April 2018: 107.000) gut verdoppelt. Die modifizierte Arbeitslosenquote (bezogen auf die sozialversicherungspflichtig und geringfügig Beschäftigten plus Arbeitslose) betrug für Staatsangehörige aus den GIPS zuletzt (Feb. 2018) 9,6% und für jene aus den EU11 8,8% (allerdings Bulgarien: 16,8%), was die umfangreichere Zuwanderung reflektiert.

Empfänger von Grundsicherungsleistungen aus EU-Partnerländern

9

Jahresdurchschnitt, 1.000



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

### Deutlich mehr Sozialleistungsempfänger aus dem Ausland

Auf Probleme bei der Arbeitsmarktintegration verweist vor allem auch die Inanspruchnahme von Leistungen der Grundsicherung (nach SGB II). Hier bestehen bei den betrachteten Zuwanderergruppen erhebliche Unterschiede. Während die Zahl der Leistungsbezieher aus den GIPS von 2010 bis 2017 nur um rd. ein Fünftel (21,5%) bzw. 24.400 auf 138.000 zunahm, beträgt der Zuwachs bei den EU11 – von einer geringeren Basis aus – rd. 175% bzw. rd. 180.000 auf 283.000 (Jan 2018: 281.000). Allerdings fiel der Zuwachs 2017 relativ gering aus (3%) und im Januar lag die Zahl der Leistungsempfänger unter dem Vorjahreswert, wie dies für Personen aus Südeuropa seit Längerem gilt. Aus den Krieg- und Krisenländern empfangen zuletzt (im Januar) 968.000 Personen Grundsicherung, darunter 652.000 Erwerbsfähige. Auch diese Zahl belegt die Größe und Herausforderung der Integrationsaufgabe.

### Fazit

Der Zuwanderungsboom hat den Aufschwung in Deutschland befördert und unterstützt weiterhin die robuste Konjunktur. Inzwischen dürfte der Zuzug von Arbeitskräften aus den EU-Partnerländern aber die Höchstwerte überschritten haben. Soweit auch in der anbrechenden Epoche der digitalen Wirtschaft noch ein Überhang bei der Nachfrage nach Fachkräften besteht, erscheint es ratsam, die Attraktivität Deutschlands für qualifizierte Zuwanderer aus Drittstaaten weiter zu steigern. Vor allem gilt es, das im Inland vorhandene Potenzial an Arbeitskräften effizient zu nutzen. Der derzeit am deutschen Arbeitsmarkt bestehende Mismatch von einerseits fast 1,2 Mio. offenen Stellen in Q1 2018 und andererseits 2,52 Mio. Arbeitslosen, darunter knapp 0,91 Mio. Beziehern von Grundsicherung im selben Quartal bei einer Gesamtzahl von zuletzt (Jan. 2018) 4,26 Mio. erwerbsfähigen Leistungsberechtigten, belegt die Herausforderung.

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



## EZB: Das Vertrauen ist weder absolut noch bedingungslos

- In unserem Basisszenario für die April-Pressekonferenz gingen wir davon aus, dass die Presseerklärung unverändert bleiben und sich Mario Draghi in der Fragerunde etwas taubenhafter zu den Risiken äußern werde. Genau so ist es auch gekommen. Die vorbereitete Presseerklärung verwendete praktisch unveränderte Formulierungen und der Rat zeigte sich nach wie vor zuversichtlich in Bezug auf Wachstum und Inflation. Dagegen schlug Draghi in der Fragerunde etwas vorsichtigere Töne an.
- Die wichtigste Erkenntnis aus der Pressekonferenz lautet, dass sich der Rat nicht über die Geldpolitik ausgetauscht hat. Stattdessen hat er sich auf die „sehr wichtigen“ aktuellen Wirtschaftsdaten konzentriert. Da in den kommenden Monaten eine Entscheidung über die Beendigung der QE ansteht, kann die EZB nicht einfach davon ausgehen, dass die schwächere konjunkturelle Dynamik im ersten Quartal nur ein vorübergehendes Phänomen ist – auch wenn wir genau wie die Zentralbank der Auffassung sind, dass dies wahrscheinlich in der Tat der Fall ist. Darüber hinaus ist immer noch ein Handelskrieg möglich und dieser unbekannte Faktor könnte beträchtliche Auswirkungen auf das Vertrauen haben.
- Da also eine gewisse Vorsicht zu spüren ist und keinerlei Vorbereitungen für eine wichtige geldpolitische Entscheidung in naher Zukunft getroffen wurden, ist die Wahrscheinlichkeit einer QE-Ankündigung im Juni unseres Erachtens gesunken. Wir rechnen jetzt damit, dass die EZB die Einstellung der Nettokäufe von Vermögenswerten im Juli ankündigt. Ganz gleich, ob dieser Schritt nun im Juni oder Juli erfolgt – wir gehen weiterhin von einer Reduzierung der QE in Q4 und ihrer Beendigung im Dezember 2018 sowie von einer ersten Anhebung des Einlagensatzes um 20 Bp. im Juni 2019 aus.

**Erstens: Die vom Rat genehmigte Presseerklärung war im Vergleich zum März praktisch unverändert.** Als erste Änderung wurde die Konjunkturabschwächung in den vergangenen Monaten zur Kenntnis genommen. Allerdings wurde sie weitgehend als (a) erwartet und (b) möglicherweise durch temporäre Faktoren verursacht abgetan. Eine zweite Änderung wurde bei den Äußerungen zu eventuellen Wachstumsrisiken vorgenommen. Insgesamt wurden die Risiken weiterhin als ausgeglichen angesehen. Allerdings wurde das zuvor bestehende Aufwärtsrisiko aufgrund der anhaltend kräftigen Wachstumsdynamik nicht mehr angeführt, und es hieß, dass „Risiken im Zusammenhang mit globalen Faktoren, darunter die Gefahr eines verstärkten Protektionismus, vermehrt in den Vordergrund“ träten. Die Botschaft der Presseerklärung blieb also vordergründig unverändert, wobei jedoch etwas taubenhaftere Akzente zu erkennen waren.

**Zweitens: Draghi äußerte sich in der Fragerunde taubenhafter und wand sich bei seinen Formulierungen, um das in der Presseerklärung ausgedrückte Vertrauen nicht allzu sehr zu beschädigen.** (1) Draghi sagte, die Schwäche der jüngsten Konjunkturdaten – auf die er in allen Einzelheiten einging, um sich nicht vorwerfen lassen zu müssen, er beachte die Daten nicht genügend – müsse im Auge behalten werden. Er sagte, natürlich herrsche eine gewisse Vorsicht, aber gleichzeitig sei das Vertrauen unverändert. Anders ausgedrückt: Der Rat möchte weiter optimistisch sein, sieht sich aber angesichts der jüngsten Daten etwas unter Druck. (2) Draghi sagte, es sei nicht über die Geldpolitik diskutiert worden. Die Aussprache habe sich auf die Wirtschaft und die Entwicklungen in den einzelnen Ländern aus Sicht der Zentralbankgouverneure konzentriert. Insgesamt war auf breiter Front eine Konjunkturverlangsamung zu erkennen. Draghi äußerte, über die Geldpolitik sei nicht diskutiert worden, weil die



## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

---

aktuellen Konjunkturdaten „sehr wichtig“ seien. Die Presseerklärung ließ durchblicken, dass der Rat den jüngsten Daten nicht allzu viel Beachtung geschenkt habe; Draghi signalisierte dagegen deutlich, dass durchaus etwas mehr Besorgnis besteht.

### Welche Botschaft nehmen wir aus der Pressekonferenz mit? Allmählicher Ausstieg, QE-Entscheidung wohl eher im Juli als im Juni

**Erstens: Die ausgewogene, „taubenhafte Exit-Strategie“ wird weiter verfolgt.** Es gibt keinerlei Hinweise darauf, dass sich die EZB nicht weiter auf einen Ausstieg aus der QE zubewegt. Ganz wie die EZB sind wir der Auffassung, dass die Fundamentaldaten trotz der überraschenden Schwäche in Q1 weiterhin auf ein über der Trendrate liegendes Wirtschaftswachstum hindeuten und dass durchaus mit einer Normalisierung der Inflation zu rechnen ist. Der Ausstieg wird wohl allmählich und unter Berücksichtigung eventuell auftretender Makrorisiken erfolgen. Eine dauerhafte Normalisierung der Inflationsrate – ein Kriterium für die Beendigung der Netto-QE-Käufe – scheint weiterhin in Reichweite, solange die Abwärtsrisiken für das Wachstum nicht eintreten. Der Rat geht davon aus, dass dies nicht der Fall sein wird, wenngleich sich diese Einschätzung mit der Prognoseaktualisierung im Juni ändern könnte. Wohlgedenkt: Wie der Rat die Risiken einschätzt, könnte nicht zuletzt davon abhängen, ob die EU von den höheren US-Zöllen auf Stahl und Aluminium ausgenommen bleibt oder nicht.

**Zweitens: Unseres Erachtens ist es bedeutsam, dass nicht über die Geldpolitik diskutiert wurde; dies lässt darauf schließen, dass die QE-Entscheidung wohl eher im Juli als im Juni getroffen wird.** Dass nicht über die Geldpolitik diskutiert wurde, bedeutet, dass keine Vorbereitungen für eine zweifelsohne bedeutsame Entscheidung getroffen wurden, nämlich über das Ob und Wie eines Ausstiegs aus der QE. Dabei geht es nicht nur um die Frage, ob sich die Inflation dauerhaft normalisiert, sondern auch darum, ob der Ausstieg abrupt oder allmählich erfolgt und ob und in welchem Umfang die Zins-Guidance geändert werden muss, damit es nicht zu Turbulenzen an den Finanzmärkten kommt. Da keine entsprechenden Vorbereitungen getroffen wurden, ist wohl eher im Juli als im Juni damit zu rechnen, dass das Ende der Anleihekäufe angekündigt wird. Wir ändern daher unsere Prognose und rechnen jetzt mit einer Entscheidung im Juli, wenngleich der Juni natürlich weiterhin ein möglicher Termin ist.

Die Risikoabwägung deutete ohnehin bereits auf Juli hin. Dies wäre der spätestmögliche Zeitpunkt, zu dem eine Beendigung der Anleihekäufe angekündigt werden könnte. Schon Ende 2017 hat die EZB mit der Bekanntgabe der Reduzierung der Anleihekäufe von EUR 60 Mrd. auf EUR 30 Mrd. so lange wie möglich gewartet. Ob die QE-Entscheidung nun im Juni oder – was inzwischen wahrscheinlicher ist – im Juli erfolgt, ändert jedoch nichts an unserer Prognose, dass die Anleihekäufe in Q4 reduziert und im Dezember 2018 beendet wird und die Tür für einen ersten Zinsschritt im Juni 2019 offen ist. Wir gehen weiterhin von einer Anhebung des Einlagensatzes um 20 Bp. im Juni 2018 aus.

**Drittens: Draghi erklärte, es gebe eine Diskussion darüber, ob das Trendwachstum ansteige und daher auch der neutrale Zinssatz höher liege. Draghi äußerte sich jedoch nicht eindeutig falkenhaft zu dieser Frage** – er deutete vielmehr an, dass sich der Geldpolitik bei einem steigenden neutralen Zinssatz mehr Spielraum eröffne. Erneut schlug er einen eher taubenhaften Ton an. Die EZB möchte laut Draghi eine unangemessene Straffung der finanziellen Bedingungen vermeiden und ist bereit, sich erforderlichenfalls dagegengustemmen.

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

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



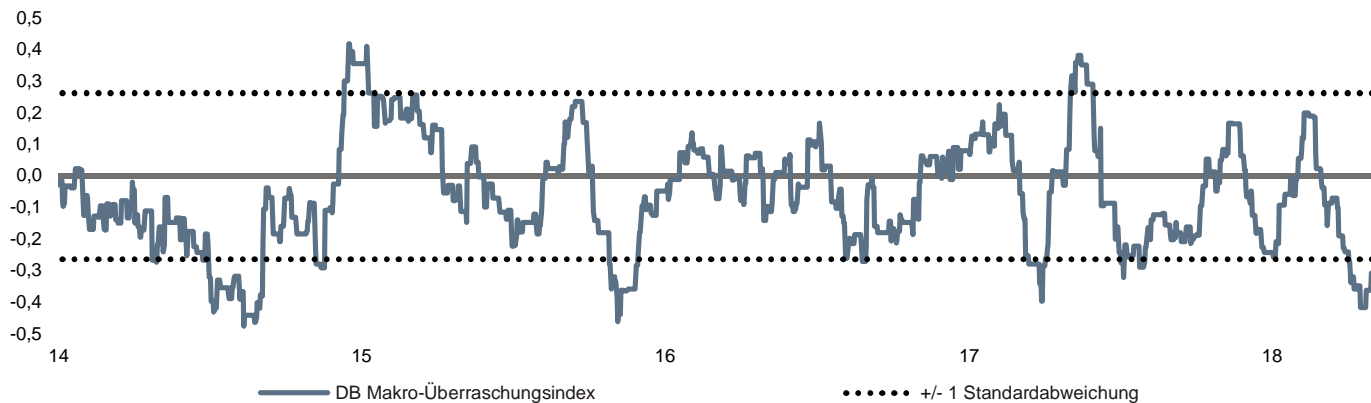
## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

### 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                | 3 2018        | 22/03/2018             | 103.3          | 114.6               | -11.3        | -1.4                         | 0.0          |
| GRIMP95Y Index   | Importpreise (% gg. Vj.)               | 2 2018        | 27/03/2018             | -0.6           | -0.3                | -0.3         | 0.1                          | 0.5          |
| GRUECHNG Index   | Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.) | 3 2018        | 29/03/2018             | -18.0          | -15.0               | 3.0          | -0.1                         | 0.5          |
| GRFRIAMM Index   | Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)       | 2 2018        | 03/04/2018             | -0.2           | 0.7                 | -0.9         | -0.4                         | 0.3          |
| MPMIDEMA Index   | PMI Verarbeitendes Gewerbe             | 3 2018        | 03/04/2018             | 58.2           | 58.4                | -0.2         | -0.3                         | 0.3          |
| GRIORTMM Index   | Auftragseingänge (% gg. Vm.)           | 2 2018        | 05/04/2018             | -0.2           | 1.5                 | -1.7         | -0.9                         | 0.2          |
| MPMIDESA Index   | PMI Dienstleistungssektor              | 3 2018        | 05/04/2018             | 53.9           | 54.2                | -0.3         | -0.3                         | 0.4          |
| GRIPIMOM Index   | Industrieproduktion (% gg. Vm.)        | 2 2018        | 06/04/2018             | -1.6           | 0.2                 | -1.8         | -1.5                         | 0.1          |
| GRCAEU Index     | Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)        | 2 2018        | 09/04/2018             | 20.7           | 22.9                | -2.2         | -1.0                         | 0.1          |
| GRCP20YY Index   | VPI (% gg. Vj.)                        | 3 2018        | 13/04/2018             | 1.6            | 1.6                 | 0.0          | 0.2                          | 0.3          |
| GRZEWI Index     | ZEW - Konjunktur (Erwartungen)         | 4 2018        | 17/04/2018             | -8.2           | -1.0                | -7.2         | -0.9                         | 0.2          |
| GRZECURR Index   | ZEW - Konjunktur (Situation)           | 4 2018        | 17/04/2018             | 87.9           | 88.0                | -0.1         | -0.1                         | 0.4          |
| GRIFPBUS Index   | ifo Geschäftsklimaindex                | 4 2018        | 24/04/2018             | 102.1          | 102.8               | -0.7         | 0.7                          | 0.6          |
| GRUECHNG Index   | Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.) | 4 2018        | 27/04/2018             | -7.0           | -15.0               | -8.0         | -0.5                         | 0.3          |
| GRIMP95Y Index   | Importpreise (% gg. Vj.)               | 3 2018        | 27/04/2018             | -0.1           | 0.0                 | -0.1         | 0.2                          | 0.6          |
| GRCP20YY Index   | VPI (% gg. Vj.)                        | 4 2018        | 30/04/2018             | 1.6            | 1.5                 | 0.1          | 0.9                          | 0.8          |
| GRFRIAMM Index   | Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)       | 3 2018        | 30/04/2018             | -0.6           | 0.8                 | -1.4         | -0.8                         | 0.2          |
| MPMIDEMA Index   | PMI Verarbeitendes Gewerbe             | 4 2018        | 02/05/2018             | 58.1           | 58.1                | 0.0          | 0.0                          | 0.4          |
| MPMIDESA Index   | PMI Dienstleistungssektor              | 4 2018        | 04/05/2018             | 53.0           | 54.1                | -1.1         | -1.2                         | 0.1          |
| GRIORTMM Index   | Auftragseingänge (% gg. Vm.)           | 3 2018        | 07/05/2018             | -0.9           | 0.5                 | -1.4         | -0.7                         | 0.2          |

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

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

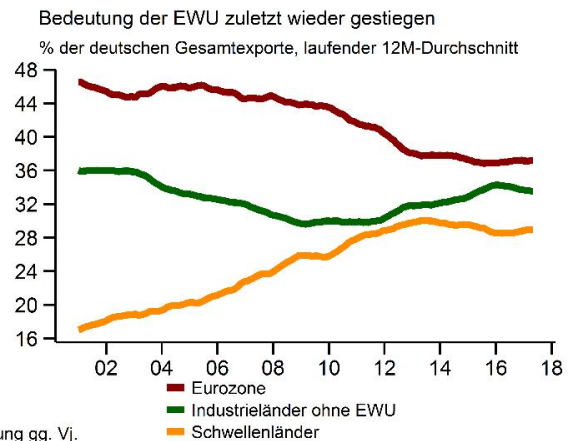
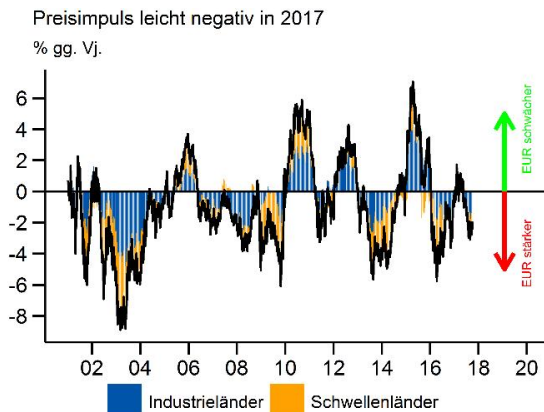
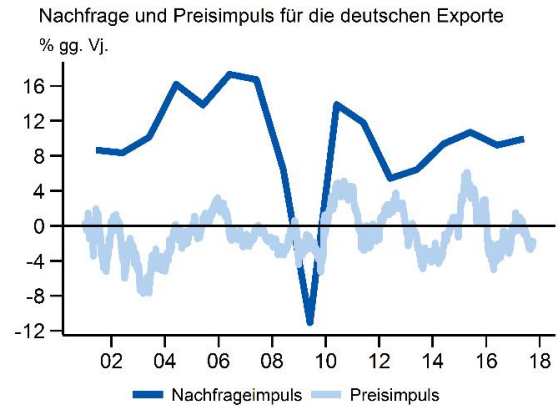
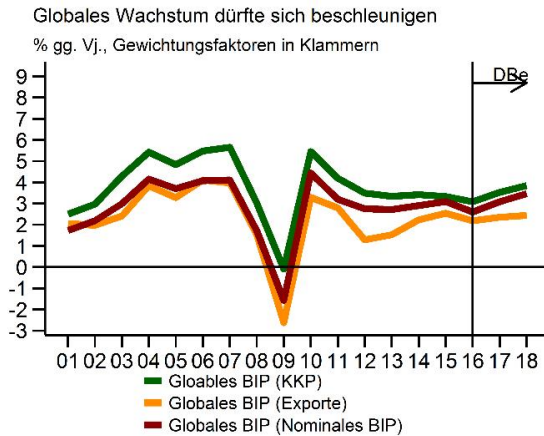




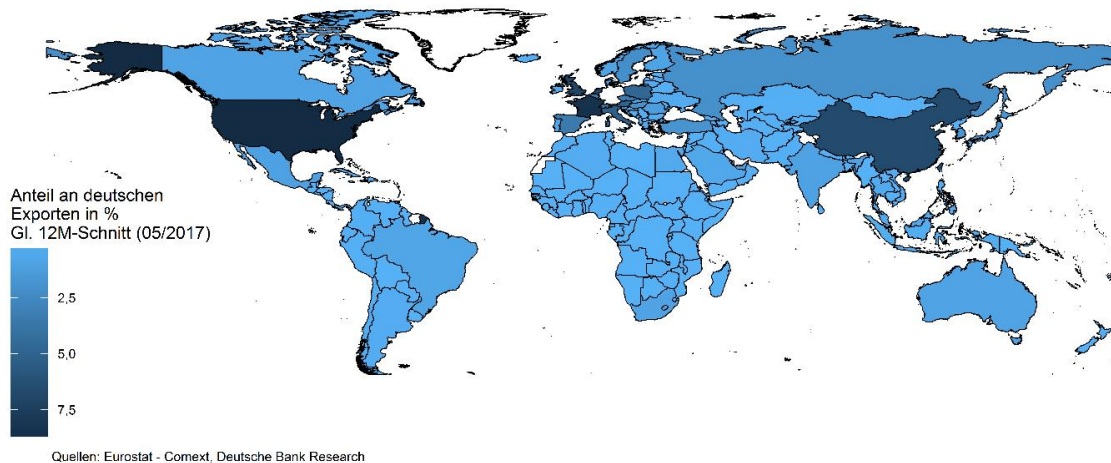
## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

### Deutscher Exportindikator

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



Deutsche Exporte konzentriert auf Europa, die USA und China



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

<sup>6</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland, 3. März 2016.



## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

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

| Datum                 | Ereignis  | Anmerkungen  |
|-----------------------|---|--|
| 7. Mai                | Beginn der Schlichtungsverhandlungen in der Bau-Tarifrunde 2018 | Nachdem die Gewerkschaft IG Bauen-Agrar-Umwelt die Tarifverhandlungen für die rund 800.000 Beschäftigten nach drei Runden für gescheitert erklärt hatte, begann am 7. Mai ein 14-tägiges Schlichtungsverfahren. Führt dies nicht zu einer Einigung, muss die Schlichtungskommission einen Schiedsspruch fällen. Über dessen Annahme entscheiden die Tarifparteien dann innerhalb von zwei Wochen. Schlichter ist der frühere Bundeswirtschaftsminister Wolfgang Clement.                                     |
| 7./9. Mai             | Arbeitskreis Steuerschätzungen, Mainz                           | Bei der Sitzung im November prognostizierte der Arbeitskreis für 2018 und 2019 einen Anstieg des Steueraufkommens von je 4,1% auf insges. EUR 764,3 Mrd. bzw. 795,4 Mrd. Da Bundesregierung und Institute inzwischen ein (noch) etwas kräftigeres Wachstum des nominalen BIP und der Bruttolöhne und -gehälter prognostizieren als im November angenommen wurde, dürfte der Arbeitskreis seine Schätzungen anheben. Presseberichten zufolge um insgesamt bis zu EUR 60 Mrd für die kommenden Jahre bis 2022. |
| 24./25. Mai           | Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel                                  | Wirtschaftliche Lage im Eurogebiet, thematische Debatte über Wachstum und Beschäftigung – Überprüfung der Staatsausgaben, (möglicherweise) Lage in Griechenland und in Zypern.   |
| 14. Juni              | Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz                          | Aufgrund des schwachen Q1-Wachstums, der jüngst eher verhaltenen ökonomischen Indikatoren und des potenziell eskalierenden Handelsstreits dürfte die EZB wenig entscheidungsfreudig sein und kein Ende der Anleihekäufe verkünden.   |
| 21./22. Juni          | Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel                                  | (Voraussichtl.) Implikationen der Frühjahrsprognose der Kommission für Defizitverfahren (EDP) und Innovationspartnerschaften (EIPs) für Länder des Eurogebiets, thematische Debatte über Wachstum und Beschäftigung; Effizienz der Arbeitsmärkte und Nachhaltigkeit der Alterssicherung; (voraussichtl.) Lage im Eurogebiet gem. IWF-Vorgaben, Lage in Griechenland u.a.   |
| 28./29. Juni          | Europäischer Rat, Brüssel                                       | Auswärtige Angelegenheiten und internationale Beziehungen, v.a. Handelsbeziehungen, Migrations- und Asylpolitik der EU, Meinungs austausch über EU-Budget, (voraussichtl.) Stand der Brexit-Verhandlungen.   |
| Mitte Juli - 7. Sept. | Deutscher Bundestag   | Parlamentarische Sommerpause.  |
| 26. Juli              | Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz                          | Die EZB dürfte auf ihrer Juli-Sitzung das Ende der Anleihekäufe für Q4 2018 bekanntgeben. Damit dürfte der Fokus auf die Zinspolitik schwenken. Wir erwarten zwei Zinsschritte im Juni und Dezember 2019. Der Einlagensatz dürfte um 20 Bp und die Hauptrefinanzierungsrate um 25 Bp steigen. Wir halten einen Zinsschritt vor Juni 2019 für nahezu ausgeschlossen.  |

Quelle: Deutsche Bank Research

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



## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

### Deutschland: Datenkalender

| Datum       | Uhrzeit | Daten  | Berichtszeitraum | DB Schätzung | Letzter Wert |
|-------------|---------|--|------------------|--------------|--------------|
| 7 Mai 2018  | 8:00    | Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.) | März             | -0,9         | -0,2         |
| 8 Mai 2018  | 8:00    | Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)             | März             | 1,1          | -1,7         |
| 8 Mai 2018  | 8:00    | Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)                    | März             | 22,0         | 19,2         |
| 8 Mai 2018  | 8:00    | Warenexporte (% gg. Vm., sb.)                    | März             | 1,7          | -3,1         |
| 8 Mai 2018  | 8:00    | Warenimporte (% gg. Vm., sb.)                    | März             | -0,9         | -1,3         |
| 15 Mai 2018 | 8:00    | Reales BIP (% gg. Vq., sb.)                      | Q4 2017          | 0,3          | 0,5          |
| 23 Mai 2018 | 9:30    | PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)               | April            | 58,0         | 58,1         |
| 23 Mai 2018 | 9:30    | PMI Dienstleistungssektor (Flash)                | April            | 53,5         | 53,0         |
| 24 Mai 2018 | 8:00    | Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Details            | Q4 2017          | 0,3          | 0,5          |
| 25 Mai 2018 | 10:30   | ifo Geschäftsklima (Index, sb.)                  | April            | 102,7        | 102,1        |
| 30 Mai 2018 | 09:55   | Arbeitslosenrate (% , sb.)                       | März             | 5,3          | 5,3          |
| 30 Mai 2018 | 14:00   | Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)                 | April            | 1,5          | 1,6          |
| 30 Mai 2018 | 8:00    | Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*    | März             | 1,5          | -0,6         |

\*Ist. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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



## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

### Finanzmarktprognosen

|                        | US    | JP    | EWU  | GB   | CH    | SE    | DK   | NO   | PL   | HU   | CZ   |
|------------------------|-------|-------|------|------|-------|-------|------|------|------|------|------|
| <b>Leitzinssatz, %</b> |       |       |      |      |       |       |      |      |      |      |      |
| Aktuell                | 1,625 | -0,10 | 0,00 | 0,50 | -0,75 | -0,50 | 0,05 | 0,50 | 1,50 | 0,05 | 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 | 0,75 | -0,75 | -0,50 | 0,05 | 0,75 | 1,50 | 0,05 | 0,75 |
| Dez 18                 | 2,375 | -0,10 | 0,00 | 0,75 | -0,75 | -0,25 | 0,05 | 0,75 | 1,50 | 0,05 | 1,00 |

### 3M Geldmarktsatz, %

|         |      |      |       |      |
|---------|------|------|-------|------|
| Aktuell | 2,30 | 0,07 | -0,33 | 0,67 |
| Jun 18  | 2,34 | 0,05 | -0,35 | 0,60 |
| Sep 18  | 2,52 | 0,05 | -0,35 | 0,55 |
| Dez 18  | 2,76 | 0,05 | -0,35 | 0,75 |

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

|         |      |      |      |      |
|---------|------|------|------|------|
| Aktuell | 2,95 | 0,05 | 0,54 | 1,46 |
| Jun 18  | 3,00 | 0,00 | 0,70 | 1,45 |
| Sep 18  | 2,95 | 0,00 | 0,90 | 1,60 |
| Dez 18  | 3,25 | 0,00 | 1,25 | 1,80 |

### Wechselkurse

|         | EUR/USD | USD/JPY | EUR/GBP | GBP/USD | EUR/CHF | EUR/SEK | EUR/DKK | EUR/NOK | EUR/PLN | EUR/HUF | EUR/CZK |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Aktuell | 1,19    | 108,94  | 0,88    | 1,36    | 1,19    | 10,56   | 7,45    | 9,64    | 4,28    | 313,87  | 25,51   |
| Jun 18  | 1,24    | 102,00  | 0,91    | 1,37    | 1,20    | 9,60    |         | 9,25    | 4,16    | 317,00  | 25,44   |
| Sep 18  | 1,26    | 105,00  | 0,93    | 1,35    | 1,22    | 9,40    |         | 9,10    | 4,17    | 316,00  | 25,05   |
| Dez 18  | 1,28    | 105,00  | 0,93    | 1,38    | 1,25    | 9,20    | 7,46    | 9,00    | 4,19    | 315,00  | 24,75   |

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

Deutschland: Datenmonitor

|   | Q2<br>2017 | Q3<br>2017 | Q4<br>2017 | Q1<br>2018 | Q2<br>2018 | Dez<br>2017 | Jan<br>2018 | Feb<br>2018 | Mrz<br>2018 | Apr<br>2018 | Mai<br>2018 |
|---|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Konjunkturumfragen</b>                   |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| <b>Gesamtwirtschaft</b>                     |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| ifo Geschäftsklima                          | 105,7      | 107,1      | 108,0      | 106,9      |            | 107,8       | 108,2       | 106,8       | 105,7       | 104,5       |             |
| ifo Geschäftserwartungen                    | 103,1      | 104,4      | 106,4      | 102,8      |            | 105,9       | 104,6       | 102,9       | 101,0       | 99,8        |             |
| <b>Produzierendes Gewerbe</b>               |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| ifo Verarbeitendes Gewerbe                  | 106,0      | 107,9      | 109,0      | 107,8      |            | 108,6       | 109,4       | 107,6       | 106,3       | 104,8       |             |
| Produktion (% gg. Vp.)                      | 1,5        | 1,6        | 1,0        | 0,1        |            | -0,4        | 0,0         | -1,7        | 1,1         |             |             |
| Auftragseingang (% gg. Vp.)                 | 1,2        | 2,3        | 3,5        | -2,1       |            | 2,6         | -3,5        | -0,2        | -0,9        |             |             |
| Grad der Kapazitätsauslastung               | 85,8       | 86,5       | 88,2       | 88,5       | 88,0       |             |             |             |             |             |             |
| <b>Bauhauptgewerbe</b>                      |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| Produktion (% gg. Vp.)                      | 5,4        | -0,4       | -1,0       |            |            | -3,3        | 5,9         | -7,2        |             |             |             |
| Auftragseingang (% ggü. Vp.)                | -2,0       | -1,7       | 10,2       |            |            | 13,5        | -12,8       | 9,9         |             |             |             |
| ifo Bauhauptgewerbe                         | 108,1      | 109,9      | 110,7      | 110,1      |            | 110,7       | 110,2       | 109,3       | 110,7       | 111,5       |             |
| <b>Konsumentennachfrage</b>                 |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| EC Konsumentenbefragung                     | 3,6        | 4,1        | 5,5        | 6,7        |            | 6,1         | 7,4         | 6,5         | 6,1         | 6,1         |             |
| Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)            | 0,8        | 0,3        | 0,7        | -0,9       |            | -1,1        | -0,4        | -0,2        | -0,6        |             |             |
| Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)              | 0,0        | 0,3        | 4,2        | 4,0        |            | -1,0        | 11,6        | 7,4         | -3,4        | 8,0         |             |
| <b>Außenhandel</b>                          |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| Auslandsaufträge (% gg. Vp.)                | 1,5        | 3,5        | 4,9        |            |            | 4,4         | -4,6        |             |             |             |             |
| Exporte (% gg. Vp.)                         | 1,6        | 0,7        | 2,9        | -0,7       |            | 0,0         | -0,4        | -3,1        | 1,7         |             |             |
| Importe (% gg. Vp.)                         | 1,4        | 0,2        | 2,8        | -0,4       |            | 0,9         | -0,3        | -1,4        | -0,9        |             |             |
| Nettoexporte (EUR Mrd.)                     | 60,5       | 62,0       | 64,3       | 63,1       |            | 21,8        | 21,7        | 19,4        | 22,0        |             |             |
| <b>Arbeitsmarkt</b>                         |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| Arbeitslosenquote (%)                       | 5,7        | 5,7        | 5,5        | 5,4        |            | 5,5         | 5,4         | 5,4         | 5,3         | 5,3         |             |
| Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.) | -45,0      | -25,7      | -54,7      | -69,7      |            | -29,0       | -24,0       | -21,0       | -18,0       | -7,0        |             |
| Beschäftigung (% gg. Vj.)                   | 1,4        | 1,5        | 1,4        | 1,4        |            | 1,4         | 1,4         | 1,4         | 1,4         |             |             |
| ifo Beschäftigungsbarometer                 | 102,7      | 103,3      | 104,0      | 104,8      |            | 104,7       | 105,5       | 105,0       | 103,9       | 103,3       |             |
| <b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>      |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| <b>Preise</b>                               |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| HVPI (% gg. Vj.)                            | 1,6        | 1,7        | 1,6        | 1,4        |            | 1,6         | 1,4         | 1,2         | 1,5         | 1,4         |             |
| Kern-HVPI (% gg. Vj.)                       | 1,4        | 1,5        | 1,3        | 1,3        |            | 1,4         | 1,3         | 1,4         | 1,3         | 1,0         |             |
| Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)              | 2,8        | 2,7        | 2,5        | 2,0        |            | 2,3         | 2,1         | 1,8         | 1,9         |             |             |
| Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)          | 8,9        | 4,2        | -5,6       | -12,4      |            | -10,5       | -11,1       | -13,5       | -12,6       | -6,3        |             |
| Rohöl, Brent (USD/Bbl)                      | 50,8       | 52,2       | 61,5       | 66,9       |            | 64,4        | 69,1        | 65,3        | 66,0        | 72,0        | 74,2        |
| <b>Inflationserwartungen</b>                |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| EC Haushaltsumfrage                         | 17,6       | 16,3       | 16,0       | 16,4       |            | 14,8        | 16,6        | 18,3        | 14,4        | 15,1        |             |
| EC Unternehmensumfrage                      | 11,6       | 10,1       | 14,1       | 14,3       |            | 17,7        | 15,6        | 14,0        | 13,4        | 15,0        |             |
| <b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>            |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| Lohnstückkosten                             | 2,6        | 1,9        | 1,1        |            |            |             |             |             |             |             |             |
| Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer         | 2,7        | 2,7        | 2,5        |            |            |             |             |             |             |             |             |
| Arbeitnehmerentgelt je Stunde               | 4,1        | 2,8        | 2,8        |            |            |             |             |             |             |             |             |
| <b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>           |            |            |            |            |            |             |             |             |             |             |             |
| M3  | 5,6        | 4,7        | 4,3        | 3,4        |            | 4,3         | 3,6         | 3,2         | 3,4         |             |             |
| Trend von M3*                               |            |            |            |            |            | 4,6         | 4,1         | 3,7         | 3,4         |             |             |
| Kredite an Unternehmen und Privatpersonen   | 3,8        | 3,9        | 4,2        | 4,3        |            | 4,2         | 4,3         | 4,3         | 4,3         |             |             |
| Kredite an öffentliche Haushalte            | 4,1        | 5,5        | -2,9       | -20,1      |            | -2,9        | -5,4        | -12,9       | -20,1       |             |             |

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

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



## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation

---



## Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der 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)

- " Nachlassende Wachstumsdynamik,  
aber Normalisierung der Inflation ..... 8. Mai 2018
- " Handelskonflikt fordert Unternehmen und Regierung .... 10. April 2018
- " 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

© 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