



# Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

4. September 2018

## Autoren

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

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

Dieter Bräuninger  
+49 69 910-31708  
dieter.braeuninger@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
Wirtschaftslage bleibt – trotz etwas gedämpfter Konjunktur – geradezu märchenhaft .....	3
Deutsche Industriekonjunktur verliert weiter an Schwung .....	6
Wer soll's schaffe, und's Häusle baue? .....	9
Wachsender Handlungsdruck bei Unternehmenssteuern .....	15
Sozialpolitisches Paket der Groko: Viel für traditionelle Wähler, wenig für die Zukunft..	16
Taubenhafter QE-Ausstieg der EZB lässt weiter die Tür offen für ersten Zinsschritt im Jahr 2019 .....	19
DB Makro-Überraschungsinde	
Deutschland .....	22
Eventkalender .....	23
Datenkalender .....	24
Finanzmarktprognosen .....	25
Datenmonitor .....	26

Original in englischer Sprache:  
2. September 2018

Wirtschaftslage bleibt – trotz etwas gedämpfter Konjunktur – geradezu märchenhaft. Auch in H2 wird die Binnennachfrage Wachstumsstütze bleiben. Wir halten an unserer BIP-Wachstumsprognose von rund 0,5% gg. Vq. für Q3 und Q4 fest. Aufgrund der Zusammensetzung des Wachstums in H1 sinkt der Wert für das Gesamtjahr allerdings marginal auf 1,9% (2,0%), wobei die Abwärtsrisiken überwiegen. Trotzdem bleibt die Wirtschaft in sehr guter Verfassung. Das Wachstum liegt über der Potenzialrate, die Arbeitslosenquote sinkt auf unter 5%, und die Inflation beschleunigt sich nicht auf deutlich über 2%. Hinzu kommen noch ein Haushaltsüberschuss von über 1% und ein Schuldenstand von unter 60% – das klingt (zumindest in Europa) wirklich wie aus dem Märchen.

**Deutsche Industriekonjunktur verliert weiter an Schwung.** Wir rechnen für 2018 mit einem Produktionsplus von real 2,5% (2017: +2,9%). Das angesichts der rückläufigen Aufträge immer noch recht kräftige Plus lässt sich auf den hohen statistischen Überhang zum Jahreswechsel 2017/18 zurückführen. Im Gesamtjahr 2019 könnte die Industrieproduktion um real etwa 1% wachsen.

**Wer soll's schaffe, und's Häusle baue?** Aufgrund des Mangels an qualifizierten Arbeitskräften stieg die Arbeitszeit, Nichtfachkräfte wurden eingestellt, der Anteil der sozialversicherungspflichtig beschäftigten Ausländer stieg. Die Besetzung von Führungspositionen dauert bis zu einem halben Jahr. Dieser zyklische Fachkräftemangel dürfte sich bald verschärfen, wenn die „Babyboomer“ in den nächsten Jahren zunehmend das Renteneintrittsalter erreichen. Eine Konsequenz könnte eine weitere Absenkung der Bauqualität sein.

**Wachsender Handlungsdruck bei Unternehmenssteuern.** Hohe Steuersätze, relativ restriktive Abschreibungsmöglichkeiten und fehlende breite steuerliche F&E-Förderung weisen auf die Notwendigkeit einer Reform der Unternehmensbesteuerung in Deutschland hin. Angesichts anhaltender Kritik an den deutschen Leistungsbilanzüberschüssen wären niedrigere Unternehmenssteuern auch ein Signal, um der schwachen Investitionstätigkeit neue Impulse zu geben.

**Sozialpolitisches Paket der Groko: Viel für traditionelle Wähler, wenig für die Zukunft.** Die langfristige Finanzierung des kürzlich von der Bundesregierung beschlossenen Paketes ist nicht gesichert. Gleichwohl will Finanzminister Scholz bei der Rente weiter draufsatteln und das Rentenniveau bis 2040 bei 48% fest-schreiben. Wenige Wochen vor den Landtagswahlen in Bayern und Hessen scheint die SPD ein Thema zu suchen. Ein Hoffnungsschimmer wäre ein Einwanderungsgesetz für qualifizierte Arbeitskräfte.

**Taubenhafter QE-Ausstieg der EZB lässt weiter die Tür offen für ersten Zinsschritt im Jahr 2019.** Wir gehen weiterhin davon aus, dass die EZB zum Jahresende ihr QE-Programm beendet und die Zinsen bereits im September 2019 anheben dürfte. Entscheidend hierfür ist die Entwicklung der Kerninflation. Sollte diese 2019 – wie von der EZB und uns erwartet – bei 1,5% liegen, dürfte sich die EZB nach unserem Dafürhalten in Richtung Zinswende bewegen.



## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

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	2,1	1,7	1,5	1,8	1,8	3,5	3,3	2,7	-0,9	-0,6	-0,6
Deutschland	2,2	1,9	1,7	1,8	1,6	1,8	7,9	7,3	6,4	1,0	1,2	1,2
Frankreich	2,3	1,8	1,6	1,2	1,9	1,5	-0,6	-0,4	-0,4	-2,6	-2,1	-2,8
Italien	1,6	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	2,9	2,5	2,5	1,3	1,3	1,8	10,5	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	3,1	3,0	2,3	2,2	2,1	1,8	1,9	2,4	2,7	-0,7	-0,6	-0,3
Finnland	2,8	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	0,7	0,4	0,2	-3,0	-1,0	-1,0
Irland	7,2	5,4	3,3	0,3	1,0	1,3	8,5	6,0	3,0	-0,3	0,1	-0,4
Großbritannien	1,7	1,3	1,6	2,7	2,4	2,0	-3,9	-3,8	-3,5	-1,4	-1,9	-1,4
Dänemark	2,3	2,0	1,9	1,1	1,5	1,6	7,6	7,5	7,0	0,9	-0,5	-0,5
Norwegen	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9	1,8	5,5	6,0	5,5	4,4	4,0	5,0
Schweden	2,5	2,7	2,4	1,8	1,9	2,0	3,3	4,0	4,0	1,3	1,0	0,5
Schweiz	1,1	2,2	1,8	0,5	0,5	0,6	9,8	11,2	11,4	0,6	0,2	0,2
Tschech. Rep.	4,5	3,7	3,2	2,5	2,2	2,3	1,0	0,6	1,1	1,6	0,8	0,6
Ungarn	4,0	3,8	3,2	2,3	2,8	3,2	3,1	1,9	1,5	-2,0	-2,2	-2,3
Polen	4,6	4,2	3,4	1,9	1,9	2,7	0,2	-0,8	-1,0	-1,6	-2,0	-2,3
USA	2,2	2,9	2,7	2,1	2,5	2,2	-2,3	-3,0	-3,5	-3,4	-3,9	-4,6
Japan	1,7	0,8	0,6	0,5	0,8	0,6	4,0	3,8	4,2	-2,8	-2,6	-2,3
China	6,9	6,6	6,3	1,6	2,0	2,4	1,3	0,6	0,3	-3,7	-3,5	-3,5
Welt	3,8	3,9	3,8	2,9	3,3	3,3						

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

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2016				2017				2018P				2019P			
	Q1	Q2	Q3P	Q4P	Q1	Q2	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	2,2	2,2	1,9	1,7	0,4	0,5	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Privater Konsum	2,1	1,8	1,6	1,4	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,3	0,2	0,4	0,4	0,3	0,2
Staatsausgaben	4,0	1,6	1,2	1,4	-0,3	0,6	0,8	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	3,5	2,9	3,1	2,9	1,4	0,5	0,9	0,8	0,9	0,8	0,8	0,7	0,9	0,8	0,8	0,7
Ausrüstungen	2,3	3,7	4,5	2,6	2,3	0,3	0,5	0,5	1,0	0,7	0,7	0,5	1,0	0,7	0,7	0,5
Bau	3,8	2,9	3,5	4,1	1,6	0,6	1,2	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Lager, %-Punkte	0,2	0,1	0,2	0,0	-0,1	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exporte	2,3	4,6	3,1	4,2	-0,3	0,7	1,0	1,2	1,1	1,0	1,0	1,2	1,1	1,0	1,0	1,2
Importe	4,1	4,8	3,8	5,0	-0,2	1,7	1,2	1,3	1,2	1,2	1,1	1,2	1,2	1,2	1,1	1,2
Nettoexport, %-Punkte	-0,5	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,4	0,0	0,0	0,0	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	5,2	4,9												
Industrieproduktion**	1,4	3,0	1,8	1,5												
Budgetsaldo, % BIP	0,9	1,0	1,2	1,2												
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	67,9	63,9	60,1	56,5												
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,5	7,9	7,3	6,4												
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	268,8	257,7	250	225												

\*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

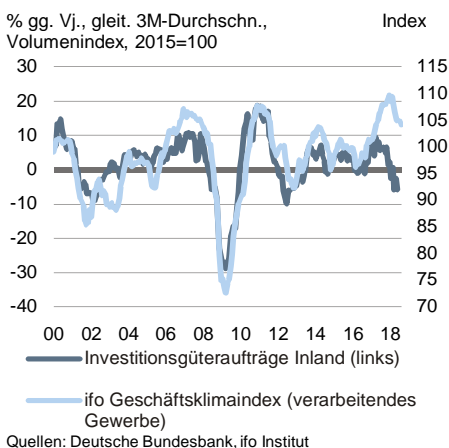


## Wirtschaftslage bleibt – trotz etwas gedämpfter Konjunktur – in H2 geradezu märchenhaft

- Auch im zweiten Halbjahr wird die Binnennachfrage die wichtigste Wachstumsstütze bleiben. Impulse kommen aus dem Dienstleistungssektor und dem boomenden Bausektor, und die Einkommen der privaten Haushalte profitieren von Lohnsteigerungen und dem anhaltenden Beschäftigungsaufbau.
- Nach dem Gespräch zwischen Trump und Juncker am 26. Juli und den jüngsten Fortschritten hin zu einem Handelsabkommen zwischen den USA und Mexiko sind Befürchtungen wegen einer möglichen weiteren Eskalation des Handelskonflikts zwischen den USA und der EU etwas abgeklungen. Dennoch gehen etwaige Risiken für die deutsche Wirtschaft unseres Erachtens vor allem vom externen Umfeld aus.
- Wir halten an unserer BIP-Wachstumsprognose von rund 0,5% gg. Vq. für Q3 und Q4 fest; in H1 lag das Wachstum im Durchschnitt bei 0,4%. Aufgrund der Zusammensetzung des Wachstums in H1 sinkt der Wert für das Gesamtjahr allerdings marginal auf 1,9% (2,0%), wobei die Abwärtsrisiken überwiegen.
- Trotz des stärkeren Lohnwachstums dürften Gesamt- und Kerninflationsrate bei rund 2% bzw. 1 ½% verharren.

Deutschland: Investitionszyklus

1

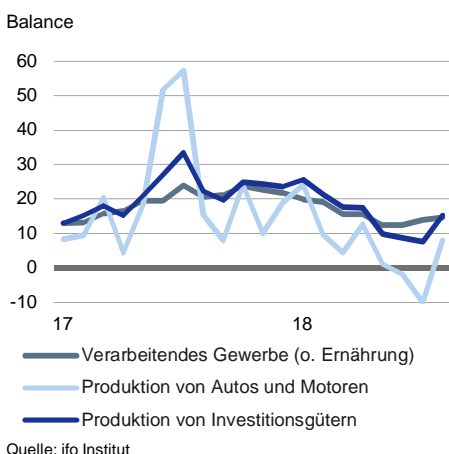


### Einzelheiten des BIP-Wachstums in Q2 enttäuschend

Das BIP-Wachstum hat sich in Q2 zwar leicht von 0,4% (Q1) auf 0,5% gg. Vq. beschleunigt, die Zusammensetzung fiel jedoch etwas ungünstiger aus. Der Lageraufbau leistete einen Wachstumsbeitrag von 0,4%-Punkten, der Außenbeitrag dämpfte das BIP jedoch im selben Umfang. Das Wachstum des privaten Konsums verlangsamte sich auf 0,3% gg. Vq. (Q1: 0,5%), und die realen verfügbaren Einkommen stiegen lediglich um 0,1% gg. Vq. an, nachdem sie in Q1 um 1,2% in die Höhe geschneit waren. Allerdings könnte die Entwicklung im Quartalsverlauf beträchtlich durch Kalendereffekte beeinflusst worden sein. Die Sparquote stieg in Q2 noch weiter auf 10,2% an. Die Ausrüstungsinvestitionen legten kaum zu (+0,3% gg. Vq.), was angesichts des Rückgangs der inländischen Auftragseingänge für Investitionsgüter (Q2/Q1: -3,2%; Q1/Q4: -2,7%) zu erwarten war. Allerdings wurde der Anstieg in Q1 auf 2,3% gg. Vq. nach oben korrigiert.

ifo: Exporterwartungen

2



### Stimmung stabilisierte sich

Der ifo-Index und die Einkaufsmanagerindizes haben im August zugelegt und sich damit in Q3 etwas gegenüber dem schwachen Q2 erholt. Im Verarbeitenden Gewerbe allerdings trübte sich die Stimmung in beiden Umfragen etwas weiter ein. Die Exportnachfrage (PMI) ging im August erneut zurück, nachdem der Einkaufsmanagerindex für Juli auf eine leichte Belebung hingedeutet hatte. Der ifo-Index wies im August allerdings deutlich höhere Exporterwartungen für die kommenden drei Monate aus. Besonders augenfällig war dies in der Autoindustrie (von -10,1 im Juli auf 7,9 im August), da der Ende Juli zwischen Trump und Juncker geschlossene Waffenstillstand im Handelskonflikt zwischen den USA und der EU Hoffnungen aufkommen ließ, die von Trump in Aussicht gestellte Anhebung der Zölle auf 20% könne vermieden werden. In der Tat könnte dies jedenfalls in den kommenden drei Monaten gelingen, also dem Zeitraum, auf den sich die Exporterwartungen des ifo beziehen. Ende August allerdings äußerte sich Trump wieder kritischer gegenüber der EU. Die Situation bleibt

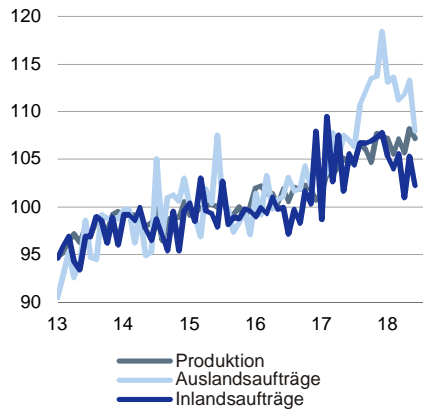


## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

### Verarbeitendes Gewerbe: Monatsindikatoren

3

2015 = 100



Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt

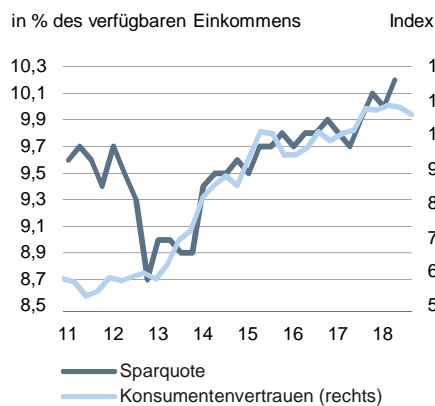
also heikel. Bei den Produktionserwartungen ergab sich ein uneinheitliches Bild; im Einkaufsmanagerindex stieg die entsprechende Komponente um 0,7 Punkte an, im ifo-Index ging sie dagegen um 0,9 Punkte zurück (Verarbeitendes Gewerbe, Juli/August im Vergleich zu Q2).

### Bisher keine Stabilisierung der harten Daten

Die jüngsten Daten zu den Auftragseingängen (Juni) deuten nicht auf eine baldige Belebung der Produktion hin. Im Quartalsvergleich gingen die inländischen bzw. die Auslandsaufträge in Q2 (bzw. Q1) um 2,0% (2,2%) bzw. 1,4% (2,2%) zurück, nachdem in Q4 2017 sehr hohe Auftragseingänge verzeichnet worden waren.

### Sparquote und Konsumentenvertrauen

4



Quellen: Deutsche Bundesbank, GfK

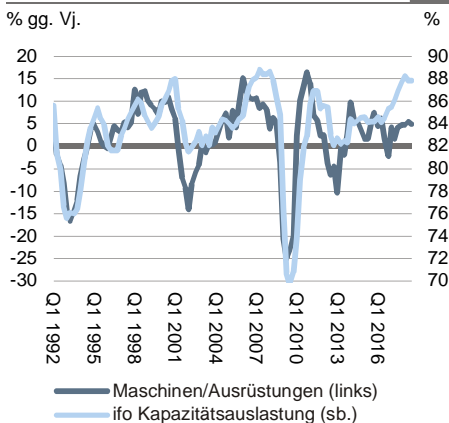
### Exportausblick für H2 von zentraler Bedeutung für Investitionen und BIP-Wachstum

Die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte sind nominal in Q2 deutlich langsamer angestiegen, nämlich um 0,4%; in Q1 hatte der Anstieg noch 1,6% betragen. Dies könnte u.a. auf die Erfassung von Lohnerhöhungen bereits in Q1 (Baugewerbe, Maschinenbau, öffentlicher Sektor) zurückzuführen sein. Außerdem scheint sich in Q2 ein negativer Kalendereffekt bemerkbar gemacht zu haben. Der Beschäftigungsaufbau hat sich jedoch kaum verlangsamt, und der jüngste Anstieg der Sparquote auf 10,2% in Q2 wird sich möglicherweise in H2 nicht fortsetzen, auch wenn das Verbrauchervertrauen von seinem jüngsten Höchststand aus etwas gesunken ist. Der Konsum der privaten Haushalte dürfte in H2 robust bleiben und auf Quartalsbasis um rund 0,4% wachsen, auch wenn die Einzelhandelsumsätze im Juli etwas enttäuschten (real -0,4% gg. Vm.).

Die Investitionsausgaben sind von zentraler Bedeutung für das Wachstum insgesamt. Trotz der schwachen Auftragseingänge rechnen wir mit einer gewissen Belebung in Q3, obwohl die Unsicherheiten für die Konjunktur (Handelskonflikte, Italien, Türkei, Brexit) in den kommenden Monaten anhalten dürften. Da jedoch die Potenziallücke bereits deutlich positiv ist und sich der Trend bei einem über der Potenzialrate liegenden Wachstum fortsetzt, die Kapazitätsauslastung nur um einen Punkt unter ihrem Allzeithöchststand liegt und die Arbeitslosenquote auf unter 5% zurückgehen dürfte, besteht trotz des ungewisseren Ausblicks ein gewisser Anreiz, die Kapazitäten zu erhöhen.

### Investitionen und Kapazitätsauslastung

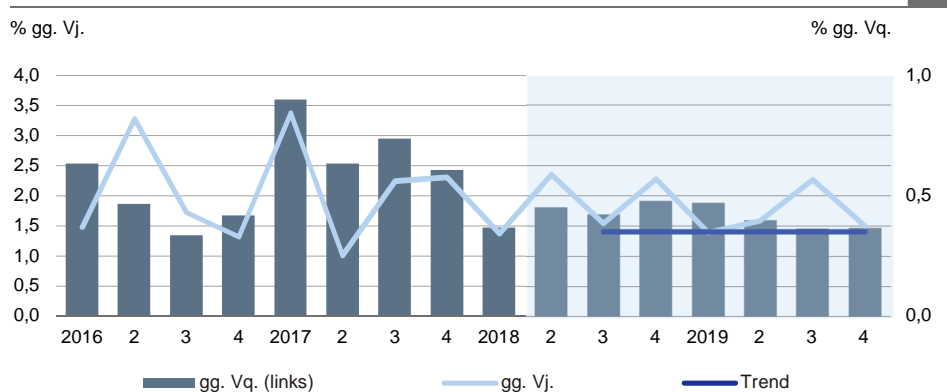
5



Quellen: ifo Institut, Deutsche Bundesbank

### BIP - Dynamik verlangsamt sich auf (knapp über) Trendrate

6



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

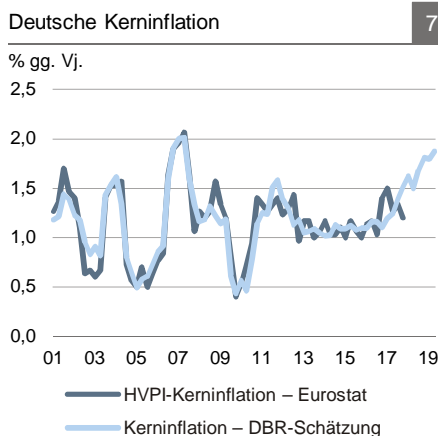




## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

Die Quartalswachstumsraten dürften daher in H2 nahe 0,5% verharren. Angesichts der ungünstigeren Zusammensetzung des Wachstums in H1 dürfte sich der Wert für das Gesamtjahr jedoch um 0,1%-Punkte auf 1,9% verringern. Sofern eine weitere, spürbare Eskalation im Zollstreit (insbesondere höhere Zölle auf Autos) vermieden werden kann, tatsächlich ein „weicher“ Brexit erfolgt und es nicht zu weiteren Konflikten innerhalb der EU (italienischer Haushalt, Flüchtlinge usw.) kommt, sollte die deutsche Wirtschaft auch 2019 leicht über der Trendrate wachsen. Bei durchschnittlichen Quartalswachstumsraten von 0,4% könnte die Rate für das Gesamtjahr bei 1,7% liegen.

### Inflation bei rund 2%



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research, IHS Markit, Eurostat

Die Gesamtinflationsrate hat sich im Juli und August ungeachtet des Energiepreisanstiegs leicht auf 2,0% gg. Vj. verlangsamt (Vorabschätzung; Mai: 2,2%), da die Kernrate (1,4% gg. Vj.) von ihrem Mai-Höchststand von 1,6% aus zurückging (jeweils nationale Definition). Ausgehend von unseren Ölpreis- und USD-/EUR-Wechselkursprognosen sollte der Preisauftrieb für Energie im August bei 6,9% seinen Höchststand erreicht haben und sich bis zum Jahresende in Richtung 2,5% verlangsamen. Bei Lebensmitteln schwächt sich der Preisauftrieb weiter ab (August: 2,5%). Trotz der dürrebedingten Ernteausfälle in diesem Jahr wird sich dieser Trend im weiteren Jahresverlauf 2018 wohl nicht umkehren. Die höheren Lohnabschlüsse in diesem Jahr werden vor allem im Jahr 2019 auf die Kerninflationsrate durchschlagen. Im Rest des laufenden Jahres dürfte die Kernrate bei rund 1 ½% und die Gesamtrate bei etwa 2% verharren. Im kommenden Jahr dürften die inflationsdämpfenden Effekte sinkender Ölpreise und eines stärkeren Euro dadurch kompensiert werden, dass sich die Kernrate endlich in Richtung 2% bewegt.

### Politik der Groko – ein inländischer Risikofaktor

Trotz der schwächeren Daten am aktuellen Rand und der geopolitischen Unsicherheit – insgesamt betrachtet zeigt sich die deutsche Konjunktur weiterhin in sehr guter Verfassung. Das Wachstum liegt über der Potenzialrate, die Arbeitslosenquote sinkt auf unter 5%, und die Inflation beschleunigt sich nicht auf deutlich über 2%. Hinzu kommen noch ein Haushaltsüberschuss von über 1% und ein Schuldenstand von unter 60% – das klingt (zumindest in Europa) wirklich wie aus dem Märchen. Wie der jüngste Kompromiss zu Renten- und Arbeitslosenbeiträgen zeigt, sieht es aber zunehmend so aus, als ob die große Koalition diese Konstellation für Wahlgeschenke an ihre jeweilige Klientel nutze (Haushalts-/Sozialausgaben, Rücknahme früherer Reformen). Dies dürfte das Wachstumspotenzial allerdings gerade dann dämpfen, wenn sich aufgrund der ungünstigen demografischen Entwicklung deutliche Herausforderungen auf der Angebotsseite ergeben.

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

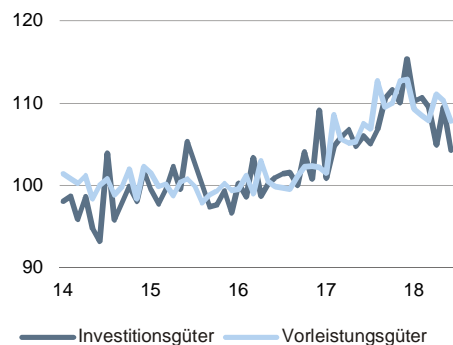


## Deutsche Industriekonjunktur verliert weiter an Schwung

### Aufträge tendieren nach unten

1

Verarbeitendes Gewerbe in DE, Auftragseingang, 2015=100

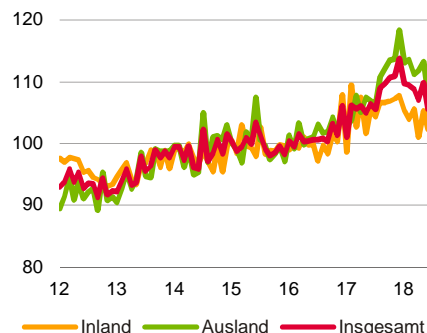


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Auftragseingänge gehen zurück

2

Verarbeitendes Gewerbe in DE, Auftragseingang, 2015=100

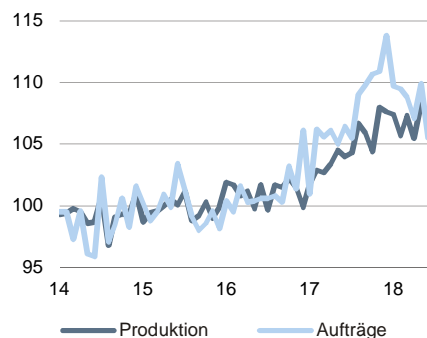


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Konjunktürhöhepunkt überschritten

3

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

- In den ersten beiden Quartalen von 2018 sanken die Auftragseingänge im deutschen Verarbeitenden Gewerbe jeweils gegenüber dem Vorquartal (Q1: real -2,2%; Q2: -1,7%). Inlands- und Auslandsbestellungen tendierten gleichermaßen nach unten. Die Aufträge bei Investitionsgüterherstellern gingen überdurchschnittlich stark zurück (Q1: -2% gg. Vq.; Q2: -3,5%). In diesen Zahlen dürften sich der fortgeschrittene globale Konjunkturzyklus und zunehmend auch die sich verschärfenden handelspolitischen Dispute widerspiegeln.
- Wir rechnen wir für das Gesamtjahr 2018 mit einem Plus der Fertigung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland von real 2,5% (2017: +2,9%); damit bleibt unsere Prognose unverändert. Das angesichts der rückläufigen Aufträge immer noch recht kräftige Produktionsplus lässt sich auf den hohen statistischen Überhang zum Jahreswechsel 2017/18 zurückführen. Für 2019 erwarten wir eine leicht anziehende Industrieproduktion. Im Gesamtjahr 2019 könnte die Industrieproduktion dann um real etwa 1% wachsen. Der Beschäftigungsaufbau könnte sich noch bis Anfang 2019 fortsetzen, wenn auch mit langsamerem Tempo als zuletzt. Die Erzeugerpreise in der deutschen Industrie dürften 2018 und 2019 um jeweils gut 2% wachsen.

Die Industriekonjunktur in Deutschland verliert weiter an Schwung. Dies lässt sich derzeit vor allem an den Auftragseingängen festmachen: In den ersten beiden Quartalen von 2018 sanken sie saisonbereinigt jeweils gegenüber dem Vorquartal (Q1: real -2,2%; Q2: -1,7%). Inlands- und Auslandsbestellungen tendierten gleichermaßen nach unten. Die Aufträge bei Investitionsgüterherstellern gingen überdurchschnittlich stark zurück (Q1: -2% gg. Vq.; Q2: -3,5%). In diesen Zahlen dürften sich der fortgeschrittene globale Konjunkturzyklus und zunehmend auch die sich verschärfenden handelspolitischen Dispute widerspiegeln. In einem solchen Umfeld ist es verständlich, dass gerade die Abnehmer von langlebigen Investitionsgütern vorsichtiger agieren. Denn es drohen Überkapazitäten, wenn Betriebe zum Ende eines Konjunkturzyklus z.B. in neue Maschinen und Anlagen investieren. Die Erinnerung an die unausgelasteten Kapazitäten in den Rezessionsjahren 2008/09, die mit hohen Kosten verbunden waren, dürfte im Management vieler Unternehmen noch präsent sein.

Ein abrupter Abschwung im deutschen Verarbeitenden Gewerbe ist gleichwohl nicht wahrscheinlich. Der Auftragsbestand nahm bis zuletzt zu, wenngleich sich das Tempo des Zuwachses im Jahr 2018 gegenüber 2017 deutlich verringert hat. Das ifo-Geschäftsklima der Industrieunternehmen signalisiert eine insgesamt gute Stimmung. Dabei ist die Erwartungskomponente seit Herbst 2017 spürbar gesunken, sie befindet sich jedoch noch im expansiven Bereich und hat sich am aktuellen Rand sogar erholt. Dies gilt auch für die ifo-Exportwartungen der Unternehmen, die – trotz zuletzt rückläufiger Tendenz – noch immer einen deutlichen positiven Saldo ausweisen. Diese Einschätzung des künftigen Exportgeschäfts mag angesichts der handelspolitischen Irritationen (z.B. angeandrohte US-Zölle auf Importe aus der EU) auf den ersten Blick überraschend sein. Doch das tatsächliche deutsche Exportgeschäft läuft im bisherigen Jahresverlauf von 2018 durchaus zufriedenstellend: Im 1. Halbjahr 2018 übertrafen die Warenausfuhren den entsprechenden Vorjahreswert um nominal 4% (2017: +6,2%). Zudem hat sich die Debatte über die transatlantischen Handelsbeziehungen nach dem Treffen von US-Präsident Trump und EU-Kommissionspräsident Juncker zumindest vorerst etwas beruhigt. Der Handelskonflikt ist damit natürlich noch nicht abschließend befriedet, weshalb sich die Erholung der ifo-Erwartungen im letzten Monat im Nachhinein als zu optimistisch erweisen könnte.

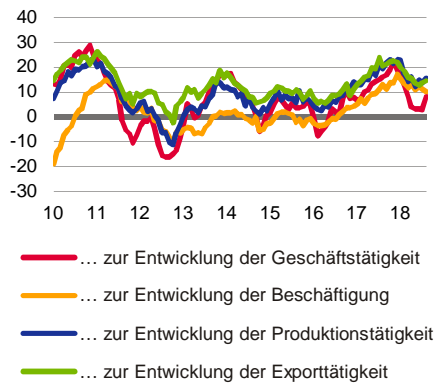


## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

### Positive Erwartungen im Verarbeit. Gewerbe überwiegen noch immer

4

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

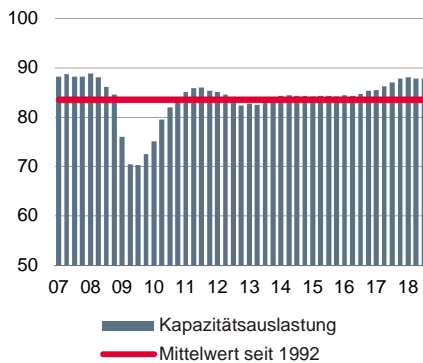


Quelle: ifo Institut

### Kapazitätsauslastung stagniert auf hohem Niveau

5

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %

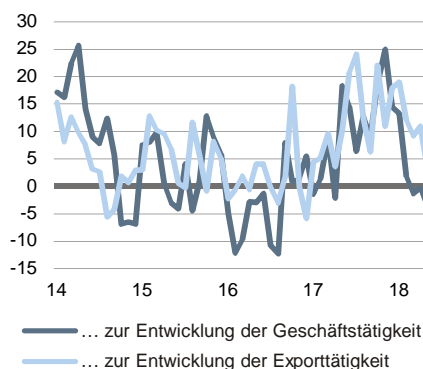


Quelle: ifo Institut

### Erwartungen in der Automobilindustrie brechen ein

6

Erwartungen in der dt. Automobilindustrie..., Saldo aus pos. u. neg. Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

## Flacher Produktionsverlauf im Jahr 2018 und 2019

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland stieg in den ersten beiden Quartalen von 2018 preisbereinigt nur noch marginal (saisonbereinigt +0,1% bzw. 0,2% gg. Vq.), nach durchschnittlich +1,3% pro Quartal im Jahr 2017. Für das 2. Halbjahr rechnen wir in etwa mit einer Seitwärtsbewegung der Industrieproduktion. Geopolitische Spannungen dürften weiterhin die Nachfrage nach Investitionsgütern dämpfen bzw. ein signifikantes Wachstum verhindern. Neben den globalen Handelsstreitigkeiten, in deren Mittelpunkt die USA stehen, sind hier der Brexit oder Wirtschaftssanktionen z.B. gegenüber Russland zu nennen. Wenn die deutsche Investitionsgüterindustrie weniger Aufträge verzeichnet, wirkt sich dies negativ auf die Hersteller von Vorleistungsgütern aus. Für eine relativ stabile Produktionsentwicklung spricht zudem, dass die Kapazitätsauslastung des Verarbeitenden Gewerbes zu Beginn des 3. Quartals auf hohem Niveau „nur“ stagniert ist.

Der Fachkräftemangel in der Industrie dürfte auch angebotsseitig ein kräftigeres Produktionswachstum verhindern. Zwar hält der Beschäftigungsaufbau im deutschen Verarbeitenden Gewerbe seit Mitte 2010 ununterbrochen an, sodass die Zahl der Industriebeschäftigten fast monatlich neue Rekordstände erzielt. Bei den regelmäßigen Konjunkturumfragen des DIHK wird der Fachkräftemangel jedoch schon seit Herbst 2016 als wichtigstes Geschäftsrisiko bzw. limitierender Faktor für Investitionen eingestuft. Angesichts des äußerst engen deutschen Arbeitsmarktes ist dieses Problem kurzfristig nur schwer zu lösen.

Im 2. Halbjahr 2018 könnte sich negativ auf die Industrieproduktion auswirken, dass die deutsche Automobilindustrie eine Reihe von Modellen vorübergehend nicht mehr produzieren wird. Hier kommt es derzeit zu Verzögerungen beim Zertifizieren von Neuwagen nach dem sogenannten Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure (WLTP). Hinzu kommt, dass die Automobilkonjunktur in wichtigen Absatzmärkten der deutschen Hersteller ihren Höhepunkt überschritten hat. Nicht zuletzt waren die Geschäfts- und Exporterwartungen der Branche zuletzt in den negativen Bereich gerutscht, konnten sich nach dem Treffen von Trump und Juncker aber wieder erholen. Angesichts des hohen Anteils der Automobilindustrie an der industriellen Wertschöpfung in Deutschland (ca. 20%) schlagen Produktionsrückgänge in diesem Sektor auf das Ergebnis des gesamten Verarbeitenden Gewerbes durch.

Günstig für die deutsche Exportwirtschaft wirkt sich immerhin der gegenüber dem US-Dollar aktuell relativ schwache Euro aus. Dies erhöht die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen in vielen Ländern außerhalb der Eurozone. Zudem profitieren die Hersteller von konsumnahen Erzeugnissen von der nach wie vor sehr stabilen Binnenkonjunktur in Deutschland. Sie wird vom Arbeitsmarkt und den relativen hohen Lohnabschlüssen gestützt.

## Deutsche Industrieproduktion dürfte 2018 und 2019 um 2,5% bzw. 1% steigen

Trotz des verhaltenen Produktionswachstums (auf Quartalsebene) im 1. Halbjahr 2018 sowie der Erwartung eines flachen Verlaufs im Rest von 2018 rechnen wir für das Gesamtjahr (weiterhin) mit einem Plus der Fertigung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland von real 2,5% (2017: +2,9%). Dies lässt sich auf den hohen statistischen Überhang zum Jahreswechsel 2017/18 zurückführen. Für 2019 erwarten wir eine leicht anziehende Industrieproduktion, wobei der statistische Überhang zum Jahreswechsel 2018/19 kaum ins Gewicht fallen dürfte. Im Gesamtjahr 2019 könnte die Industrieproduktion dann um real 1% wachsen. Der Beschäftigungsaufbau könnte sich noch bis Anfang 2019 fortsetzen, wenn auch mit langsamerem Tempo als zuletzt. Aktuell liegen die ifo-

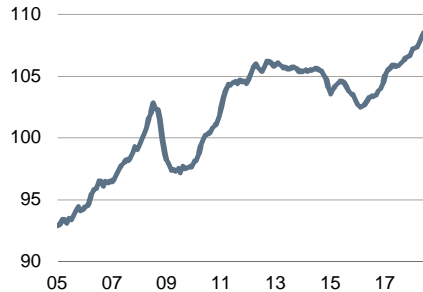


## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

### Erzeugerpreise steigen recht stetig

7

Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe in DE, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Erwartungen zur Beschäftigungsentwicklung in der Industrie jedenfalls noch im positiven Bereich. Doch je konkreter das Ende des Konjunkturzyklus wird, desto eher agieren die Unternehmen bei Neueinstellungen vorsichtig (vor allem wenn die Auftragsbestände nicht weiter steigen). Das Ergebnis der handelspolitischen Debatten zwischen den USA und der EU sind aus heutiger Sicht der größte Unsicherheitsfaktor für unsere Produktionsprognose.

### Erzeugerpreise zuletzt von Energiekomponente getrieben

Die Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe nahmen in den letzten Monaten jeweils mit einer Rate von mehr als 2% gg. Vj. zu. Ein Teil des Anstiegs ist zuletzt jedoch auf die Energiekomponente zurückzuführen. Insgesamt dürfte der Anstieg der Erzeugerpreise 2018 und 2019 etwas niedriger ausfallen als 2017 (+2,6%). Dies wäre für die Unternehmen allerdings eine deutliche Verbesserung gegenüber den Jahren 2011 bis 2016, als die Preise sogar leicht sanken.

### Betriebsüberschüsse und Lohnstückkosten eng korreliert

8

Deutschland, Gesamtwirtschaft, % gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bundesbank, Eurostat, Deutsche Bank Research

Steigende Erzeugerpreise wirken sich grundsätzlich positiv auf die Renditen der Unternehmen aus. Dem stehen nach den recht kräftigen Tarifabschlüssen jedoch höhere Lohnkosten gegenüber, was – ceteris paribus – zu höheren Lohnstückkosten führen dürfte. Die Arbeitsproduktivität in Deutschland ist (in der Gesamtwirtschaft) in den letzten beiden Quartalen bereits gesunken. Höhere Lohnstückkosten und eine niedrigere Arbeitsproduktivität dürften künftig die Betriebsüberschüsse der Unternehmen belasten, die bis zuletzt noch mit 1% pro Quartal zulegen konnten. Zudem dürfte in einzelnen Sektoren mit Auslaufen des Konjunkturzyklus auch der Preiswettbewerb intensiver werden. Schließlich wird der Wechselkurs die Gewinne der Unternehmen beeinflussen, wobei dieser Einfluss je nach Absatz- und Produktionsstruktur von Unternehmen zu Unternehmen unterschiedlich ausfallen wird.

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

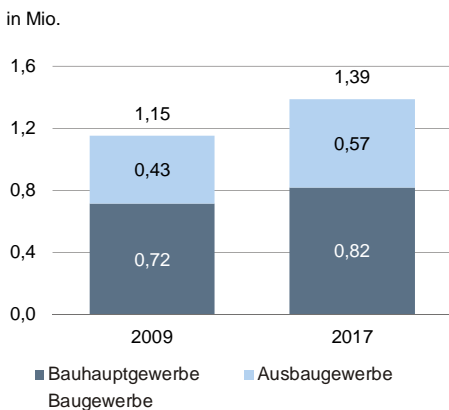




## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

Baugewerbe: Beschäftigte

1



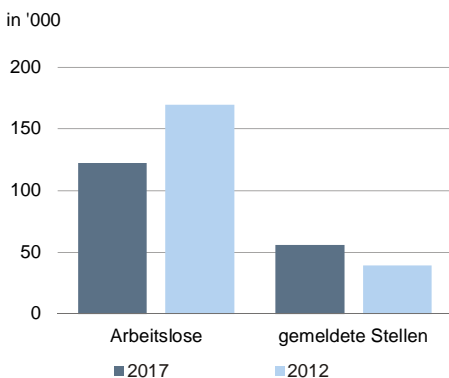
Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

## Wer soll's schaffen, und's Häusle baue?

- Im aktuellen Zyklus ist der Fachkräftemangel einer der Bremsklötze im Bausektor. Aufgrund des Mangels an qualifizierten Arbeitskräften haben die Unternehmer eine Reihe von Ersatzmaßnahmen getroffen.
- So wurde vor allem die Arbeitszeit der Beschäftigten ausgeweitet, vermehrt Nichtfachkräfte eingestellt, der Anteil der sozialversicherungspflichtig beschäftigten Ausländer stieg kräftig und mit relativmäßigem Erfolg versuchte man, mehr Auszubildende zu rekrutieren.
- Im Zuge der steigenden Neubauzahlen und wohl auch als Ersatz für den Fachkräftemangel erreichte die Kapazitätsauslastung der Baumaschinen neue Rekorde. Zudem wurde in den letzten Jahren kräftig in Baumaschinen investiert. Aktuelle Umfragen legen eine weitere Steigerung der Investitionstätigkeit im Jahr 2018 nahe.
- Die „Babyboomer“ erreichen in den nächsten Jahren zunehmend das Renteneintrittsalter. Der Fachkräftemangel dürfte sich also strukturell verschärfen. Um die negativen Folgen des Fachkräftemangels abzufedern, dürften die oben aufgezählten Ersatzmaßnahmen künftig an Relevanz gewinnen.
- Schon heute dauert die Besetzung von Führungspositionen, zum Beispiel „Aufsichtskräfte mit Meistertitel“, bis zu einem halben Jahr. Anekdotische Evidenz legt eine Absenkung der Bauqualität über den Zyklus nahe. Weitere Engpässe erhöhen das Risiko einer niedrigeren Bauqualität deutlich.

Bau-Arbeitsmarkt

2



Quellen: Deutsche Bank Research, Arbeitsagentur

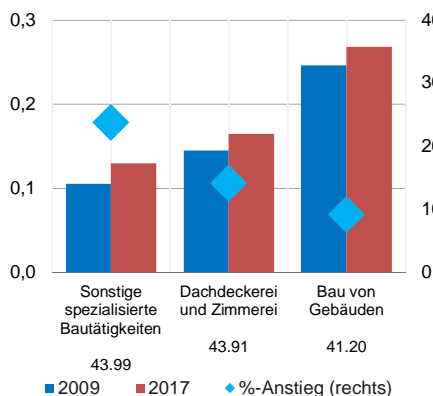
## Baugewerbe auf Rekordjagd

Der Bausektor boomt. Die Auftragseingänge und die Industrieproduktion sind seit dem Jahr 2009 um rund 40% gewachsen. Der Auftragsbestand ist auf einem 20-Jahreshoch. Laut ifo hat die exorbitant gute Auftragslage zu einer Rekordreichweite von rund vier Monaten geführt. Entsprechend ist auch der ifo Geschäftsklimaindex im August auf ein Allzeithoch gestiegen. Da sich die Rahmenbedingungen mit knappem Angebot und weiterhin anziehender Nachfrage nicht geändert haben, dürfte die sehr positive Baukonjunktur weit über das Jahr 2018 Bestand haben.

Bauhauptgewerbe: Beschäftigte in besonders großen Subsektoren

3

linke y-Achse: in Mio., rechte y-Achse: in %  
x-Achse: vierstellige WZ-Nr.



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

## Keine dynamische Angebotsausweitung im Wohnbau

Dabei kann im aktuellen Hauspreiszyklus, der im Jahr 2009 begann, die träge Angebotselastizität als Hauptursache für die hohe Preis- und Mietdynamik benannt werden. Wesentliche Gründe für die geringe Bauaktivität über den gesamten Zyklus sind: Zu wenig Bauland, komplexe Bauvorschriften, unterbesetzte Bauämter, rege Bürgerbeteiligung und infolgedessen geringe Anreize für lokale Politiker, umfangreiche Bauvorhaben zu planen. Zudem hat die Energiewende die Baukosten kräftig erhöht und eine fehlgeleitete Wohnungspolitik auf bundespolitischer Ebene, deren Hauptziel bis ins Jahr 2018 nicht die Ausweitung des Neubaus, sondern eine striktere Reglementierung war, eine dynamischere Ausweitung des Neubaus verhindert. Des Weiteren wurde frühzeitig ein Fachkräftemangel am Bau als wesentlicher Bremsfaktor identifiziert, worauf wir uns hier konzentrieren.

## Entwicklungen am Bauarbeitsmarkt seit dem Jahr 2009

Die Zahl der Beschäftigten im Baugewerbe ist um 20% von 1,15 Mio. im Jahr 2009 auf fast 1,4 Mio. im Jahr 2017 gestiegen und damit deutlich kräftiger als

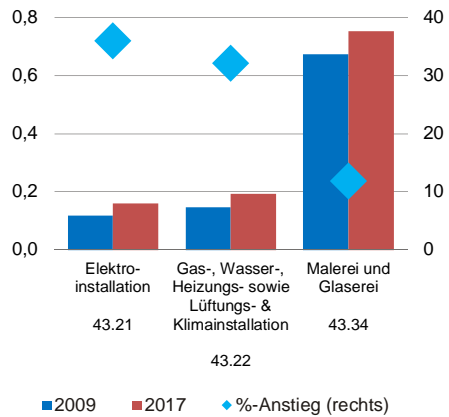


## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

### Ausbaugewerbe: Beschäftigte in besonders großen Subsektoren

4

linke y-Achse: in Mio., rechte y-Achse: in %  
x-Achse: vierstellige WZ-Nr.



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

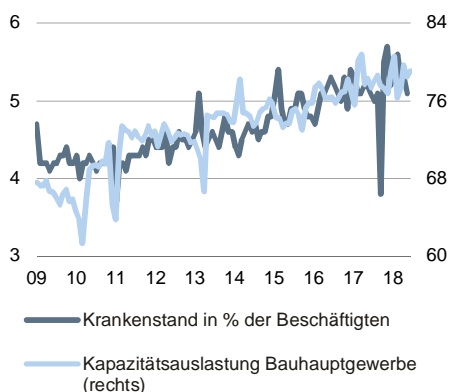
die Gesamtbeschäftigung in Deutschland (+9%). Angesichts des Booms im Wohnungsmarkt erhöhte sich insbesondere die Zahl der Beschäftigten im Ausbaugewerbe um 30%. Im Bauhauptgewerbe dagegen gab es lediglich ein Plus von 10%, wobei auch hier in einigen wohnungsmarktnahen Wirtschaftszweigen ein kräftiges Beschäftigtenwachstum zu verzeichnen war. Das geringste Wachstum im Bauhauptgewerbe gab es bei dem Bau von Gebäuden im Bauhauptgewerbe (Grafik 3). Im Zuge dieser Einstellungswelle hat sich die Zahl der gemeldeten offenen Arbeitsstellen im Baugewerbe insgesamt seit dem Jahr 2012 um 50% erhöht, die Zahl der arbeitslosen Bauarbeiter und Handwerker dagegen in etwa halbiert. So waren im Jahresverlauf 2018 im Durchschnitt nur rund 50.000 Personen in den Bauberufen arbeitslos gemeldet. Gleichzeitig ist die Zahl der gemeldeten offenen Stellen um rund 50% angestiegen. Dadurch ist das Verhältnis von Arbeitslosen zu gemeldeten Stellen in vielen Bauberufen nahe eins, in einer ganzen Reihe von Bauberufen bereits unter eins. Das Arbeitskräftepotenzial schwindet und die Bauunternehmer konkurrieren schon heute intensiv um die besten Mitarbeiter. Entsprechend konnten die Beschäftigten am Bau kräftige Lohnabschlüsse bei der Tarifrunde des Bauhauptgewerbes im Frühjahr verbuchen. Für das Jahr 2018 stiegen die Tariflöhne um rund 5% und weitere Erhöhungen folgen gemäß des Tarifabschlusses im Jahr 2019.

### Fachkräftemangel weitet sich im Jahr 2018 aus

### ifo: Krankenstand

5

beide y-Achsen: in %



Quellen: ifo, Deutsche Bank Research

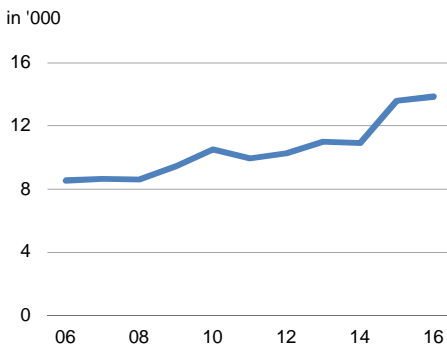
In der DIHK-Umfrage von Anfang 2018 gaben rund 80% der Bauunternehmen den Fachkräftemangel als Hauptrisiko für die wirtschaftliche Entwicklung an. Auch die ifo-Daten zeigen einen Mangel an Fachkräften über alle Bausektoren hinweg an. So bejahte im Jahr 2018 eine Rekordzahl von Bauunternehmern, einen Mangel an Fachkräften zu haben, und dies gilt sowohl im Wohn- wie im Gewerbebau als auch im öffentlichen Bau. Gerade der Mangel an Arbeitskräften im Gewerbebau könnte sich negativ auf den Wohnbau auswirken. Angesichts der höheren Renditen und der Skalenvorteile im Gewerbe- gegenüber dem Wohnbau könnte der Gewerbebau attraktivere Arbeitsbedingungen bieten als der Wohnbau und somit den Fachkräftemangel dort verschärfen. Der Fachkräftemangel im Baugewerbe hat über den Zyklus deutlich zugenommen. Bereits im Jahr 2012 hatte die Engpassanalyse der Bundesagentur für Arbeit auf einen Flaschenhals im Ausbaugewerbe, insbesondere im Bereich Sanitär- und Heizungstechnik hingewiesen. In den Folgejahren weitete sich dieser Engpass weiter aus. So nahmen die Vakanzzeiten offener Stellen weiter zu und zwar nicht nur in der Sanitär- und Heizungstechnik, sondern über alle Berufsfelder des Baugewerbes. Im Jahr 2018 erreichte der Fachkräftemangel eine neue Dimension, denn im Bauhauptgewerbe fehlen nun insbesondere Aufsichtskräfte mit Meistertitel. Die spezifische Arbeitslosenrate liegt dort bei rund 1% und die Neubesetzung von Stellen dauert laut Bundesagentur für Arbeit typischerweise ein halbes Jahr. Ohne Meister genauso wie ohne Fachkräfte könnte die Ankurbelung des Neubaus ausbleiben.



## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

Anzeigen auf Verdacht einer Berufskrankheit

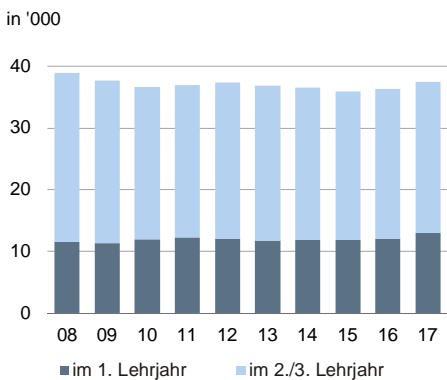
6



Quelle: Berufsgenossenschaft

Bau-Arbeitsmarkt: Lehrlinge

7

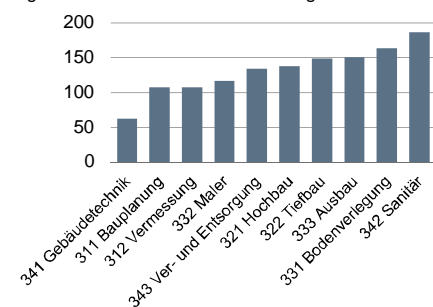


Quelle: Bauindustrie

2018 Bau-Arbeitsmarkt: Engpassanalyse

8

abgeschlossene Vakanzenzeiten in Tagen



Quelle: Arbeitsagentur

### Verschärfung des Fachkräftemangels wahrscheinlich

Die großen Engpässe lassen sich auch an den Merkmalen der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten in Bauberufen ablesen. Der Anteil der einfachen Arbeiter („Helfer“ laut Arbeitsagentur) an der Zahl der Beschäftigten ist gestiegen, während der Anteil der Fachkräfte rückläufig ist. Dies gilt insbesondere in den Hochbauberufen. Weitere Faktoren verdeutlichen die Engpässe der Baubranche. Der Anteil der über 55-jährigen Beschäftigten hat in den letzten Jahren zugenommen und beträgt mittlerweile knapp 20% der Beschäftigten in Bauberufen. Der Anteil der unter 25-jährigen dagegen liegt bei nur rund 11% und geht in den letzten Jahren leicht zurück. Über den gesamten Zyklus seit dem Jahr 2009 war zudem das Verhältnis von Auszubildenden im ersten Lehrjahr zu Renteneintritten negativ. Diese Entwicklung dürfte sich frühzeitig verschärfen, denn die Babyboomer-Generation erreicht zusehends das Rentenalter. Zudem werden die Beschäftigten im Baugewerbe sehr viel häufiger als in anderen Branchen erwerbsunfähig und streben eine Frühverrentung an. Die Anzeigen auf Verdacht einer Berufskrankheit haben lt. Berufsgenossenschaft von 2009 bis 2016 um 50% zugelegt. Auch dieser Faktor könnte neben der sehr guten Konjunktur den Anstieg des Krankenstandes von rund 4% der Beschäftigten im Jahr 2009 auf aktuell über 5% erklären. Aufgrund der heimischen Engpässe haben die Unternehmer zunehmend sozialversicherungspflichtige ausländische Arbeitnehmer eingestellt. So hat sich ihre Zahl über den Zyklus in etwa verdoppelt und ihr Anteil beträgt aktuell rund 15%. Doch auch die Rekrutierung ausländischer Arbeitskräfte könnte an ihre Grenzen stoßen. Zumindest stagniert seit dem Jahr 2015 die Zahl der entsandten Arbeitnehmer bei etwas über 100.000, wobei insbesondere die Zahl der Arbeitnehmer aus Osteuropa, die in etwa 70% der entsandten Arbeitnehmer im Baugewerbe ausmachen, rückläufig ist.

### Analyse und Ausblick: Wie bedeutend sind Arbeitseinsatz, Kapitalintensität, Produktivität und weitere Faktoren für den Neubau?

Mittlerweile besteht weitgehend Einigkeit darüber, dass der Neubau angekurbelt werden muss, um das knappe Angebot auszuweiten und um den Miet- und Preisdruck einzudämmen. Doch unsere Analyse impliziert eine weitere Verschärfung des Fachkräftemangels, wodurch das knappe Angebot an neuen Wohnungen ein struktureller Faktor werden könnte. Grundsätzlich bestehen folgende Möglichkeiten, um den Neubau auszuweiten: (i) mehr Beschäftigte einstellen, (ii) die Arbeitszeit pro Beschäftigten erhöhen, (iii) die Kapitalintensität erhöhen und (iv) kleinere Wohnungen bauen, die Produktivität erhöhen und/oder die Bauqualität reduzieren. Doch bevor wir einen Ausblick wagen, analysieren wir die Entwicklung dieser Faktoren vom Jahr 2009-2017.

### Kräftiger Beschäftigtenaufbau von +5% im Jahr 2017

Wie oben beschrieben stieg über den gesamten Zyklus die Zahl der Beschäftigten und zwar um rund 20%. Bis zum Jahr 2016 war vor allem ein verhaltener Beschäftigungsaufbau zu beobachten, auf das ein kräftiges Wachstum im Jahr 2017 von rund 5% folgte. Angesichts der zuvor beschriebenen Engpässe am Arbeitsmarkt kann man vermuten, dass die Bauunternehmer und Handwerker zunächst auf qualifizierte Fachkräfte setzten und wegen des Mangels eher zurückhaltend Neueinstellungen vornahmen. Aufgrund der exorbitant guten Auftragslage ist man womöglich jetzt dazu übergegangen, verstärkt auch unqualifizierte Arbeitnehmer einzustellen.

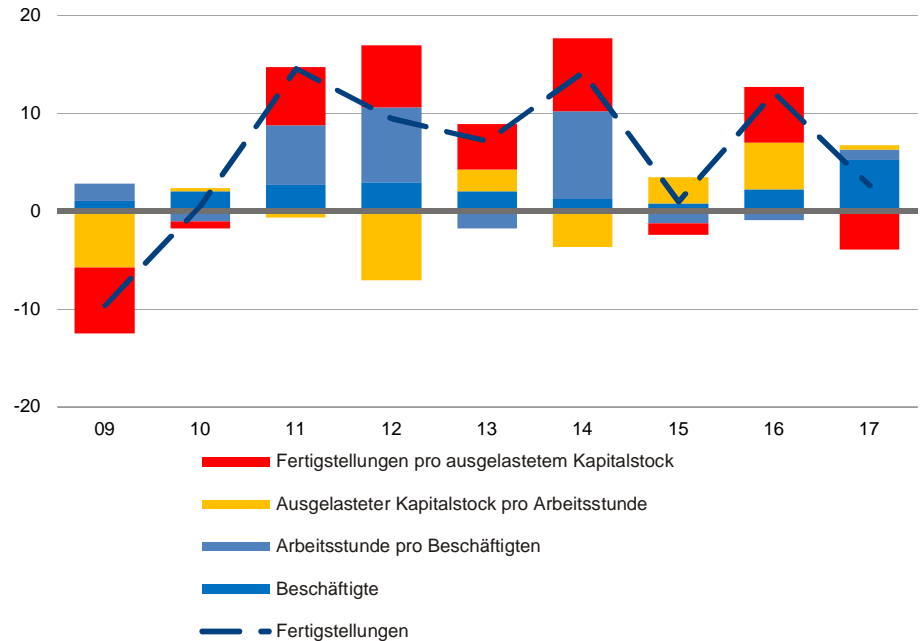


## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

### Wohnungsneubau und Produktionsfaktoren

9

% gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat, ifo, Statistisches Bundesamt

### Arbeitsstunden wachsen über den Zyklus stärker als die Zahl der Beschäftigten

Die Arbeitsstunden pro Beschäftigten erhöhten sich unseren Berechnungen nach ebenfalls kräftig von unter 1.800 Stunden pro Jahr im Jahr 2009 auf über 2.100 Stunden im Jahr 2017 (7,2 vs. 8,4 Stunden pro Tag). Die Zahl der Beschäftigten stieg jedoch nur um rund 20%, während die Arbeitszeit um mehr als 40% zulegte. Dabei gab es vor allem bis zum Jahr 2014 einen Zuwachs. Anschließend stagnierte das Verhältnis nahezu. Diese Beobachtung, aber ebenso zahlreiche Anekdoten von Unternehmern, legen nahe, dass in den vergangenen Jahren die Arbeitszeit pro Beschäftigten an arbeitsrechtliche und natürliche Grenzen stieß. Folglich dürfte eine weitere Ausweitung ausbleiben.

### Auslastungsgrad und Kapitalstock

Eine höhere Kapitalintensität ist ein weiterer Weg, den Neubau anzukurbeln. Dabei berechnen wir den Kapitalstock über den ausgelasteten realen Kapitalstock, hauptsächlich Baumaschinen und Fahrzeuge, plus Berücksichtigung des geleasteten Kapitalstocks. Den so berechneten Kapitalstock setzen wir dann ins Verhältnis zu den Arbeitsstunden.<sup>1</sup> Die Auslastung des Kapitalstocks (ifo) erhöhte sich um 12%-Punkte von 66% zu Beginn des Zyklus auf 78% im Jahr 2017 und gleichzeitig haben die Bauunternehmer ihre Investitionen deutlich erhöht. In realen Größen sind die Investitionen des Baugewerbes in Maschinen und Ausrüstung über den Zyklus um rund 60% auf ca. EUR 5000 Mrd. pro Jahr gestiegen. Unseren Berechnungen zufolge sind der Kapitalstock aufgrund der

<sup>1</sup> Den realen Kapitalstock im Baugewerbe approximieren wir über die jährlichen Investitionen in Maschinen und Ausrüstungen plus die von dem Verband der Bauindustrie angegebenen Leasingquoten seit den 1990er Jahren bis heute bei Unterstellung einer jährlichen Abschreibungsrate von 12%. Die Abschreibungsrate ist dabei so gewählt, dass die Wachstumsrate des realen Kapitalstocks im Einklang mit der Berechnung des Kapitalstocks in der Literatur steht.





## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

---

hohen Abschreibungen über den gesamten Zyklus um lediglich rund 20% und der ausgelastete Kapitalstock um rund 40% gestiegen. Damit legte der ausgelastete Kapitalstock etwas weniger kräftig zu als die Ausweitung der Arbeitsstunden (+44%). Die Kapitalintensität (gemessen über den ausgelasteten realen Kapitalstock pro Arbeitsstunde) ist demnach also leicht gesunken. Interessant ist hierbei, dass der Kapitalstock und die Kapitalintensität in den Jahren 2015-2017 pro Jahr kräftiger wuchsen als im Durchschnitt der Vorjahre. Eine aus unserer Sicht sinnvolle Interpretation ist, dass bis zum Jahr 2014 im Zuge der Ausweitung der Arbeitszeit und gradueller Neueinstellungen vor allem in Maschinen und Ausrüstungen investiert wurde, um die vorhandenen Arbeitskräfte adäquat auszustatten. Ab dem Jahr 2015 kann man angesichts des verschärften Fachkräftemangels die zunehmenden Investitionen in Kapital auch eher als Substitut für Arbeitskräfte interpretieren. Diese Lesart liegt auch deshalb nahe, da die Kapazitätsauslastung der Maschinen ab dem Jahr 2015 langsamer zulegte. So liegt das historische Mittel der Kapazitätsauslastung bei rund 66%; auch während der Boomjahre 1991-1995 lag die Auslastung nie über 70%. Damit dürfte die Auslastung von aktuell fast 80% schon nahe am technischen und logistischen Limit liegen. Ein höherer Auslastungsgrad wie im Verarbeitenden Gewerbe von teilweise auch über 90% könnte aufgrund kleinerer Losgrößen, den hohen Mobilitätsanforderungen und dem höheren witterungsbedingten Verschleiß und damit einer intensiveren Wartung im Baugewerbe auch langfristig nicht erreicht werden.

### Weitere Faktoren, die den Neubau über den Zyklus erhöht haben

Eine Reihe von weiteren Argumenten kann man anführen, die den Neubau angekurbelt haben. Erstens ist die Zahl der fertiggestellten Wohnungen auch deshalb über den Zyklus gestiegen, da man zunehmend kleinere Wohnungen gebaut hat. Im Jahr 2009 waren neue Wohnungen fast 120 m<sup>2</sup> groß, während die Wohnfläche auf unter 105 m<sup>2</sup> im Jahr 2017 zurückging. Ohne diesen Rückgang der Wohnfläche pro Wohnung wären bei gleicher Flächenbauleistung im Jahr 2017 30.000 Wohnungen weniger gebaut worden und über den gesamten Zyklus würden zusätzlich 110.000 Wohnungen fehlen. Diese Entwicklung dürfte auf das etwas kräftigere Neubauwachstum in den Metropolen und Großstädten als in den kleineren Städten und ländlichen Regionen zurückzuführen sein und ebenso auf den verstärkten Neubau von Mehrfamilienhäusern, wodurch die Wohnfläche aufgrund der dort besonders kräftig steigenden Preise und Mieten quasi automatisch zurückging. Zweitens kann man vermuten, dass durch die Zunahme der Losgrößen ebenso wie durch volle Auftragsbücher Synergieeffekte möglich sind, die auch die Produktivität im Baugewerbe erhöhten. Offizielle Statistiken zeigen aber eine sehr begrenzte Zunahme der Produktivität an. Drittens gibt es reichlich anekdotische Evidenz, die einen klaren Rückgang der Bauqualität nahelegt. Wenngleich sich dieser auch künftig kaum quantifizieren lässt, wäre es angesichts der hohen Engpässe auf der Angebotsseite und des massiven Fachkräftemangels wenig überraschend, wenn Qualitätsstandards zunehmend weniger Beachtung finden.

### Zusammenfassung und Ausblick

Alle uns vorliegenden Datenquellen lassen in den nächsten Jahren eine weitere Verschärfung des Fachkräftemangels erwarten. Unabhängig von dem zyklischen Engpass droht mit dem Erreichen des Rentenalters der Babyboomer zusätzlich ein struktureller Engpass. Die jüngsten Entwicklungen implizieren unserer Ansicht nach folgende Entwicklungen. Die Bauunternehmer dürften

1. wie bereits in den vergangenen Jahren zu beobachten war, vermehrt gering qualifizierte Arbeitskräfte einstellen. Dies könnte die



## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

---

Bauqualität deutlich senken. Dies gilt insbesondere dann, wenn sich der schon heute bestehende Engpass bei Aufsichtskräften mit Meistertitel weiter verschärft. Zudem besteht das Risiko von mehr Arbeitsunfällen. Laut Berufsgenossenschaft sind im Jahr 2016 (letzter Datenpunkt) die Arbeitsunfälle gegen den Trend der letzten Jahre leicht angestiegen.

2. versuchen, vermehrt in Baumaschinen und Fahrzeuge zu investieren, um die Produktivität zu erhöhen. Diesem Substitutionsprozess dürften aber enge Grenzen gesetzt sein, da modernes Kapital oftmals nur von qualifiziertem Personal bedient werden dürfte. Eine massive Kapitalsubstitution beispielsweise im Rahmen einer Digitalisierungsstrategie ist bestenfalls mittelfristig abzusehen.
3. bereit sein, qualifizierten Fachkräften höhere Gehälter zahlen. Das Plus von mehr als 5% bei den Tarifabschlüssen im Jahr 2018 war somit womöglich nur ein Vorbote.

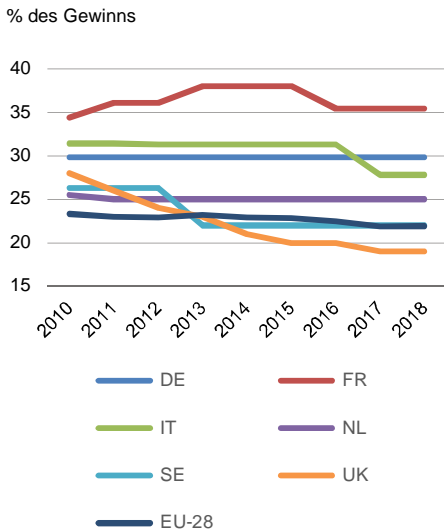
Aufgrund der schon heute bestehenden und sich vermutlich weiter verschärfenden Engpässe am Bauarbeitsmarkt rückt das von der Bundesregierung angestrebte Ziel, in der Legislaturperiode 2017-2021 1,5 Mio. neue Wohnungen zu bauen, in weite Ferne. Daher halten wir an unserer Prognose fest, dass der Preisdruck nicht vor dem Jahr 2022 nachlassen wird.

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



## Wachsender Handlungsdruck bei Unternehmenssteuern<sup>2</sup>

Tarifliche Belastung von Kapitalgesellschaften in der EU



Seit der letzten Umgestaltung der Unternehmensbesteuerung 2008 hat sich in Deutschland großer Reformbedarf angestaut. Hohe Steuersätze, relativ restriktive Abschreibungsmöglichkeiten, fehlende breite steuerliche Forschungsförderung, ein immer komplexeres Steuerrecht u.a. beeinträchtigen das Investitionsklima mehr als erforderlich. Die Bundesregierung beachtet dies zu wenig.

Angesichts anhaltender Kritik an den deutschen Leistungsbilanzüberschüssen wäre eine Senkung der Unternehmenssteuern indes ein überzeugendes Signal, um der zu schwachen Investitionstätigkeit im Inland neue Impulse zu geben und damit ein wichtiges Faktum bei der Leistungsbilanzdiskussion zu adressieren.

Auch der Trend zu niedrigeren Steuersätzen bedarf Antworten, wenn der Standort D für Investitionen, Innovationen und Arbeitsplätze wettbewerbsfähig bleiben soll. In wichtigen Nachbarländern werden die Steuern für Kapitalgesellschaften 2020 um bis zu 13%-Punkte unter dem deutschen Niveau von 30% liegen. Zuletzt hat Deutschland gegenüber USA Boden verloren. Dort wurden die Bundes-Körperschaftsteuer von 35 auf 21% gesenkt und u.a. Sofortabschreibungen ermöglicht.

Angesichts des technologischen Wettbewerbs mit USA und China bei KI und Robotik sind verbesserte Anreize für verstärkte F&E-Aktivitäten notwendig, damit Deutschland nicht (noch mehr) ins Hintertreffen gerät. Die vom BDI vorgeschlagene Einführung einer Lohnsteuer-Gutschrift in Höhe von 10% der F&E-Personalaufwendungen könnte solche Anreize liefern, ohne die öffentlichen Kassen zu überfordern. Bei der Sicherung des Innovationsstandortes könnten auch die international verbreiteten Patentboxen eine wichtige Rolle spielen.

Steueraufkommen nach Steuerarten



Deutschland gehört zu den Vorreitern bei der Umsetzung internationaler Maßnahmen gegen unerwünschte Gewinnverkürzungen und Gewinnverlagerungen multinationaler Unternehmen. Dies ist problematisch, wenn andere Länder verzögert oder nicht konsequent nachziehen. Internationale Bemühungen, ein level playing field bei der Ermittlung des steuerlichen Ertrages zu etablieren, können sich dann ins Gegenteil verkehren – zulasten der Unternehmen hier. Internationale und EU-Standards sollten daher angemessen umgesetzt werden.

Beachtung gebührt auch den durch die Körperschaftsteuer und die zweifache Besteuerung von Beteiligungskapital (im Unternehmen und bei (Anteils-)Eignern) hervorgerufenen Verzerrungen von Investitionsentscheidungen sowie zwischen Beteiligungs- und Fremdfinanzierung. Die Wissenschaft bietet hier mit der Zinsbereinigung des Eigenkapitals interessante Lösungsvorschläge, die inzwischen (modifiziert) auch von der EU-Kommission aufgegriffen wurden.

Die notwendigen Reformen müssen rasch anpackt werden. Pläne dafür liegen längst auf dem Tisch. Bei vollen Kassen des Staates sollten die kurzfristigen Umbaukosten, sprich: Steuermindereinnahmen, zu verkraften sein. Mittel- und langfristig trägt eine wachstumsorientierte Politik zu steigenden Einkommen und einem hohen Beschäftigungsgrad bei und sichert damit Steuerquellen.

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

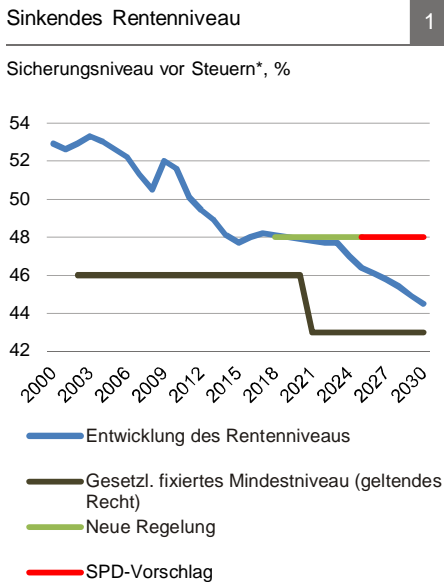
\* einschl. Einfuhrumsatzst., \*\* veranl. Einkommenst. plus nicht veranl. St. v. Ertrag, \*\*\* auf Zinserträge u. Veräußerungserl.

Quelle: BMF

<sup>2</sup> Kernthesen des Deutsche Bank Research Deutschland Monitor „Wachsender Handlungsdruck bei Unternehmenssteuern“, im Erscheinen.



## Sozialpolitisches Paket der Groko: Viel für traditionelle Wähler, wenig für die Zukunft



\* Rente des Durchschnittsverdieners nach 45 Beitragsjahren

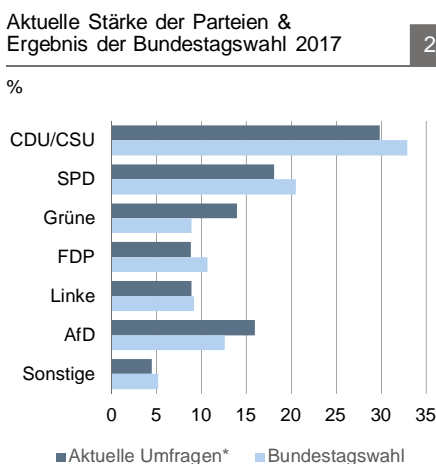
Quellen: BMAS, SPD

Am Ende ging es schnell. Nach einer zuvor zunehmend hitzigen Debatte über die Rentenpolitik einigte sich die Groko am Dienstag vergangener Woche auf ein sozialpolitisches Paket, das im Herbst verabschiedet werden soll. Ungeachtet vieler warnender Stimmen von renommierten Wissenschaftlern und aus der Wirtschaft enthält das Paket vor allem kostspielige neue Leistungen der Gesetzlichen Rentenversicherung (GRV), wie sie (leicht modifiziert) im Koalitionsvertrag vom März festgeschrieben sind. Das vorerst teuerste Projekt ist die erweiterte Mütterrente für Frauen (u.U. auch Männer) mit vor 1992 geborenen Kindern, die pro Kind einen halben Rentenpunkt mehr als bislang erhalten sollen. Diese, auf eine Forderung der CSU zurückgehende Leistung, von der rd. 7 Mio. Begünstigte profitieren werden, wird schon im ersten Jahr EUR 3,8 Mrd. kosten. Dieser Betrag unterscheidet sich nur wenig von den Kosten des ursprünglichen CSU-Vorschlags, der doppelt so hohe zusätzliche Aufschläge für eine deutlich kleinere Personengruppe vorsah, nämlich nur für Mütter mit drei und mehr vor 1992 geborenen Kindern. Die SPD brachte ihren Vorschlag einer doppelten Haltelinie in das Paket ein. Demnach soll die Bundesregierung dafür sorgen, dass bis 2025 das Rentenniveau nicht unter den Wert von 48% fällt und der Beitragsatz zur GRV (derzeit 18,6%) die Linie von 20% nicht überschreitet. Sozialpolitiker beider Lager setzten höhere Leistungen für erwerbsgeminderte Personen und für langjährig Beschäftigte mit niedrigem Einkommen durch.

Die Protagonisten argumentieren, dass Deutschland sich die Mehrausgaben finanziell leisten könne. Das setzt indes auch mittel- und langfristig robustes Wirtschaftswachstum und Vollbeschäftigung voraus. Dies ist aber keineswegs gesichert, zumal die Stärkung der Wachstumskräfte im Regierungsfahrplan zu kurz kommt. Vor allem aber ist die längerfristige Finanzierung der jetzt beschlossenen Maßnahmen unklar. Hier droht eine zunehmende Überforderung der Beitrags- und Steuerzahler, wenn die Babyboomer ab Mitte des kommenden Jahrzehnts in Rente gehen. Maßnahmen zur Sicherung des Rentensystems in dieser schwierigen Zeit soll indes eine vom Bundesminister für Arbeit und Soziales eingesetzte Expertenkommission erarbeiten und im Frühjahr 2020 der Öffentlichkeit präsentieren.

Dessen ungeachtet befeuerte Bundesfinanzminister Scholz die jüngste Debatte durch einen überraschenden Vorstoß. Er will bei der Rente weiter draufsatteln und das Rentenniveau bis 2040 bei 48% festschreiben. Die Kosten dafür wären enorm. Professor Börsch-Supan, München, Mitglied der Expertenkommission, geht von zusätzlichen Ausgaben (in heutigen Preisen) von rd. EUR 50 Mrd. im Jahr 2040 aus und sogar mehr als der doppelten Summe, wenn die zweifache Haltelinie bis dahin festgeschrieben werden sollte. Freilich hängt dabei vieles von der künftigen Beschäftigungsentwicklung ab. Der Finanzminister selbst hat seinen Vorschlag eigenem Bekunden zufolge indes noch nicht durchgerechnet.

Dass der Finanzminister schon jetzt neue Versprechen für die Rente macht, deutet auf Zweierlei hin. Erstens scheint die SPD wenige Wochen vor den wichtigen Landtagswahlen in Bayern und Hessen am 14. bzw. 28. Oktober ein Thema zu suchen, mit dem sie sich von der CDU/CSU abzusetzen und vor allem auch bei der eigenen Stammwählerschaft zu punkten hofft. Angesichts anhaltend schwacher Umfragewerte – im Durchschnitt deutlich unter der 20%-Marke – erscheint dies verständlich. Zweitens hadert die SPD offenkundig immer noch mit den Reformen ihres Kanzlers Schröder im vergangenen Jahrzehnt. Die damals zur Sicherung der nachhaltigen Finanzierbarkeit der Rentenversicherung beschlossenen Maßnahmen, insbesondere die allmähliche Absenkung des Rentenniveaus nach Maßgabe der Beschäftigungsentwicklung und



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

Quelle: Wahlrecht.de





## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

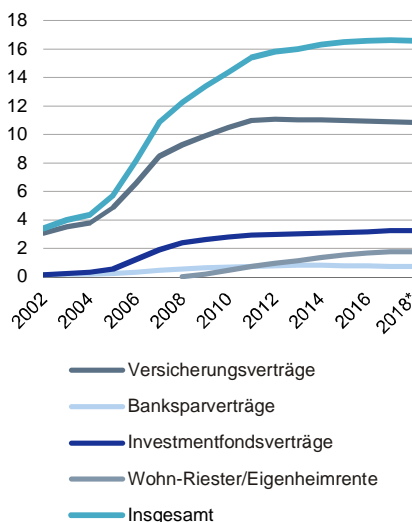
der Zahl der Rentner, treffen nach und nach auch langjährige Fachkräfte und andere Beschäftigte mit mittleren Einkommen, also Stammwähler der SPD nach dem Selbstverständnis der Partei. In der letzten Legislaturperiode gelang es der SPD bereits, mit der Rente mit 63 Vergünstigungen für diese Gruppe zu erreichen. Nun steht der Schutz vor einem weiteren Absinken des Rentenniveaus auf der Agenda.

Dass führende SPD-Politiker jetzt den (endgültigen) Verzicht auf die Abschaffung des Solidaritätszuschlages für Bezieher höherer Einkommen, die rd. 50% der Einkommensteuer tragen, und generell höhere Steuern für „Super-Reiche“ und höhere Vermögen fordern, spricht für sich. Hier sind neue Auseinandersetzungen mit der Union, die auf einen zügigen, konsequenten Abbau des „Soli“ drängt, programmiert.

Entwicklung der Riester-Rente

3

Riester-Verträge, in Mio.



\* Stand Ende Q1 2018

Quelle: BMAS

Freilich hat der Finanzminister durchaus auch einen Punkt. Die im vergangenen Jahrzehnt beschlossenen Reformen umfassten neben Einschnitten bei der gesetzlichen Rente auch Initiativen zum Ausbau der betrieblichen und der privaten Vorsorge, insbesondere die Riester-Rente. Gerade Letztere ist aber aus verschiedenen Gründen deutlich hinter den Erwartungen zurückgeblieben. Die Zahl der Verträge stagniert seit 2015 bei rd. 16½ Mio., was einen Deckungsgrad von nicht einmal 50% bedeutet. Deswegen drohen bei vielen Arbeitnehmern wachsende Versorgungslücken. Diese durch Rückkehr zu einer den Lebensstand im Alter sichernden gesetzlichen Rente schließen zu wollen, hieße aber, wissenschaftliche Erkenntnisse über wirtschaftliche Risiken durch überforderte umlagefinanzierte Rentensysteme und die Erfahrungen anderer Länder zu ignorieren. Richtig wäre es, der privaten Vorsorge durch weniger restriktive Vorgaben neuen Schub zu vermitteln. Vor allem sollte die Pflicht der Anbieter von Riester-Produkten, den Nominalwert der Beiträge zu erhalten, abgeschafft werden. Die Garantiepflcht macht es für die Anbieter erforderlich, einen erheblichen Teil der Beiträge in (Staats-)Anleihen mit hoher Bonität anzulegen, was im anhaltenden Niedrigzinsumfeld in hohem Maße zulasten der Rendite geht und damit den Interessen der Vorsorgesparer zuwiderläuft.

Mehr zukunftsorientiert als der jetzt weitergeführte rentenpolitische Kurswechsel ist ein anderes Projekt, das die Groko nun angesprochen hat; ein Einwanderungsgesetz. Dazu haben sich die drei Parteien unlängst auf Eckpunkte geeinigt. Demnach soll die Einwanderung qualifizierter Arbeitskräfte aus Drittländern erleichtert und transparent in einem einzigen Gesetz festgelegt werden. Anders als bislang werden qualifizierte Arbeitskräfte von außerhalb der EU künftig nicht mehr nachweisen müssen, dass sie über einen Arbeitsplatz in Deutschland verfügen. Damit wird die Einreise auch zur Arbeitsplatzsuche möglich. Zudem wird der gesamte Arbeitsmarkt offen stehen, und nicht mehr nur Berufe mit staatlich festgestelltem Fachkräftemangel. Freilich sollen neben einer Berufsausbildung das Angebot eines konkreten Arbeitsplatzes, Sprachkenntnisse, das Alter und hinreichende Ressourcen zur Sicherung des Lebensunterhalts Kriterien für die Einwanderung sein. Wie diese Kriterien gewichtet werden sollen, ist indes noch offen.

Weitere offene Punkte bestehen hinsichtlich des sogenannten Spurwechsels von Flüchtlingen und abgelehnten Asylbewerbern. Die SPD plädiert dafür, dass diese Personen einen neuen aufenthaltsrechtlichen Status, v.a. ein Bleiberecht, erhalten, wenn sie eine (sozialversicherungspflichtige) Stelle gefunden haben. Weite Teile der CDU/CSU sind aber dagegen. Sie befürchten, dass eine solche Regelung Deutschland als Ziel für Flüchtlinge noch attraktiver machen könnte. Dem ließe sich indes durch eine Stichtagsregelung entgegenwirken. Freilich wäre die Wahl des Stichtags problembehaftet. Würde er auf ein gegenwärtiges Datum gelegt, erfolgte eine willkürliche Grenzziehung zwischen jenen Flüchtlingen und abgelehnten Asylbewerbern, die bereits arbeiten und jenen, die noch keine Stelle gefunden haben. Das könnte durch einen weiter in der Zukunft liegenden Termin umgangen werden, womit sich dann aber wieder das Problem



## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

---

der Migrationsanreize stellte. Freilich sollte hier ein sinnvoller Kompromiss möglich sein – zumal die jüngsten Erfahrungen zeigen, dass die Zuwanderung zumindest kurzfristig besser steuerbar ist, als von vielen angenommen.

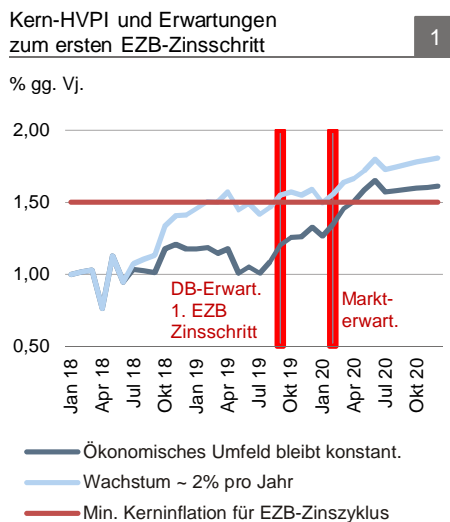
Im alternden Deutschland könnte eine an Erfordernissen des Arbeitsmarktes orientierte Einwanderungspolitik das Wachstumspotenzial nachhaltig stärken und damit auch die Finanzierbarkeit der Renten erleichtern. Derzeit sind 12% der (sozialversicherungspflichtig und geringfügig) beschäftigten Ausländer, darunter stammen knapp 47% aus Drittstaaten. Ohne diese Kräfte wäre der seit Jahren positive Trend der deutschen Wirtschaft nicht möglich. Allzu illusorische rentenpolitische Wunschvorstellungen würden aber selbst bei (in realistischer Weise) verstärkter Arbeitskräftezuwanderung nicht tragen.

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



## Taubenhafter QE-Ausstieg der EZB lässt weiter die Tür offen für ersten Zinsschritt im Jahr 2019

### Geldpolitischer Kurs zwischen Niveaus und Revisionen



Quellen: Deutsche Bank, Eurostat, Haver Analytics LP

Die konjunkturelle Verlangsamung in der EWU macht die EZB-Entscheidungen nicht einfacher. Aktuell sprechen aber die Niveaus weiterhin für einen graduellen Ausstieg. Bereits im Juni hat die EZB angekündigt, dass sie ihre Nettokäufe voraussichtlich zum Jahresende einstellen wird. Sie bleibt folglich zuversichtlich, dass sich die allmähliche Normalisierung der Inflation fortsetzen wird. Gleichwohl sieht sie angesichts der jüngsten Rückschläge bei den Konjunkturdaten (Wachstumsabschwächung im 1. Halbjahr) und potenzieller Abwärtsrisiken (Handelskrieg und Marktvolatilität) Grund zur Vorsicht. So äußerte sie im Hinblick auf das Ende der Nettoanleihekäufe lediglich eine von den Daten abhängige Erwartung – die endgültige Entscheidung steht erst auf ihrer Sitzung im September an. Zudem legte sie sich vorab darauf fest, die Leitzinsen „mindestens über den Sommer 2019“ auf ihrem aktuellen Niveau zu halten. Beide Entscheidungen wurden von den EZB-Ratsmitgliedern einstimmig beschlossen. Dank der taubenhaften Rhetorik sind die Bedingungen an den Finanzmärkten nach wie vor akkommodierend. Auch die Äußerungen von EZB-Präsident Draghi auf der jüngsten Pressekonferenz im Juli haben hieran nichts geändert.

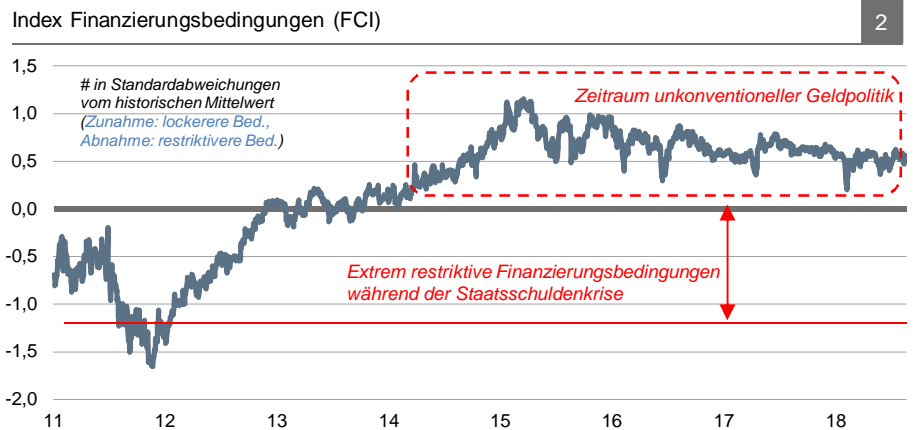
### Bestätigung des Ausstiegs aus den Nettokäufen

Am 13. September muss die EZB also noch endgültig entscheiden, ob sie die Nettokäufe von Vermögenswerten im 4. Quartal tatsächlich wie angekündigt weiter reduziert und schließlich zum Jahresende einstellt. Im Protokoll ihrer Juni-Sitzung hatte sie betont, dass sie ihre Entscheidung nur im Falle einer „größeren Abweichung“ vom erwarteten Inflationsspfad überdenken würde. Trotz der oben erwähnten Risikofaktoren deutete bis zuletzt alles darauf, dass sich die Inflation im Rahmen der Erwartungen entwickelt. Eine „größere Abweichung“ ist zumindest derzeit nicht zu erkennen. So wurden seit der EZB-Entscheidung im Juni die Konsensprognosen für die Gesamtinflation im Jahr 2019 um 0,1 %-Punkte auf 1,6% angehoben. Die 5J5J-Inflationserwartungen (Swaps) sind seither zwar gesunken, allerdings nur leicht um 5 Basispunkte. Auch wenn bis zur Sitzung am 13. September ein Risikoereignis nicht ausgeschlossen werden kann, gehen wir bis auf Weiteres in unserem Basisszenario davon aus, dass die EZB die allmähliche Reduzierung ihrer Anleihekäufe im 4. Quartal bestätigt.

Ein weiterer Grund für einen baldigen QE-Ausstieg dürfte sein, dass – so die Argumentation der EZB – ihr expansiver geldpolitischer Kurs nicht nur über die Nettoanleihekäufe funktioniere. Vielmehr erfolge über den Bestand an erworbenen Vermögenswerten (u.a. durch die positiven Effekte des Reinvestitionsprogramms), das Niveau der Leitzinsen und die Forward Guidance weiterhin eine umfangreiche Akkommodierung. Aufgrund des hohen Bestands der von der EZB gehaltenen Vermögenswerte dürfte selbst bei einer leichten Eintrübung des Inflationausblicks der Ausstieg aus dem Anleihekaufprogramm für die EZB zunehmend leichter werden. Unser Financial Conditions Index hat jedenfalls auf die von der EZB in Aussicht gestellte Einstellung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten nicht reagiert.



## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

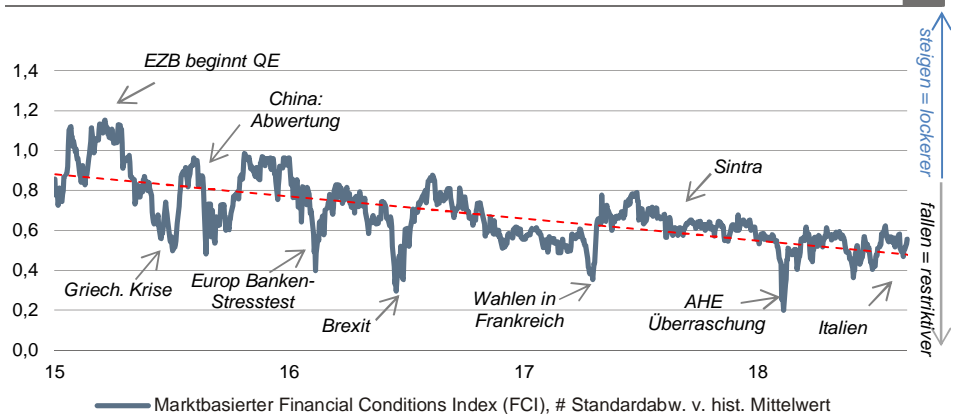


Quellen: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP, Haver Analytics LP

### Zinswende könnte 2019 kommen, sofern die Kerninflation nicht unter 1,5% liegt

Angesichts des wohl unmittelbar bevorstehenden Endes der Nettokäufe dürfte sich die Aufmerksamkeit der Märkte – vorausgesetzt die Konjunkturrisiken treten nicht ein – auf den Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung richten. Im Fokus steht dabei die Frage, wie genau die Guidance („mindestens über den Sommer 2019“) zu verstehen ist und inwieweit die EZB daran festhalten wird. Da die Märkte eine erste Zinserhöhung erst für das Frühjahr 2020 einpreisen, ist aus ihrer Sicht die Wahrscheinlichkeit nach wie vor hoch, dass eines oder mehrere der derzeit diskutierten Risiken tatsächlich eintreten. Wir teilen diese Meinung nicht und gehen weiterhin davon aus, dass die EZB die Zinsen bereits im September 2019 anheben dürfte. Entscheidend hierfür ist die Entwicklung der Kerninflation. Sollte diese 2019 bei 1,5% liegen, dürfte sich die EZB nach unserem Dafürhalten in Richtung Zinswende bewegen. Hierfür spricht auch, dass die EZB eine Kernrate von 1,5% für das Jahr 2019 prognostizierte, als Mario Draghi erstmals in diesem Zyklus für Mitte 2019 eine Zinserhöhung in Aussicht stellte. Ebenso wie die EZB erwarten auch wir für 2019 eine Rate von 1,5%. Unter der Annahme, dass die Risiken nicht eintreten, spricht manches dafür, dass auch die Märkte bald einen Zinsschritt vor Jahresende 2019 einpreisen.

### Akkommodative EZB-Politik sichert weitgehende Stabilität der Finanzierungsbedingungen 3



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank, Haver Analytics





## Erster Zinsschritt im September 2019

Von Interesse ist nicht nur, wann der Straffungszyklus startet, sondern auch, wie groß die einzelnen Zinsschritte ausfallen, wie häufig die EZB die Zinsen anhebt und wann der Zinserhöhungszyklus wieder ausläuft. Aus unserer Sicht dürfte die EZB Umfang und Häufigkeit der Schritte gegeneinander abwägen – so rechnen wir für September 2019 und März 2020 mit einer Anhebung des Einlagezinses um jeweils 20 Bp. (Refinanzierungssatz: jeweils 25 Bp.). Anschließend dürften alle sechs Monate weitere Erhöhungen von jeweils 25 Bp. auf dem Programm stehen. Wann der Zyklus wieder ausläuft, hängt von strukturellen (z.B.  $r^*$ ) sowie zyklischen Faktoren (z.B. Ende des Konjunkturzyklus) ab. Im ersten Fall liegt der Fokus auf dem Trendwachstum. Steigt dieses in der Wahrnehmung, besteht die Gefahr, dass kurz- und mittelfristige Trends verwechselt werden, z.B. am Arbeitsmarkt. Im zweiten Fall geht es vor allem um das Gleichgewicht zwischen binnen- und außenwirtschaftlichen Risiken. Aus zyklischer Sicht dürften – wenn man von Italien absieht – vor allem externe Risiken (z.B. Ende des US-Zyklus) dem Straffungszyklus im Euroraum Grenzen setzen. So könnte der Einlagezins im Jahr 2021 auf lediglich +0,5% steigen, bevor das konjunkturelle Umfeld die Geldpolitik ausbremst und die Zinsen kurzfristig sinken. Weitere Erhöhungen dürften dann erst 2022 wieder auf dem Programm stehen.

## Draghi-Nachfolge

Die Frage, wer die Nachfolge an der EZB-Spitze antritt, rückt verstärkt in den Fokus der Märkte. Bis März 2019 dürfte dem Rat „Wirtschaft und Finanzen“ eine Liste der in die engere Auswahl kommenden Kandidaten vorliegen. Ernannt wird der Nachfolger dann im Juni durch den Europäischen Rat. Zwar sorgt der Wechsel an der Spitze der EZB für zusätzliche Unsicherheit und könnte die Stimmung an den Märkten dämpfen. In unserem Basisszenario gehen wir aber davon aus, dass die Persönlichkeit des Nachfolgers kaum ausschlaggebend dafür sein dürfte, welche Politik die EZB betreibt. Wer das Amt des EZB-Präsidenten innehat, muss pragmatisch an die Dinge herangehen.

Die beiden Topkandidaten – die eine Kandidatur nicht bereits im Vorfeld ausgeschlossen haben – sind Jens Weidmann und Erkki Liikanen. Beide gehören zu den Falken, wobei Liikanen als etwas gemäßiger gilt. Weidmann hingegen schlug bis zuletzt keine moderateren Töne an. Jüngsten Medienberichten zufolge hat Berlin allerdings weniger das Amt von EZB-Präsident Mario Draghi im Visier als den Posten von EU-Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker. Gleichwohl sei an dieser Stelle nochmals darauf verwiesen, dass der taubenhafte geldpolitische Kurs von den EZB-Ratsmitgliedern im Juni einstimmig – also auch von Weidmann – beschlossen wurde.

Letztendlich könnte die im Vorfeld anstehende Neubesetzung von weiteren Spitzenämtern in der EZB den Ausschlag geben, wer die Nachfolge als EZB-Präsident antritt. Aus dem Rennen sein dürften Kandidaten aus den Ländern, die die Nachfolger/in von Daniele Nouy als Vorsitzende des Aufsichtsgremiums der EZB (Ende der Amtszeit: 31. Dezember 2018) und Peter Praet als EZB-Direktoriumsmitglied (Ende der Amtszeit: 31. Mai 2019) stellen.

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

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



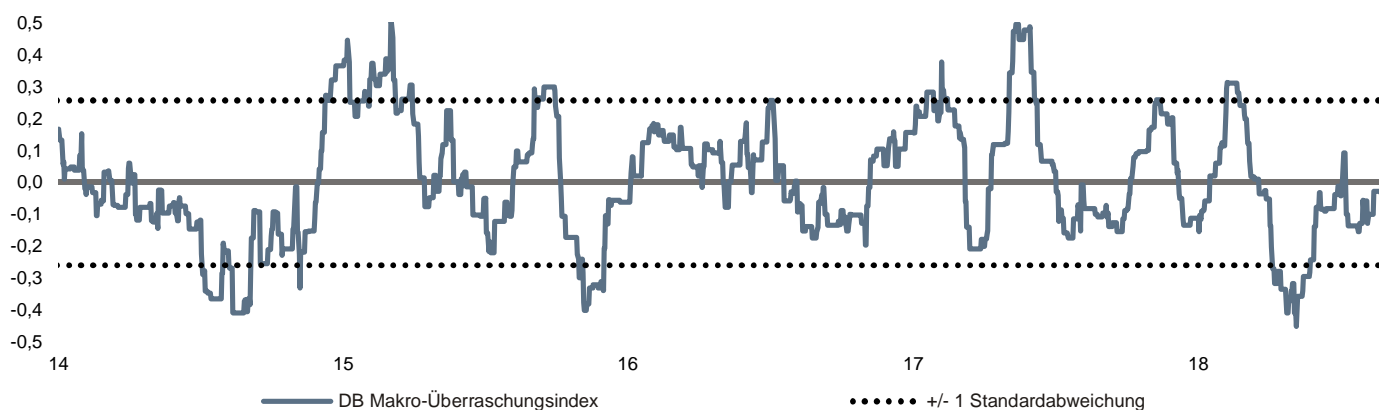
## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

### 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	7 2018	25.07.2018	101,7	101,5	0,2	0,0	0,5
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	6 2018	27.07.2018	4,8	4,5	0,3	0,6	0,8
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	6 2018	31.07.2018	0,9	1,0	-0,1	0,2	0,6
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	7 2018	31.07.2018	-6,0	-10,0	-4,0	-0,4	0,3
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	7 2018	01.08.2018	56,9	57,3	-0,4	-0,5	0,2
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	7 2018	03.08.2018	54,1	54,4	-0,3	-0,3	0,4
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	6 2018	06.08.2018	-4,0	-0,5	-3,5	-1,7	0,0
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	6 2018	07.08.2018	-0,9	-0,5	-0,4	-0,3	0,4
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	6 2018	07.08.2018	26,2	21,0	5,2	1,2	0,9
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	8 2018	14.08.2018	72,6	72,1	0,5	0,0	0,5
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	7 2018	14.08.2018	2,0	2,0	0,0	0,2	0,3
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	8 2018	14.08.2018	-13,7	-21,3	7,6	1,0	0,8
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	8 2018	23.08.2018	56,1	56,1	0,0	0,0	0,4
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	8 2018	23.08.2018	55,2	55,2	0,0	0,0	0,5
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	6 2018	24.08.2018	0,5	0,5	0,0	-0,2	0,3
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	8 2018	27.08.2018	103,8	101,8	2,0	2,8	1,0
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	7 2018	30.08.2018	5,0	5,2	-0,2	0,2	0,5
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	8 2018	30.08.2018	-8,0	-8,0	0,0	-0,2	0,4
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	8 2018	30.08.2018	2,0	2,0	0,0	0,2	0,3
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	7 2018	31.08.2018	-0,4	-0,2	-0,2	0,1	0,5

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.



## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
7. Sep.	Eurogruppe und informeller ECOFIN, Wien	Thematische Debatte über Wachstum und Beschäftigung: zur Effizienz der Arbeits- und der Produktmärkte; Gedankenaustausch mit dem Vorsitzenden des Ausschusses für Wirtschaft u. Währung des EP u.a.
13. Sep.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Die EZB dürfte sich dazu äußern, wie sie die Entscheidung über das Auslaufen der Nettoanleihekäufe (QE) im Q4 2018 im Kontext aktueller Entwicklungen einschätzt. Den Sitzungsprotokollen vom Juni folgend, sollte nur eine „große Abweichung“ der Inflationsentwicklung vom erwarteten Pfad eine Überprüfung des avisierten Endes der Nettoanleihekäufe rechtfertigen.
19. Sep.	Informelle Tagung der EU-Staats- und Regierungschefs, Salzburg	Ankündigungen der österreichischen Präsidentschaft zufolge stehen bei dem Treffen Fragen der EU-Asylpolitik im Fokus. Andere wahrscheinliche Themen sind der Stand der Brexit-Verhandlungen, die Sicherung des Wohlstands und der Wettbewerbsfähigkeit durch Digitalisierung, Fragen des internationalen Handels, die EU-Initiativen zur Besteuerung der digitalen Wirtschaft sowie die EU-Beziehungen zu den Ländern des Westbalkans/Südosteuropas.
1. Okt.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung: nationale automatische Stabilisatoren; Vorbereitung internationaler Treffen sowie der Oktober-Tagung des Rates.
14. Okt.	Landtagswahl in Bayern	Den Umfragen zufolge wird die CSU die absolute Mehrheit der Sitze im Landtag verlieren. Die Bildung einer neuen Staatsregierung dürfte schwierig werden. Mögliche Koalitionspartner könnten die Grünen oder die SPD sein.
18. Okt.	Europäischer Rat, Brüssel	Die Themen dürften denen des informellen Treffens vom September entsprechen.
25. Okt.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Die EZB dürfte sich zur Einschätzung potenzieller Abwärtsrisiken für das Wirtschaftswachstum äußern. Wir gehen aber davon aus, dass genügend Vertrauen in die Inflationsentwicklung existiert, sodass die EZB die Nettoanleihekäufe zum Jahresende auslaufen lässt. Wir erwarten die erste Anhebung des Einlagensatzes um 20 Bp sowie des Refinanzierungssatzes um 25 Bp im September 2019. Den nächsten Zinsschritt erwarten wir im März 2020.
28. Okt.	Landtagswahl in Hessen	Die Umfragen deuten darauf hin, dass die Koalition von CDU und Grünen ihre Mehrheit verlieren wird. Möglich erscheinen aus heutiger Sicht eine Jamaika-Koalition von CDU, Grünen und FDP oder eine große Koalition nach Berliner Muster. Sollten CSU und CDU am 14. bzw. 28. Oktober sehr schlecht abschneiden, könnte es erhebliche Unruhe in beiden Parteien geben, was auch die Position von Kanzlerin Merkel als CDU-Vorsitzende weiter schwächen dürfte.
5. Nov.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung: finanzielle Stabilität im Eurogebiet, Bankenunion u.a.

Quelle: Deutsche Bank Research

Dieter Bräuninger (+49 69 910-31708, dieter.braeuninger@db.com)  
Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)



## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
6 Sep 2018	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Juli	1,8	-4,0
7 Sep 2018	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Juli	0,3	-0,9
7 Sep 2018	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Juli	19,4	19,3
7 Sep 2018	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Juli	-0,3	0,1
7 Sep 2018	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Juli	-0,5	1,3
21 Sep 2018	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	September	56,5	56,1
21 Sep 2018	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	September	55,8	55,2
24 Sep 2018	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	September	104,3	103,8
27 Sep 2018	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	September	2,0	2,0
28 Sep 2018	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	September	5,1	5,2
1 Oct 2018	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	August	0,5	-0,4

\*It. 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)



## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	1,875	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,17	1,25
Sep 18	2,125	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,50	0,05	0,75	1,50	0,50	1,25
Dez 18	2,375	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	0,05	0,75	1,50	0,75	1,50
Mrz 19	2,625	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	0,05	0,75	1,50	0,80	1,50

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	2,32	0,09	-0,32	0,80
Sep 18	2,43	0,05	-0,30	0,80
Dez 18	2,73	0,05	-0,30	0,80
Mrz 19	2,93	0,05	-0,30	0,80

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,86	0,11	0,34	1,39
Sep 18	3,25	0,08	0,45	1,40
Dez 18	3,50	0,10	0,90	1,70
Mrz 19	3,60	0,10	0,95	1,75

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,16	111,00	0,90	1,30	1,13	10,67	7,46	9,72	4,29	326,32	25,75
Sep 18	1,16	111,00	0,90	1,29	1,14	10,56		9,69	4,35	324,30	25,70
Dez 18	1,17	108,00	0,85	1,38	1,12	10,70	7,46	9,40	4,30	320,00	25,40
Mrz 19	1,21	105,50	0,86	1,41	1,14	10,50		9,30	4,29	325,00	25,20

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research





## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

Deutschland: Datenmonitor

	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Q3 2018	Mrz 2018	Apr 2018	Mai 2018	Jun 2018	Jul 2018	Aug 2018
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	104,0	105,1	104,3	102,2		103,5	102,4	102,4	101,9	101,7	103,8
ifo Geschäftserwartungen	102,1	103,0	100,6	98,6		100,1	98,7	98,6	98,6	98,2	101,2
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	107,9	109,0	107,9	104,9		106,5	105,0	104,9	104,8	104,1	104,9
Produktion (% gg. Vp.)	1,6	1,0	0,1	0,2		1,5	-1,7	2,7	-0,9		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	2,1	3,4	-2,2	-1,7		-0,6	-1,6	2,6	-4,0		
Grad der Kapazitätsauslastung	86,9	87,7	88,2	87,8	87,8						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	-0,4	-1,0									
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-1,7	10,2	-1,7	-3,9		-15,1	2,6	4,6	-4,3		
ifo Bauhauptgewerbe	109,9	110,7	110,1	111,5		110,8	111,4	111,8	111,3	115,4	116,7
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	4,1	5,5	6,7	5,5		6,1	6,1	5,9	4,6	4,5	4,4
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,7	0,5	-0,6	0,9		0,3	1,4	-1,3	0,9	-0,4	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	0,3	4,2	4,0	1,9		-3,4	8,0	-5,8	4,2	12,3	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	3,5	4,9									
Exporte (% gg. Vp.)	0,7	2,5	-0,2	1,2		1,4	-0,1	1,6	0,1		
Importe (% gg. Vp.)	0,2	2,8	0,0	2,8		-0,4	2,5	0,7	1,3		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	62,4	63,2	62,5	59,0		21,6	19,3	20,4	19,3		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	5,7	5,5	5,4	5,2		5,3	5,3	5,2	5,2	5,2	5,2
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-26,7	-55,3	-68,3	-39,0		-17,0	-8,0	-12,0	-14,0	-6,0	-8,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,4	1,3	1,4	1,3		1,4	1,4	1,3	1,3	1,3	
ifo Beschäftigungsbarometer	103,3	104,0	104,8	103,8		103,9	103,3	104,2	104,1	104,1	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,7	1,6	1,4	1,9		1,5	1,4	2,2	2,1	2,1	1,9
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,5	1,3	1,3	1,2		1,3	1,0	1,5	1,1	1,2	1,1
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	2,7	2,5	2,0	2,6		1,9	2,0	2,7	3,0	3,0	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	4,2	-5,6	-12,4	2,6		-12,6	-6,3	5,9	9,2	0,9	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	52,2	61,5	66,9	74,5		66,0	72,0	76,9	74,4	74,3	72,4
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	16,3	16,0	16,4	17,3		14,4	15,1	16,8	19,9	20,7	21,9
EC Unternehmensumfrage	10,2	14,2	15,0	13,8		14,2	14,6	12,1	14,6	15,1	15,9
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	1,7	1,2	2,5	1,8							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,5	2,8	3,0							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,5	2,6	3,5	1,4							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	4,7	4,3	3,3	3,6		3,3	3,5	4,2	3,6	3,8	
Trend von M3*						3,4	3,3	3,7	3,8		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	3,9	4,2	4,3	4,3		4,3	4,3	4,1	4,3		
Kredite an öffentliche Haushalte	5,5	-2,9	-20,0	-7,0		-20,0	-8,7	-8,8	-7,0		

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

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



## Wolken über der noch märchenhaften Wirtschaftslage

---



## 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)

- „ Wolken über der noch märchenhaften  
Wirtschaftslage ..... 4. September 2018
- „ Turbulenter Sommerauftakt ..... 3. Juli 2018
- „ Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends .... 11. Juni 2018
- „ 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

© 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