



Ausblick 2019

Verlangsamung, aber keine harte Landung

13. Dezember 2018

Autoren

Sebastian Becker
+49 69 910-21548
sebastian-b.becker@db.com

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

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

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

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

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

Stefan Schneider
+49 910-31790
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

DB Research Management
Stefan Schneider

Original in englischer Sprache:
12. Dezember 2018

Noch vor einem Jahr erreichte das Geschäftsvertrauen in Deutschland praktisch im Monatsrhythmus neue Rekordhöchststände. Am 23. Januar 2018 markierte der DAX ein Allzeithoch mit 13.599,5 Punkten, nachdem er seit Oktober 2017 um über 10% zugelegt hatte. Nicht einmal die professionellen Prognostiker konnten sich der um sich greifenden Euphorie entziehen. Die Konsensprognose für Deutschlands BIP-Wachstum im Jahr 2018 kletterte von 1,9% (Oktober 2017) auf 2,4% im Februar 2018. Si tacuisses ...

Auch wenn der BIP-Rückgang um 0,2% gg. Vq. in Q3 vor allem auf den WLTP-Effekt zurückzuführen war, hat sich das zugrunde liegende Wachstum im Jahr 2018 ganz klar verlangsamt. Nach einer Expansion um 1,6% im Jahr 2018 prognostizieren wir nun für 2019 ein Wachstum von 1,3%. 2020 ist trotz eines spürbaren, positiven Arbeitstageeffekts nur mit einer geringfügigen Beschleunigung zu rechnen, da die Abschwächung des weltweiten Wachstums und eine Aufwertung des Euro für kräftigen externen Gegenwind sorgen dürften.

Auch 2019 dürfte das Wachstum vor allem vom privaten Konsum und vom Boom im Bausektor getragen werden. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften nur moderat zulegen, weil die schwache Exportnachfrage und geopolitische Unsicherheiten den Optimismus dämpfen sollten.

Trotz einer positiven Potenziallücke in Höhe von 1 bis 2 Prozentpunkten des BIP dürfte sich die Kerninflation im Jahr 2019 nur geringfügig auf 1,6% beschleunigen, weil die Engpässe bei den Unternehmen nachlassen werden. Bei einem schwächeren Ölpreisanstieg sollte die Gesamtinflationsrate im kommenden Jahr unter 2% verharren.

Durch die Wahl von Annegret Kramp-Karrenbauer zur CDU-Parteivorsitzenden sind die Risiken für den Weiterbestand der großen Koalition vorerst geringer geworden. Sollte jedoch einer der Koalitionspartner oder gar beide bei den Landtagswahlen im kommenden Jahr schwach abschneiden, dürften sich die Spannungen wieder erhöhen, weil dann unterschiedliche politische Prioritäten verschärft zutage treten dürften: Die CDU dürfte Steuersenkungen anstreben, die SPD dagegen auf ihr Konzept „Sozialstaat 2025“ hinarbeiten.

Wir gehen nach wie vor davon aus, dass der Brexit auf der Grundlage des vorliegenden Ausstiegsvertrags erfolgt. Bei einem harten Brexit könnte das Wachstum im Jahr 2019 allerdings um über 0,5%-Punkte niedriger ausfallen. Ebenso würden US-Zölle in Höhe von 25% auf Autos aus der EU nicht nur die deutsche Autoindustrie bis ins Mark treffen. Der Konflikt zwischen Rom und Brüssel über Italiens Haushaltspläne dürfte keine merklichen direkten Auswirkungen auf das deutsche BIP haben. Allerdings könnte das Vertrauen in eine regelbasierte E(W)U-Politik weiter schwinden, insbesondere, wenn populistische Parteien bei den Wahlen zum Europäischen Parlament Ende Mai beträchtliche Zugewinne verzeichnen können.



Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P	2018P	2019P	2020P
Euroland	1,9	1,4	1,3	1,7	1,6	1,7	2,7	2,3	2,0	-0,8	-1,0	-1,0
Deutschland	1,6	1,3	1,4	1,9	1,7	1,4	7,1	6,4	6,0	1,3	0,9	0,9
Frankreich	1,6	1,4	1,3	2,1	1,4	1,6	-0,4	-0,3	-0,2	-2,5	-3,1	-2,0
Italien	0,9	0,7	0,9	1,3	1,3	1,6	2,5	2,2	2,2	-2,2	-2,8	-2,7
Spanien	2,5	2,4	2,1	1,8	1,5	2,1	1,4	1,2	1,0	-2,7	-2,2	-1,8
Niederlande	2,5	1,9	1,8	1,5	2,2	1,8	10,2	9,9	9,7	0,8	0,6	0,4
Belgien	1,5	1,4	1,4	2,3	2,1	1,8	0,3	0,4	0,5	-1,1	-1,3	-1,4
Österreich	2,6	1,9	1,8	2,1	1,8	1,8	2,2	2,3	2,5	-0,2	0,1	0,3
Finnland	2,4	1,9	1,8	1,2	1,2	1,6	-0,5	0,0	0,5	-0,7	-0,7	-0,6
Griechenland	2,0	1,9	1,8	0,9	1,5	2,5	-1,0	-0,6	-0,3	0,6	1,1	1,3
Portugal	2,2	1,7	1,5	1,2	1,1	1,8	-0,1	0,0	0,0	-0,8	-0,7	-0,6
Irland	6,4	3,4	3,3	0,7	0,9	1,2	11,0	10,0	9,0	0,0	0,0	0,3
Großbritannien	1,3	1,6	1,4	2,5	2,0	2,1	-3,5	-3,3	-3,0	-1,1	-1,4	-1,4
Dänemark	1,5	1,9	1,7	1,0	1,5	1,8	6,1	6,2	6,1	0,1	-0,2	0,2
Norwegen	2,4	2,1	2,0	2,6	2,1	2,0	6,2	6,0	6,1	5,4	5,3	5,2
Schweden	2,4	2,0	1,9	2,0	1,9	1,9	2,8	3,1	3,1	1,1	0,9	0,6
Schweiz	2,6	1,4	1,6	1,0	0,8	1,1	10,3	10,3	10,7	0,7	0,5	0,4
Tschech. Rep.	3,0	2,9	2,8	2,2	2,3	2,1	0,7	0,6	0,5	1,0	0,4	0,1
Ungarn	4,7	3,6	3,1	3,0	3,4	3,2	1,9	1,5	1,2	-2,3	-2,0	-1,8
Polen	4,8	3,5	3,2	1,7	2,5	3,0	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,8	-2,4
USA	2,9	2,7	2,1	2,4	1,5	2,2	-2,7	-3,5	-3,5	-3,9	-4,6	-4,5
Japan	0,8	0,6	0,2	0,9	0,3	0,7	3,5	3,6	4,2	-2,6	-2,2	-1,9
China	6,6	6,3	6,0	2,2	2,4	2,6	0,5	-0,2	-0,4	-3,5	-4,5	-4,0
Welt	3,8	3,6	3,5	3,3	3,1	3,2						

*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.

	2017	2018P	2019P	2020P	2019				2020			
					Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	2,2	1,6	1,3	1,4	0,6	0,3	0,4	0,3	0,3	0,2	0,3	0,2
Privater Konsum	1,8	1,2	1,1	1,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Staatsausgaben	1,6	0,9	1,7	1,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	2,9	3,4	3,2	2,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5
Ausrüstungen	3,7	4,4	2,7	2,4	0,7	0,7	0,7	0,5	0,3	0,0	0,0	0,3
Bau	2,9	3,5	4,2	3,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7
Lager, %-Punkte	0,1	0,5	0,3	-0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Exporte	4,6	2,1	2,1	3,2	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Importe	4,8	3,4	3,7	3,9	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Nettoexport, %-Punkte	0,2	-0,4	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Konsumentenpreise*	1,7	1,9	1,7	1,4								
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,2	4,8	4,7								
Industrieproduktion**	2,9	1,5	0,5	1,0								
Budgetsaldo, % BIP	1,0	1,3	0,9	0,9								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	63,9	60,5	57,6	54,6								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,0	7,1	6,4	6,0								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	261,2	241	226	220								

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

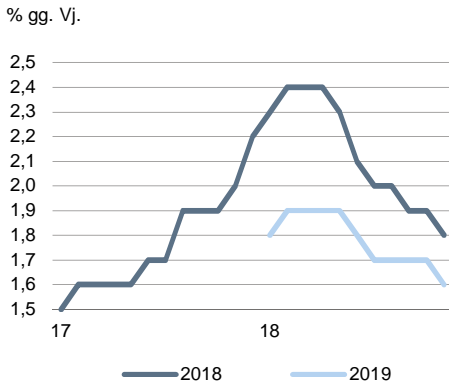
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research



2018: Verfrühte Euphorie, Sondereffekte und externe Gegenwinde

Konsensus-Prognose: Deutsches BIP-Wachstum

1



Quelle: Consensus Economics

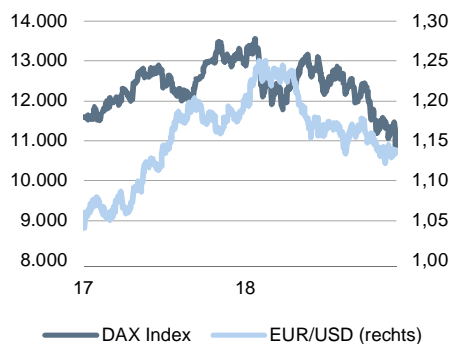
Vor gut einem Jahr erreichte die Stimmung in der deutschen Wirtschaft nahezu im Monatsrhythmus neue Höchststände, nachdem das BIP bereits in den ersten drei Quartalen des Jahres 2017 mit durchschnittlichen Quartalsraten von 3,0% (annualisiert) expandierte. Das Konsumentenvertrauen kletterte ebenfalls kontinuierlich bis auf 11,0 im Februar 2018, blieb jedoch klar unter seinem Allzeithoch im Januar 1999 (26,2). Auch die Anleger waren in Partylaune. Der Dax markierte am 23. Januar 2018 sein Allzeithoch (13.599,5 Punkte), nachdem er seit Oktober 2017 um über 10% gestiegen war. Dieser allgemeinen Euphorie konnten sich auch die Prognostiker nicht entziehen. Die Konsensusprognose für das deutsche BIP-Wachstum für 2018 kletterte von 1,9% (Okt. 2017) bis auf 2,4% im Februar 2018. Si tacuisses...

Enttäuschte Erwartungen

Das deutlich verhaltenere Tempo im ersten Quartal (erste Meldung 0,3 % gg. Vorjahr, später auf 0,4% revidiert) wurde noch mit negativen Sondereffekten wie der ungewöhnlich starken Grippewelle oder den Auswirkungen durch Streiks in der Metallindustrie erklärt. Als aber das Wachstum im zweiten Quartal nur unwesentlich zulegte und auch die Vertrauensindikatoren nach einer vorübergehenden Erholung in den Sommermonaten ihre Talfahrt fortsetzten, war klar, dass die Konjunktur – auch wenn man versucht den WLTP herauszurechnen – deutlich an Schwung verloren hatte. Das BIP-Wachstum dürfte 2018 wohl 1,6% erreichen und damit deutlich hinter den hochfliegenden Erwartungen aus dem Frühjahr zurückbleiben.

Realitätscheck für DAX und EUR

2



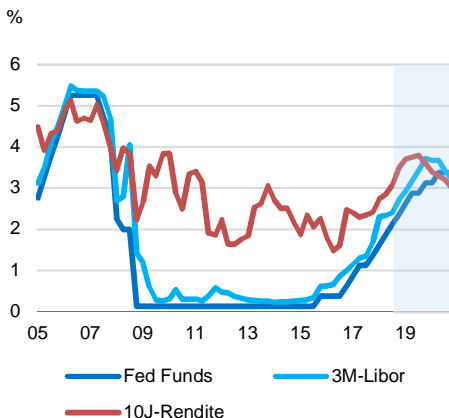
Quelle: Bloomberg

Stabilisierung nach WLTP-bedingtem BIP-Rückgang im 3. Quartal

Am aktuellen Rand deuten harte Daten (Produktion, Einzelhandel) und die monatlichen Umfragen in der Wirtschaft (ifo, PMI) bestenfalls auf eine Stabilisierung, aber keine Trendwende, hin. Im Gegenteil, selbst für die erwartete Erholung im Automobilsektor gibt es bis dato nur vereinzelte Signale. Nach weiteren Abwärtsrisiken muss man nicht suchen: Die Möglichkeit eines ungeordneten Brexit, der US-Chinesische Handelskonflikt, in den insbesondere die deutschen Autobauer stärker hineingezogen werden könnten, oder auch die fiskalischen Sonderwege der italienischen Regierung halten die Märkte schon seit Monaten in Atem. Zudem sind diese Risiken nicht unabhängig voneinander. Eine Eskalation des Handelskonflikts (mit stärkeren Auswirkungen auf die europäische Wirtschaft) würde beispielsweise die fiskalischen Probleme Italiens zusätzlich verschärfen. Dabei sind diese drei Risiken lediglich die offensichtlichsten.

US-Zinszyklus

3



Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank Research

Weiterhin hohe Aktivitätsniveaus

Allerdings sollte uns gerade die oben dargestellte – sich wohl in Teilen selbstverstärkende – Überreaktion der ökonomischen Akteure zum Jahreswechsel 2017/18 Warnung sein, nicht zu sehr dem Verfügbarkeits-Bias zu erliegen und den aktuellen Abwärtstrend für das Jahr 2019 fortzuschreiben. Durch die Evolution ist unsere Aufmerksamkeit auf Veränderungen fokussiert, wodurch der Blick auf die – deutlich stabilere – Gesamtsituation leicht verlorengeht. So ist zu erwarten, dass die Weltwirtschaft mit einer Wachstumsrate von 3,3% in 2019 nur leicht an Tempo verlieren wird.

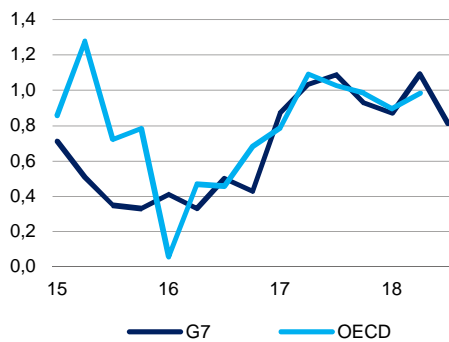


Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

(Brutto-) Anlageinvestitionen

4

% gg. Vq., gleit. 3Q-Durchschn. (saisonbereinigt)

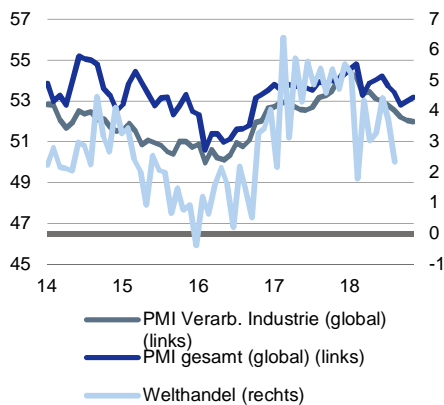


Quelle: OECD

Globale Wachstumsindikatoren

5

Index (links), % gg. Vj. (rechts)



Quellen: IHS Markit, CPB

Globale Wirtschaft

6

Reales BIP, % gg.Vj.

	2017	2018P	2019P	2020P
USA	2,2	2,9	2,7	2,1
Japan	1,9	0,8	0,6	0,2
Eurozone	2,5	1,9	1,4	1,3
Deutschland	2,2	1,6	1,3	1,4
Frankreich	2,3	1,6	1,4	1,3
Italien	1,6	0,9	0,7	0,9
Spanien	3,0	2,5	2,4	2,1
Niederlande	2,9	2,5	1,9	1,8
Griechenland	1,4	2,0	1,9	1,8
Portugal	2,8	2,2	1,7	1,5
Irland	7,2	6,4	3,4	3,3
Großbritannien	1,7	1,3	1,6	1,4
Asien ex Japan	6,1	6,2	5,9	5,8
China	6,9	6,6	6,3	6,0
Indien	6,2	7,5	7,0	7,6
Osteuropa	2,7	2,7	2,6	2,8
Lateinamerika	1,0	0,9	2,0	2,7
Welt	3,8	3,8	3,6	3,5

Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

Damit dürfte in den großen Industrieländern, wo laut IWF die Outputlücke bereits 2017 geschlossen wurde, die leichte Überauslastung tendenziell zunehmen. Haupttreiber ist dabei die US-amerikanische Wirtschaft, die, durch die Steuerreform und regulatorische Entlastung getrieben, 2019 erneut mit 2,7% und damit nur leicht schwächer als dieses Jahr wachsen dürfte. Selbst in der Eurozone dürfte das Wachstum 2019 mit 1,4% (nach 1,9% in 2018) immer noch deutlich über der Potenzialrate von rund 1% liegen. Gleichzeitig bleibt die Inflationsentwicklung nach wie vor verhalten, sodass wir nunmehr erwarten, dass die Fed 2019 wohl nur dreimal ihre Zinsen um jeweils 25Bp anheben wird. Wir erwarten nun, dass die EZB ihren Einlagenzinssatz wohl erst in Q1 2020 um 15Bp auf dann -0.25% anheben wird. Der Refisatz dürfte wohl erst im zweiten Halbjahr 2020 angehoben werden. Damit könnten die Bremseffekte durch die US-amerikanische Geldpolitik in 2019 schwächer ausfallen als vormals befürchtet, während in Europa die Geldpolitik trotz der Beendigung von QE zum Ende dieses Jahres weiterhin stark expansiv wirkt.

Außenwirtschaftlicher Gegenwind nimmt zu

Auch die Kapazitäten der deutschen Wirtschaft dürften bei dem von uns erwarteten Wachstum von 1,3% weiter hoch ausgelastet bleiben. Die Erwerbstätigkeit wird nochmals um rund 1% zulegen, damit dürfte auch die Lohnrunde 2019 nur leicht hinter den diesjährigen Tarifabschlüssen zurückbleiben. Der Gegenwind zeigt sich hauptsächlich auf Seiten der Exportnachfrage. Hier haben die Unternehmen ihre Einschätzungen deutlich zurückgenommen. Selbst ohne eine weitere Eskalation im Handelskonflikt dürfte sich das Wachstum des Welthandels 2019 weiter auf knapp unter 4% abschwächen. Da sich insbesondere der globale Investitionszyklus schwächer (als vormals prognostiziert) entwickeln dürfte, dürften die deutschen Ausfuhren aufgrund ihrer kapitalgüterintensiven Struktur überproportional betroffen sein. Aber auch hier gilt es, nicht nur auf die Veränderung, sondern auch auf die Niveaus zu achten. So ist zwar beim Einkaufsmanagerindex die Einschätzung bezüglich der Exportaufträge seit September unter die Boom/Bust-Schwelle von 50 gerutscht (November 47,4). Damit schätzen die befragten Unternehmen ihren Auftragseingang im Vergleich zum Vormonat niedriger ein. Schaut man dagegen auf die Exportwartung, die im Rahmen des ifo-Index erhoben werden, so relativiert sich die Gesamteinschätzung. Diese haben zwar im Jahresverlauf auch deutlich nachgegeben, lagen aber im November mit 12,2 immer noch leicht über ihrem langfristigen Durchschnitt von 10.

Bauboom geht weiter

In Deutschland dämpfen schwächere Exporterwartungen tendenziell die Investitionstätigkeit der Unternehmen. Allerdings haben sich die Ausrüstungsinvestitionen in diesem Zyklus in Relation zur Kapazitätsauslastung verhalten entwickelt und die Unternehmen müssen sich auf Digitalisierung und Industrie 4.0 vorbereiten. Beides dürfte die Investitionen stabilisieren. Im Bau, insbesondere im Wohnungsbau, stehen die Zeichen weiter auf eine kräftige Expansion, die aber durch erhebliche Kapazitätsengpässe, insbesondere bei den Arbeitskräften, limitiert ist.

2020: Arbeitstageffekt wirkt weiter Verlangsamung entgegen

Alles in allem dürften die binnenwirtschaftlichen Treiber, unterstützt durch eine weiterhin expansive Fiskalpolitik (wir erwarten einen Rückgang des gesamtstaatlichen strukturellen Überschusses um knapp ein halbes Prozent des BIP) eine Wachstumsrate in Höhe der Potenzialrate von 1,3% ermöglichen. Für 2020 erwarten wir nachlassende Impulse seitens der US-Wirtschaft, wo sich das



Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

Wachstum auf 1,7% abschwächen dürfte. Da damit nach Einschätzung unserer Devisenstrategen eine deutliche Aufwertung des Euro gegenüber dem USD von 1,25 Ende 2019 auf 1,40 zum Ende 2020 einhergehen sollte, dürfte die BIP-Wachstumsrate in 2020 nur unwesentlich höher als 2019 ausfallen, obwohl das Wachstum 2020 um rund 0,4pp durch einen positiven Arbeitstageffekt gestützt wird.

Exportwachstum bleibt schwach

Im Zuge der restriktiven US-Handelspolitik verlor der Welthandel im Laufe des Jahres 2018 an Tempo. Insbesondere dämpfte die stufenweise Eskalation des Handelsstreits zwischen den USA und China die Exporte. Gleichzeitig trübte sich die Wirtschaftsstimmung global ein. Auch die deutschen Exporte blieben von diesen Entwicklungen nicht verschont. Im Jahr 2018 gab es deutliche Brems Spuren bei den realen Exporten. Nach einem Wachstum von mehr als 4% im Jahr 2017 dürfte sich das Wachstum auf rund 2% im Jahr 2018 mehr als halbiert haben. Zunächst dämpfte die reale Euroaufwertung zu Jahresbeginn 2018 um über 6% gegenüber Vorjahr den Außenhandel. Im Sommer verursachte die Ankündigung von Zöllen auf US-Importe aus China in Höhe von USD 200 Mrd. pro Jahr eine weitere Nachfragedelle. Trotz der Kursverluste im Verlauf wertete der Euro im Jahr 2018 insgesamt real um rund 3% gegenüber Vorjahr auf. Viele Exportmodelle unterstellen eine langfristige Wechselkurselastizität des Exports von 0,6 bis 0,7. Damit dürfte der Wechselkurs das deutsche Exportwachstum in 2019 um rund 2 Prozentpunkte dämpfen.

Das nominale Exportwachstum in fast alle asiatischen Länder gab im Jahr 2018 kräftig nach und verzeichnete nur noch ein Plus von rund 2%. Die Exporte nach China, mittlerweile der drittgrößte Absatzmarkt, wuchsen noch immerhin mit rund +7%, nach 13% im Jahr 2017. Hierbei dürften jedoch Vorzieheffekte eine Rolle gespielt haben, denn im Jahresverlauf nahmen die Exporte, trotz eskalierendem Handelsstreit und einer eher abkühlenden chinesischen Konjunktur, zu. Die Anfang Dezember 2018 zwischen China und den USA vereinbarte 90tägige Verhandlungsrunde und das Aussetzen der für 1. Januar 2019 geplanten Zölle in Höhe von 25% könnten weitere Vorzieheffekte bewirken, mit entsprechenden Gegenbewegungen im Frühjahr 2019. Würden weitere US-Importe mit Zöllen belegt, wäre dann aufgrund negativer globaler Wachstumseffekte temporär wöglichlich mit einem Rückgang der deutschen Exporte nach China zu rechnen.

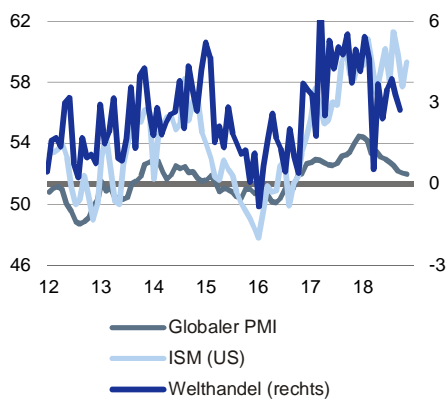
Die Exporte in die USA, mit einem Marktanteil von fast 9% weiterhin der wichtigste deutsche Exportmarkt, wuchsen mit lediglich rund 1%. Ohne den Handelskonflikt wäre das Wachstum angesichts der sehr guten US-Konjunktur wohl kräftiger ausgefallen. Der Hauptbremseffekt ging von dem erneuten Rückgang der Autoexporte (2016 -13,5%, 2017 -2,9% und 2018 voraussichtlich -8%) aus, während alle anderen Sektoren kräftig zulegten. Die Exporte nach Frankreich, der zweitgrößte Absatzmarkt, stagnierten im Jahr 2018. Die Wachstumsverlangsamung machte sich aber nicht nur dort bemerkbar, sondern in fast allen europäischen Ländern.

Die Exporte nach Großbritannien schrumpften das dritte Jahr in Folge und in Summe ist von 2016 bis 2018 ein Minus von rund 7% zu verzeichnen. Im Zuge dieser Entwicklungen ist Großbritannien bereits von Rang 3 auf Rang 5 der wichtigsten Exportländer abgerutscht. Angesichts der Unsicherheit rund um die künftige Handelsbeziehung zwischen der EU und Großbritannien dürfte die Nachfrage im Jahr 2019 wohl erneut schwach ausfallen. Auch ein weiterhin eher schwaches britisches Pfund dürfte zur Fortsetzung der trägen Nachfrage beitragen. Das dritte Jahr in Folge fielen auch die Exporte in die Türkei. Nach rund -2% p.a. im Jahr 2016 und 2017 schrumpften sie im Jahr 2018 mit rund -5% p.a. kräftig. Entsprechend dieser Entwicklung verliert die Türkei für die deutschen Exporteure an Bedeutung und könnte bei einer Fortsetzung der

Welthandel vs. globaler PMI und US-Einkaufsmanagerindex: ISM

7

linke y-Achse: Index<50 Kontrak., >50 Expansion
rechte y-Achse: % gg. Vj.



Quellen: IHS Markit, ISM, CPB, Deutsche Bank Research

Nominale Exporte vs. Indikatoren

8

% 3Mü3M



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo, IHS Markit, Deutsche Bank Research

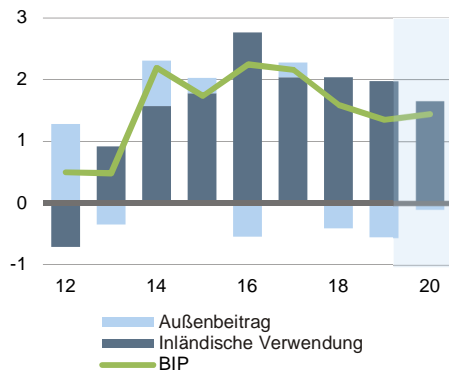


Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

BIP-Wachstum

9

% gg. Vj. und %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

jüngsten Tendenzen nicht einmal mehr zu den 20 wichtigsten Exportländern zählen.

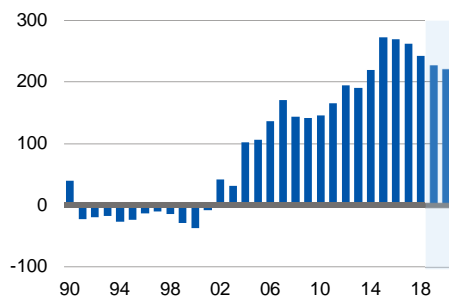
Unter den zehn wichtigsten Exportländern stiegen die Exporte in die Niederlande, unser viertgrößter Absatzmarkt, im Jahr 2018 mit rund 7 ½% am kräftigsten an. Insgesamt bleiben die Exporte in die Nachbarländer (ohne Frankreich), die rund ein Drittel der Exporte absorbieren, eine wesentliche Stütze für den Außenhandel. Sie verzeichneten ein Plus von rund 4 ½%. Überraschend war, angesichts der Konjunktur- und Nachrichtenlage, dagegen die erneut kräftige Nachfrage aus Italien. Die Exporte legten das vierte Jahr in Folge um etwa 6% zu. In die Eurozone insgesamt stiegen die Exporte im Jahr 2018 um rund 5%, während sie sich in die EU insgesamt in etwa halbierten und nur noch 3% zulegen.

Da angesichts potenziell eher negativer Nachrichten, insbesondere im ersten Halbjahr 2019 (Handelsstreit, Defizitverfahren Italiens, Brexit, Europawahl), eine weiterhin verhaltene Stimmung zu erwarten ist, dürfte der Außenhandel zunächst noch einmal an Dynamik einbüßen. Diese Einschätzung beruht auch auf den Stimmungsindikatoren wie ifo Indikatoren, nationale und globale Einkaufsmanagerindizes. Sie gaben im zweiten Halbjahr 2018 teilweise deutlich nach und fielen auf oder sogar unter historische Durchschnitte. Daher erwarten wir, wie im Jahr 2018, erneut ein mäßiges reales Exportwachstum von rund 2%. Der jüngste Rückgang der Energiepreise dürfte zumindest am Anfang des Jahres 2019 auch auf die Exportpreise durchschlagen, wodurch diese insbesondere am Jahresanfang stagnieren dürften. Für das Gesamtjahr erwarten wir einen Preisanstieg von 1% und entsprechend ein nominales Exportwachstum von rund 3%.

Leistungsbilanz

10

EUR Mrd.



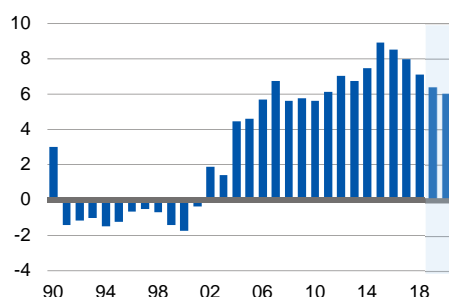
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die Hauptrisiken dürften eine erneute Eskalation des Handelsstreits zwischen den USA und China und ein harter Brexit sein. Das Treffen zwischen Präsident Trump und Präsident Xi auf dem G20-Gipfel in Buenos Aires Anfang Dezember 2018 brachte lediglich eine Verschnaufpause von 90 Tagen bis Februar 2019. Bis dahin soll ein Durchbruch erzielt werden. Wenngleich die jüngste Ankündigung, die WTO zu stärken, ein positives Signal ist, bleibt die Unsicherheit und das Risiko einer weiteren Eskalation hoch. Zumal viele Beobachter den Eindruck haben, dass geopolitische Überlegungen eine wichtige Rolle spielen. Ein harter Brexit ist aus unserer Sicht unwahrscheinlich, jedoch wären die Auswirkungen wohl massiv. Jüngst hat die Bank of England einen Kollaps der Immobilienpreise und einen sehr kräftigen BIP-Verlust in ihrem „harten Brexit“-Szenario unterstellt. Käme es dazu, dürfte die Konjunktur in der Eurozone und speziell in Deutschland deutlich in Mitleidenschaft gezogen werden.

Leistungsbilanz

11

% BIP



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss dürfte im Jahr 2018 auf rund 7% des BIPs bzw. EUR 240 Mrd. gefallen sein. Dies ist der dritte Rückgang in Folge (2015: 8,9%, 2016: 8,5%, 2017: 7,9%) und spiegelt sowohl die globale Wachstumsabschwächung als auch die immer noch gute Binnenkonjunktur wider. Diese Entwicklungen dürften auch im Jahr 2019 eine Fortsetzung finden. Entsprechend dürfte die Überschussquote auf 6,4% bzw. der Überschuss auf EUR 226 Mrd. fallen. Trotzdem trägt Deutschland unter den großen Ländern weiterhin besonders stark zu den globalen Ungleichgewichten bei und die Kritik an Deutschlands hohen Exportüberschüssen dürfte damit weiter anhalten. Der Rückgang der Überschüsse im Jahr 2018 dürfte sich auch in einem deutlich negativen Wachstumsbeitrag der Nettoexporte von rund -0,4%-Punkten niedergeschlagen haben. Für das Jahr 2019 erwarten wir abermals einen negativen Wachstumsbeitrag in Höhe von -0,6%-Punkten. Die deutschen Exporte werden wohl in den kommenden Jahren weniger kräftig wachsen als die Importe, die dank der dynamisch wachsenden Binnenkonjunktur zulegen dürften. Negative Nettoexporte könnten also zur Regel werden. Bereits von den Jahren 2013 bis 2018 war in drei der sechs Jahre ein negativer Wachstumsbeitrag der Nettoexporte zu verzeichnen.



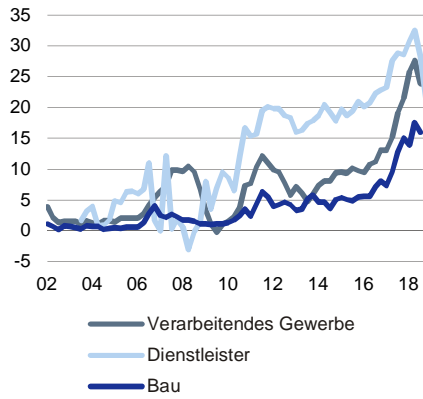
Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

Privater Konsum bleibt wichtigste Konjunkturstütze

Weiterer Arbeitskräftemangel, aber nachlassender Druck

12

Arbeitsangebot als wichtige Hürde der Geschäftstätigkeit, Anteil Firmenmeldungen, %



Quelle: EU-Kommission

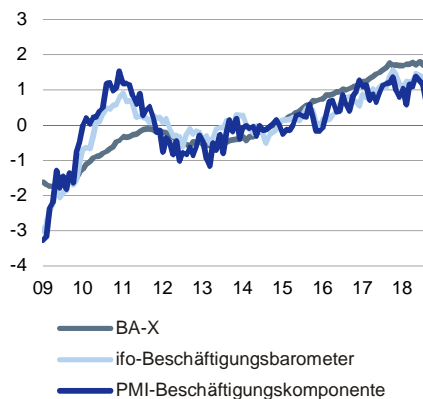
Der private Konsum dürfte im Jahr 2018 um 1,2% und auch in 2019 um knapp über 1% wachsen. Damit würde er dann einen Wachstumsbeitrag von 0,7 und 0,6 Prozentpunkten leisten. Zusammen mit den Anlageinvestitionen (geschätzte Wachstumsbeiträge 2018 und 2019 jeweils 0,7 Prozentpunkte) sollten die Konsumausgaben der privaten Haushalte im kommenden Jahr weiterhin Motor einer binnenwirtschaftlich getriebenen Konjunktur bleiben. Die leichte Abschwächung ist auch Resultat der leicht eingetrübten Konsumentenstimmung, die aus den weltwirtschaftlichen Turbulenzen und aus den politischen Unsicherheiten in Europa resultiert. Einkommenseitig dürften die im Jahr 2018 ausgehandelten Tarifierhöhungen, die erst im Jahr 2019 in Kraft treten, stützend wirken. Angesichts einer nur leicht abgeschwächten Beschäftigungsentwicklung sollte auch die Tarifrunde 2019 für insgesamt 7,3 Mio. Beschäftigte zu Abschlüssen von rund 3% führen. Zudem wird der gesetzliche Mindestlohn im Januar des kommenden Jahres von EUR 8,84 auf EUR 9,19 angehoben. Auch von den Sozialabgaben dürften die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte profitieren. Zwar steigt der Beitragssatz zur Pflegeversicherung zu Beginn des Jahres 2019 um 0,5 Prozentpunkte, gleichzeitig wird aber der Beitragssatz zur Arbeitslosenversicherung im gleichen Umfang sinken. Die Finanzierung des Beitrags zur gesetzlichen Krankenversicherung wird wieder paritätisch erfolgen, und schließlich steigen die Transfers wie bspw. aus der Mütterrente II. Die gesetzlichen Renten steigen zum Juli 2019 kräftig, in den neuen Ländern um 3,91% und in den alten Ländern um 3,18%. Im Jahresmittel führt dies zu einem Anstieg von 3,6% und 3,2%. Zudem dürften auch die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen den privaten Verbrauch stützen. Auch die im Jahresdurchschnitt leicht sinkende Inflationsrate (2018: 1,9% und 2019: 1,7%), dürfte die reale Kaufkraft stützen.

Arbeitsmarkt – Vollbeschäftigung

Unternehmen zeigen etwas zurückhaltendere Einstellungsneigung

13

Standardisierte Werte (seit 2009)



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

Der deutsche Arbeitsmarkt hat sich im Jahr 2018 sehr gut entwickelt. Im kommenden Jahr dürfte sich dies mit abgeschwächter Dynamik fortsetzen. Im abgelaufenen Jahr legte die Zahl der Erwerbstätigen kräftig zu, sodass sie zum Jahresende einen Rekordwert von gut 45,1 Millionen erreichen dürfte. Damit nahm sie im Vorjahresvergleich um 1,3% zu. Bemerkenswert ist, dass der Beschäftigungsaufbau vor allem bei den sozialversicherungspflichtigen Arbeitsverhältnissen erfolgte. Im Verlauf des Jahres fiel die Arbeitslosenquote auf zuletzt 5%. Sie wird im Jahresdurchschnitt bei 5,2% liegen und damit unter den Konsensuserwartungen zu Beginn des Jahres (5,5%).

Frühindikatoren, wie das IAB-Arbeitsmarktbarometer signalisieren weiterhin eine anhaltend starke Nachfrage nach Arbeitskräften. Das gilt ebenfalls für die Ifo Konjunkturumfragen wie auch für die Beschäftigungskomponenten der Einkaufsmanagerindizes (PMIs), wenngleich diese Indikatoren zuletzt eine etwas nachlassende Dynamik andeuteten. Von dieser Entwicklung ausgenommen ist das Bauhauptgewerbe, dessen Komponente im Ifo Beschäftigungsbarometer im Jahresverlauf von Rekord zu Rekord eilte. Gegenwärtig sind insgesamt rund 807.000 offene Stellen bei der Bundesagentur für Arbeit gemeldet. Die repräsentative Betriebsbefragung des IAB hat für das dritte Quartal 2018 sogar einen Wert von 1.237.000 offenen Stellen ermittelt. Die durchschnittliche Vakanzzeit ist auf einen neuen Höchstwert von 152 Tagen angestiegen. Schon jetzt zeigen Umfragen, dass viele Unternehmen den Mangel an geeigneten Arbeitskräften als ein Hindernis für ihre Geschäftstätigkeit sehen. Im Verarbeitenden Gewerbe gaben dies zuletzt rund 25% der Betriebe an, während der Anteil im Bauhauptgewerbe bei 18% lag. Der Arbeits- und insbesondere der Fachkräftemangel wird ein Engpass bleiben und das Beschäftigungswachstum in den kommenden Jahren behindern.

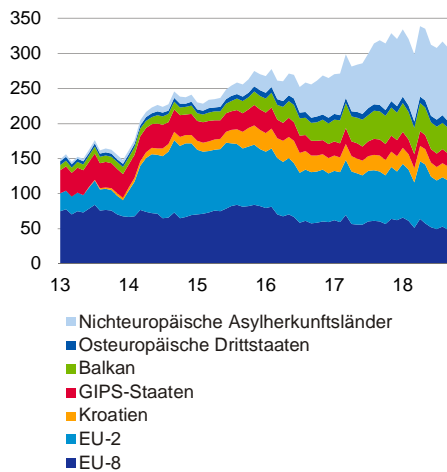


Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

Beschäftigung durch Migration weiter auf hohem Niveau

14

Veränderung gg. Vj. (Tausend Personen)



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

Der anhaltend hohe Grad der Kapazitätsauslastung von 87,1% stützt unsere Arbeitsmarktprognose für das Gesamtjahr 2019. Wir erwarten für das kommende Jahr einen Anstieg der Beschäftigung um etwa 385.000 Personen (+1%). Die Arbeitslosenrate dürfte bei 4,8% liegen. Im abgelaufenen Jahr leistete die Zuwanderung wieder einen wesentlichen Beitrag zum Beschäftigungsaufbau in Deutschland. Das gilt insbesondere für die Arbeitsmigration infolge der europäischen Arbeitnehmerfreizügigkeit. Nach der jüngsten Meldung der Bundesagentur für Arbeit im November nahm die Beschäftigung von Arbeitskräften aus den osteuropäischen EU-Staaten, aus Griechenland, Spanien, Italien und Portugal sowie aus dem Balkan und aus den osteuropäischen Drittstaaten im Vorjahresvergleich um 11% oder 306.000 Personen auf 3 Millionen (September 2018) zu. Ein Großteil dieser zugewanderten Arbeitnehmer verfügte über ein relativ gut passendes berufliches Qualifikationsprofil. Daher konnten sie sich schnell in den Arbeitsmarkt integrieren.

Lohnrunde 2019 – nur wenig unter 2018

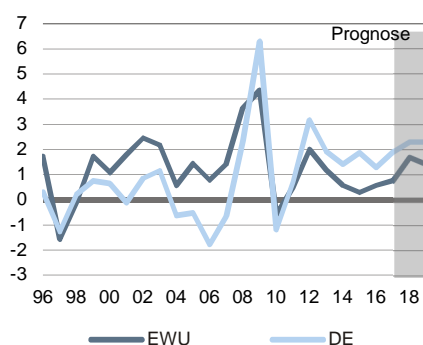
Nach den kräftigen Tarifabschlüssen dieses Jahres und der anhaltend hohen Arbeitskräftenachfrage werden auch die anstehenden Verhandlungen in 2019 besondere Beachtung finden. Für rund 7,3 Millionen tariflich gebundene Arbeitskräfte, gut 20% der zuletzt rund 33 Millionen sozialversicherungspflichtig Beschäftigten, werden neue Tarifverträge ausgehandelt.

Im Mittelpunkt dürften zu Jahresbeginn 2019 die Verhandlungen des Öffentlichen Dienstes auf Länderebene stehen und im zweiten Quartal die des Einzelhandels. Im Vorfeld fordert die Gewerkschaft ver.di für die 935.700 Länderangestellten des Öffentlichen Dienstes mindestens 6% Entgelterhöhung bei 12 Monaten Laufzeit. Letztlich dürfte der Abschluss in ähnlicher Größenordnung wie der auf Bundesebene (knapp über 3%) ausfallen. Darüber hinaus beeinflussen die Tarifverträge für die Länder die Einkommensentwicklung von rund 2,1 Millionen Beamten und Versorgungsempfängern. Im März bzw. April 2019 laufen die Tarifverträge für rund 1,9 Millionen Einzelhandelsangestellte aus. Aktuell liegen noch keine Gewerkschaftsforderungen vor, allerdings dürfte der Abschluss hier eher unterdurchschnittlich ausfallen.

Lohnstückkosten: Deutschland wird teurer

15

Nominale Lohnstückkosten, % gg. Vj.



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Zusammen machen diese beiden Gruppen gut 40% aller Mitarbeiter aus, deren Tarifverträge 2019 auslaufen. Die restlichen knapp 60% werden voraussichtlich auch Lohnsteigerungen von ca. 3% anstreben, bei natürlich zunächst deutlich höheren Forderungen. Dabei könnten aber auch Wahlmöglichkeiten zwischen Tariflohnanhebungen und Arbeitszeitreduktionen eine Rolle spielen. Da einige der Sektoren, in denen Verhandlungen stattfinden werden, mit zyklischen und strukturellen Gegenwinden konfrontiert sind, könnte es schwieriger sein, starke Lohnerhöhungen zu erzielen. Insgesamt könnte im kommenden Jahr eine Steigerung der Tarifverdienste auf Monatsbasis von knapp unter 3% resultieren. Die Anhebung des allgemeinen Mindestlohns (nicht bei den Tarifierhöhungen erfasst) auf EUR 9,19 ab Januar 2019 wird eine positive Lohndrift stützen. Nach Angaben des Statistischen Bundesamtes werden von der Erhöhung rund 2,2 Mio. Arbeitsverhältnisse betroffen sein.

Insgesamt sollte die erwartete Lohnentwicklung, gemeinsam mit dem Beschäftigungswachstum sowie der Zunahme der monetären Sozialleistungen (Altersrenten) die nominal verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte um gut 3% steigen lassen. Die Risikofaktoren im wirtschaftspolitischen Umfeld haben das Potenzial, das Konsumklima auch im nächsten Jahr weiter zu belasten. Daher dürfte die Sparquote nur wenig von ihrem derzeitigen Niveau von 10,7% zurückgehen.



Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

Die von uns für das Jahr 2019 erwartete Inflationsrate von 1,7% (2018: 1,9%) dürfte zu einem Wachstum der real verfügbaren Einkommen von rund 1 ½% führen.

Der mit der positiven Lohnentwicklung und der Rückkehr zur paritätischen Finanzierung der Krankenkassenbeiträge verbundene Anstieg der nominalen Lohnstückkosten wird die internationale Wettbewerbsfähigkeit in Deutschland leicht dämpfen.

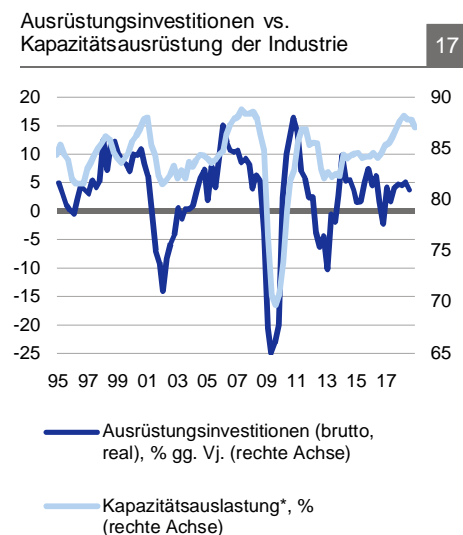
Ausrüstungsinvestitionen

Weiter aufwärtsgerichtet, aber weniger dynamisch



Quellen: WEFA, Ifo, Eurostat, Deutsche Bank Research

Die deutschen Ausrüstungsinvestitionen (Maschinen, Geräte, Fahrzeuge) dürften auch dieses Jahr recht kräftig expandiert sein. Während das deutsche BIP in Q3 2018 einen Rückgang verzeichnete, zogen die Ausrüstungsinvestitionen nach der Stagnation im zweiten Quartal wieder an. Bei dem Rückgang des BIPs im 3. Quartal dürften auch die Probleme in der deutschen Automobilwirtschaft infolge der Einführung des neuen WLTP-Prüfverfahrens eine Rolle gespielt haben. Gewisse Nachholeffekte in diesem Sektor dürften die Ausrüstungsinvestitionen im Schlussquartal stützen. Insgesamt erwarten wir für 2018 einen Zuwachs bei den Ausrüstungsinvestitionen von 4,4% (in realer Rechnung) und damit deutlich mehr als in den beiden Vorjahren (3,7% 2017 und 2,3% 2016). Die Investitionstätigkeit dürfte auch in den kommenden Jahren aufwärtsgerichtet bleiben, jedoch etwas weniger dynamisch ausfallen. Es scheint, dass der Wachstumshöhepunkt bereits überschritten worden ist. Unserer Prognose nach dürfte sich das (saison-/kalenderbereinigte) Quartalswachstum von durchschnittlich 1% in diesem Jahr auf nur noch 0,7% im Jahresverlauf 2019 abschwächen. Daher erwarten wir für 2019 und 2020 eine Verlangsamung der Jahresrate auf rund 2,7% und 2,4%. Diese dürfte jedoch noch immer deutlich über der Wachstumsrate der deutschen Wirtschaft liegen.



* des Verarbeitenden Gewerbes (EC-Survey) (saisonbereinigt)

Quellen: WEFA, Eurostat, EK, Deutsche Bank Research

Hohe Kapazitätsauslastung gibt (noch) Rückenwind ...

Während von der sehr hohen Kapazitätsauslastung in der Verarbeitenden Industrie weiterhin positive Impulse ausgehen, dürfte das zunehmend rauer werdende globale Umfeld einer stärkeren Investitionsdynamik entgegenstehen. Die Entwicklung bei den Ausrüstungsinvestitionen dürfte auch den kommenden beiden Jahren durch Erweiterungsinvestitionen geprägt sein, die aufgrund der sehr hohen Kapazitätsauslastung in vielen Unternehmen erforderlich werden. Laut der Branchenumfrage der Europäischen Kommission ist der Auslastungsgrad der deutschen Industrieunternehmen 2018 weiter angestiegen (auf 87,6%; Durchschnitt Q1-Q4), auch wenn er im vierten Quartal spürbar zurückgegangen ist (auf 87,1% vs. 88,0% in Q3). Damit liegt er deutlich über dem langfristigen Mittelwert von 83,9% (1995-2017) und nur geringfügig unter dem Höchstwert aus dem Jahr 2007 (88,3%). Weitere positive Impulse dürften von den äußerst vorteilhaften Finanzierungsbedingungen ausgehen. Derzeit wachsen die Kredite an Unternehmen mit rund 5% so kräftig wie zuletzt im Jahr 2000. Jedoch kann davon ausgegangen werden, dass sich das Wachstum sowohl der kurz- als auch der langfristigen Unternehmenskredite nicht mehr lange auf diesem hohem Niveau halten können.

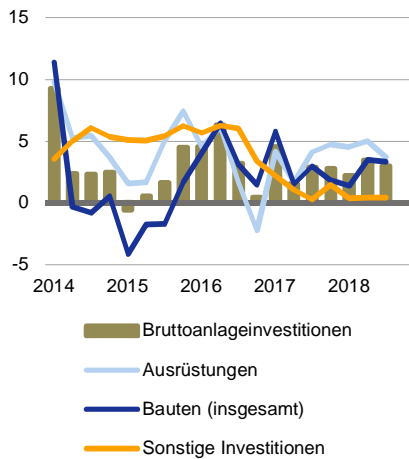


Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

Bruttoanlageinvestitionen

18

% gg. Vj. (real)



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

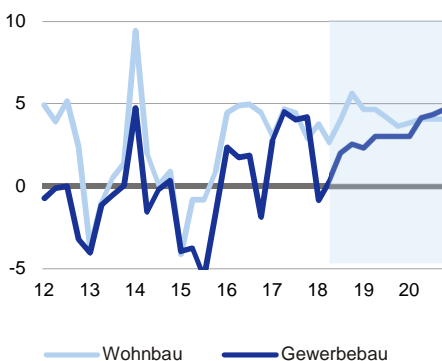
... aber das rauere globale Umfeld und inländische Arbeitsmarktengpässe wirken einem stärkeren Expansionstempo entgegen

Ein binnenwirtschaftlicher Faktor, der für viele Unternehmen ein gewichtiges Wachstumshindernis – und damit auch ein Hindernis für die Investitionen – darstellt, sind die zunehmenden Engpässe am deutschen Arbeitsmarkt (Fachkräftemangel). Auch wenn die Ausrüstungsinvestitionen tendenziell von Automatisierungs- und Rationalisierungsmaßnahmen der Unternehmen (zur Abmilderung des Fachkräftemangels) profitieren könnten, dürfte der wachstumsbegrenzende Engpass am Arbeitsmarkt in der kurzen Frist dominieren. Weitere Gegenwinde gibt es von der auf breiter Front nachlassenden globalen Wachstumsdynamik (EU, wichtige Schwellenländer wie z.B. China) oder den künftig weniger vorteilhaften Finanzierungsbedingungen im Zuge der geldpolitischen Normalisierung in den USA und der Eurozone. Außerdem dürften sich die erhöhten geo- und wirtschaftspolitischen Unsicherheiten und Risiken (rund um die US-chinesischen Handelsstreitigkeiten, den Brexit sowie dem Streit um den italienischen Haushalt für 2019) negativ auf die Stimmung der heimischen Unternehmen schlagen und sich somit dämpfend auf deren Investitionstätigkeiten/-pläne auswirken. Dabei dürfte der tendenziell zunehmende Protektionismus deutsche Unternehmen dazu veranlassen, mehr vor Ort zu investieren, was ebenfalls zu Lasten der Investitionen in Deutschland gehen dürfte.

Bauinvestitionen

19

% gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Bau und Wohnungsmarkt: Kein Ende des Preisbooms im Jahr 2019

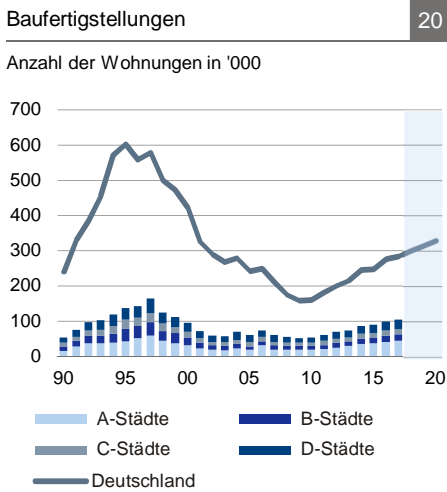
Die hohe Nachfrage nach Wohnungen und Büros ist angesichts der sehr guten Arbeitsmarktlage und anhaltenden Zuwanderung, vor allem aus der Europäischen Union, ungebrochen. Seit dem Beginn des Hauspreiszyklus im Jahr 2009 verschärfte sich die Angebotsknappheit das zehnte Jahr in Folge. Insgesamt fehlen somit mittlerweile weit mehr als 1 Mio. Wohnungen, insbesondere in den Groß- und Metropolstädten. Auch am Markt für Bürogebäude treten zunehmend Engpässe auf. In vielen Städten sind die Leerstandsquoten deutlich unter die Sockelleerstände (~5%) gefallen, in einer Reihe von Städten liegt die Quote mittlerweile sogar unter 2%. Die Engpässe im Wohn- und Büromarkt dürften sich also in den kommenden Jahren verschärfen.

Trotz des sehr knappen Angebots erwarten wir, wie in den Vorjahren, auch für das Jahr 2019 nur eine verhaltene Zunahme der Bauinvestitionen. Die Angebotsknappheit im Wohn- und auch teilweise im Büromarkt wurde bisher vor allem durch fehlendes Bauland, langwierige Genehmigungsprozesse und komplexe Bauvorschriften im Zuge der Energiewende verursacht. Im Wohnungsmarkt belasten zudem die strikteren Mietgesetze. Diese Bremsfaktoren werden in den kommenden Jahren bestehen bleiben. Aus unserer Sicht dürfte künftig aber der dominierende Flaschenhals die Knappheit an qualifizierten Arbeitskräften am Baugewerbe sein. Denn die bisher vorherrschende zyklische Knappheit wird zunehmend durch einen demografisch bedingten strukturellen Engpass verschärft. Denn das Ausscheiden vieler Facharbeiter aus dem Arbeitsleben kann durch Auszubildende und Neueinstellungen sowohl quantitativ als auch qualitativ nur teilweise kompensiert werden. Entsprechend dürfte der Bausektor vor großen Herausforderungen stehen, während Bauarbeiter und Handwerker – nach dem Lohnabschluss von mehr als 5% im Jahr 2018 – weitere Lohnsprünge erwarten dürfen.

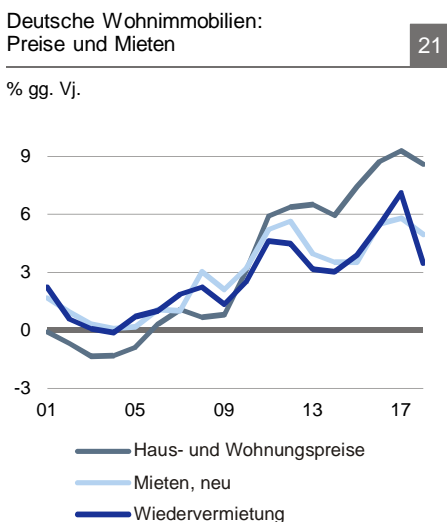
In diesem Marktumfeld könnte das jetzt geplante Zuwanderungsgesetz für Fachkräfte spürbare Impulse für den Bausektor setzen. Die zahlreichen weiteren politischen Bemühungen, die insbesondere auf dem Wohngipfel im Jahr 2018 beschlossen wurden, dürften dagegen eine relativ geringe Wirkung entfalten.



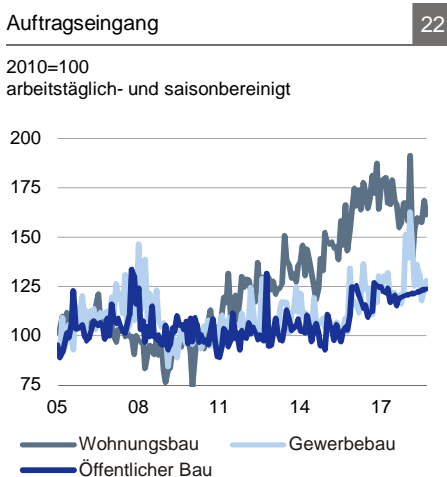
Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung



Quellen: riwis, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank



Quellen: riwis, Deutsche Bank Research



Quelle: Destatis, Deutsche Bank Research

ten. Zwar gibt es den Neubau stützende Maßnahmen, wie zum Beispiel verbesserte Abschreibungsregeln, diese werden aber konterkariert durch die beschlossene Verschärfung des Mieterschutzes. Auch dieser weitere Versuch Marktmechanismen auszuhebeln, dürfte den Neubau tendenziell bremsen und damit mittel- bis langfristig eher die Investoren als die Mieter schützen.

Die Angebotsknappheit an Fachkräften am Bauarbeitsmarkt könnte auch erklären, warum I.ifo-Institut die Beurteilung des Auftragsbestandes ein Allzeithoch erreichte, während die Auftragsreichweite ebenso wie die Kapazitätsauslastung, Auftragseingänge und Baugenehmigungen im Jahr 2018 nur noch marginal zulegen. Wir erwarten deshalb, nach einem Wachstum der Bauinvestitionen im Jahr 2018 von rund 3 ½% gegenüber Vorjahr, nur ein geringfügig kräftigeres Wachstum von rund 4 ¼% im Jahr 2019. Die Wohnbauinvestitionen dürften mit 4 ½% erneut am stärksten zulegen, wobei sich aber allmählich eine Angleichung der Wachstumsraten im Wohn- und Gewerbebau abzeichnet. Auch das verhaltene Wachstum bei den fertiggestellten Wohnungen – lediglich ein Plus von 5% p.a. in den Jahren 2015–2017 – dürfte im Jahr 2018 und 2019 eine Fortsetzung finden (Veröffentlichung im Frühjahr 2019 und 2020). Wir erwarten 300.000 fertiggestellte Wohnungen im Jahr 2018 und 315.000 im Jahr 2019. Basierend auf dieser Wachstumsdynamik dürfte der Zyklus wenigstens bis zum Jahr 2022 andauern. Erst dann wird womöglich zum ersten Mal im Zyklus das zusätzliche jährliche Angebot die zusätzliche jährliche Wohnraumnachfrage von wenigstens 350.000 Wohnungen übertreffen.

Aufgrund des knappen Angebots an Wohnungen stiegen die Preise auch im Jahr 2018. Laut bulwiengesa (126 Städte) legten die Haus- und die Wohnungspreise im Durchschnitt um rund 8% zu. Wie schon in den letzten Jahren war die Preisdynamik in den Metropolregionen und Großstädten am höchsten. Aber auch in den kleineren Städten waren vielfach deutliche Preissteigerungen zu verzeichnen und in keiner der 126 Städte gaben die Preise nach. Der Preisboom spiegelt sich auch in der Mietdynamik wider. Im Jahr 2018 erhöhten sich die Neuvermietungsmieten um rund 5% und die Wiedervermietungsmieten um 3 ½%. Nach zwei Jahren mit sehr hohem Mietwachstum geht die Dynamik, insbesondere bei den Wiedervermietungsmieten kräftig zurück. Angesichts der Engpässe dürfte dieser Rückgang aber lediglich eine Verschnaufpause darstellen.

Für das Jahr 2019 ist bestenfalls eine leicht geringere Preis- und Mietdynamik zu erwarten. Die Angebotsknappheit am Wohnungsmarkt und der sehr gute Arbeitsmarkt bleiben die dominierenden Preistreiber. Aufgrund der guten Lohn- und Einkommensentwicklung dürfte die Preisentwicklung die Nachfrage nur geringfügig dämpfen. Ebenso dürfte der weitere Anstieg der 5-10jährigen Hypothekenzinsen nur einen kleinen Nachfragerückgang bewirken. Für das Jahresende 2019 erwarten wir ein Zinsniveau der Hypothekenzinsen auf 2,3% (Okt. 2018 1,7%) und auch im Jahr 2020 dürften die Hypothekenzinsen weiter anziehen. Da das Zyklusende des Immobilienbooms noch einige Jahre in der Zukunft liegen dürfte, hat das Risiko einer Blasenbildung im aktuellen Zyklus somit deutlich zugenommen.

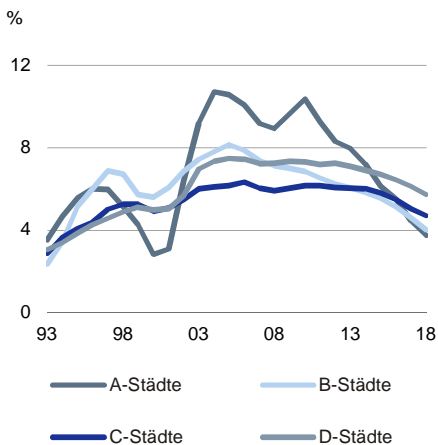
Der Gewerbebau hat im Jahr 2017 und 2018 die von uns erwartete Kehrtwende vollzogen. Mit einem kumulierten Plus von 5% wurde der Investitionsrückgang von 2012 bis 2016 um ebenfalls rund 5% wieder ausgeglichen. Der anhaltende Beschäftigungsaufbau und die insgesamt gute Inlandskonjunktur dürfte die Nachfrage nach Gewerbeimmobilien weiter erhöhen. Davon dürfte wie beschrieben insbesondere der Büromarkt profitieren. Aber ebenso dürfte die gute Konjunktur weitere positive Impulse für den Hotelmarkt setzen, obgleich es in einzelnen Städten anekdotische Evidenz für eine massive Angebotsausweitung gibt, die partiell auch ein Überangebot darstellen könnte. Ungebrochen dürfte der Boom im Onlineeinzelhandel die Nachfrage nach Logistikimmobilien erhöhen. Dies geht weiterhin zu Lasten des traditionellen Einzelhandels, dessen strukturelle Krise sich verschärft. Für den Gewerbebau insgesamt weisen die im Jahr



Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

Büro: Leerstandsquoten

23



Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

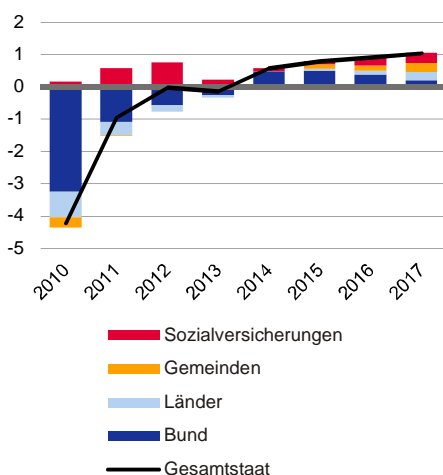
2018 weiter gestiegenen Auftragseingänge und Baugenehmigungen, die nahe der Allzeithochs Anfang der 1990er Jahre verlaufen, auf eine positive Entwicklung hin. Aufgrund dieser Entwicklungen erwarten wir für die Gewerbebauinvestitionen im Jahr 2018 ein Plus von rund 3%. Die jüngste konjunkturelle Abkühlung dürfte sich angesichts langer Planungs- und Bauzeiten wohl vor allem nach 2019 bemerkbar machen.

Aufgrund der bis dato noch guten Binnenkonjunktur und der sprudelnden Steuereinnahmen wurde der öffentliche Bau, nach einer rund zehnjährigen Stagnationsphase, wiederbelebt. In den letzten drei Jahren legten die öffentlichen Bauinvestitionen um mehr als 3% zu. Neben den vielen Großprojekten – Energiewende, Investitionen in die digitale Infrastruktur und die geplanten Umstrukturierungen der Verteidigungsausgaben – dürften, dank der sehr guten fiskalischen Lage auch in vielen Kommunen und Bundesländern, auch viele kleinere Bauprojekte zu der Investitionsbelebung beigetragen haben. Auch hier deuten die aktuellen Auftragseingänge und Baugenehmigungen ein erneutes solides Investitionswachstum für das Jahr 2019 von 3 ½% an.

Gesamtstaatlicher Haushalt das vierte Jahr in Folge im Plus

24

Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo in Abgrenzung der VGR, % BIP



Quellen: WEFA, Destatis, Deutsche Bank Research

Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender Gegenwinde

Überschüsse dank Vollbeschäftigung, Steuerboom und Minizinsen

Die öffentlichen Haushalte (Bund, Länder, Gemeinden und Sozialversicherungen) profitieren von einem für die Staatsfinanzen insgesamt noch immer sehr günstigen Umfeld (Wachstumsrate leicht über Potenzial, Vollbeschäftigung, Steuerboom, Niedrigzinsen, demografische Atempause bis Mitte der 2020er Jahre). So ist es nicht verwunderlich, dass der gesamtstaatliche Haushalt (VGR nach Maastricht-Definition) im ersten Halbjahr einen sehr hohen Finanzierungsüberschuss von rund EUR 48 Mrd. bzw. 2,9% des BIP erzielt hat (2017: EUR 34 Mrd. bzw. 1,0% des BIP). Auch wenn die vorläufigen Ergebnisse des ersten Halbjahres nur begrenzt Rückschlüsse auf das gesamte Jahr ziehen lassen und u.a. durch die vorübergehende Haushaltsführung des Bundes begünstigt wurden, gibt es kaum Zweifel daran, dass der Gesamtstaat auch 2018 einen hohen Finanzierungsüberschuss erzielen dürfte.

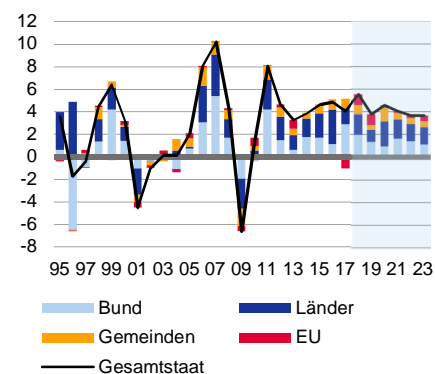
Der Haushaltsüberschuss dürfte den Zenit überschritten haben ...

Auch wenn das Umfeld für die Staatsfinanzen auch in den nächsten beiden Jahren noch günstig bleiben dürfte, scheinen die deutschen Staatsfinanzen – gemessen an der Höhe des Finanzierungsüberschusses – ihren Zenit wohl in diesem Jahr überschritten zu haben. Dies hat verschiedene Gründe. Zum einen werden die Steuereinnahmen etwas weniger dynamisch wachsen, was eine Folge des schwierigeren globalen Umfelds und der damit einhergehenden Wachstumsverlangsamung der deutschen Wirtschaft ist. Zum anderen dürfte der haushaltsentlastende Effekt durch fallende staatliche Zinsausgaben allmählich auslaufen (diese haben sich über die letzten 10 Jahre mehr als halbiert). Der Grund liegt dabei einerseits in der erwarteten Normalisierung der Geldpolitik durch die EZB, die zu leicht höheren Zinsen und Renditen führen sollte, als auch in der Tatsache, dass ein Großteil der deutschen Staatsschulden bereits zu äußerst günstigen Zinskonditionen refinanziert wurde. Neben diesen beiden Faktoren führen insbesondere die höheren Primärausgaben (Ausgaben ohne Zinszahlungen) zu einem Abschmelzen der Haushaltsüberschüsse. Vor dem Hintergrund der exzellenten Ausgangslage der deutschen Staatsfinanzen erwarten wir, dass sich der gesamtstaatliche Finanzierungsüberschuss in diesem Jahr zunächst nochmals, auf 1,3% des BIP (von 1,0% 2017), erhöhen dürfte,

Steuereinnahmen des Gesamtstaates

25

% gg. Vj. und Wachstumsbeiträge, Prozentpunkte



Prognose: Arbeitskreis Steuerschätzung

Quellen: Deutsche Bundesbank, Arbeitskreis Steuerschätzung, Deutsche Bank Research

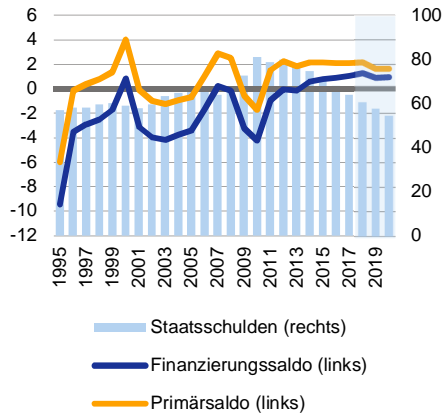


Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

Fiskalausblick 2018/19: Rückläufige
Schuldenquote dank Hochkonjunktur

26

% BIP (Gesamtstaat) (VGR)

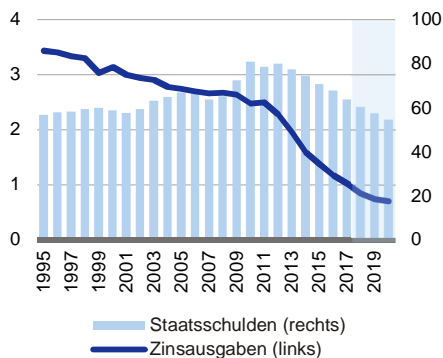


Quellen: WEFA, Destatis, Eurostat, Deutsche Bank Research

Die Zinsausgaben des Staates sind
drastisch gesunken

27

% BIP (Gesamtstaat) (VGR)

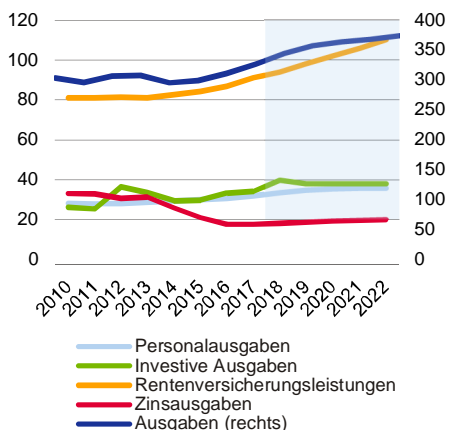


Quellen: WEFA, Destatis, Eurostat, Deutsche Bank Research

Ausgewählte Ausgabenposten im
Bundeshaushalt 2018, Regierungsentwurf
und Finanzplan bis 2022

28

EUR Mrd.



Investitionen 2018: einschließlich Digitalisierungsfonds.

Quelle: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

ehe er 2019 aufgrund der von der neuen Bundesregierung beschlossenen prioritären Mehrausgaben und der sich abkühlenden Konjunktur spürbar zurückgehen dürfte.

... und in den nächsten Jahren geringere Überschüsse aufweisen

Aufgrund höherer Sozial- und Investitionsausgaben (Mütterrente II, Baukindergehalt) moderater steuerlicher Entlastungen (z.B. Ausgleich für die kalte Progression) und der konjunkturellen Eintrübung erwarten wir, dass der Haushaltsüberschuss auf 0,9% des BIP 2019/20 sinken dürfte. Dank anhaltender Finanzierungsüberschüsse wird unserer Prognose nach die gesamtstaatliche Schuldenquote (nach Maastricht-Definition) dieses Jahr jedoch weiter zurückgehen und zum Jahresende auf 60,5% des BIP sinken (z. Vgl. 2017: ca. 64%). Spätestens 2019 dürfte sie mit 57,6% erstmals seit 2002 (59,4% des BIP) die Maastricht-Verschuldungsgrenze von 60% unterschreiten. 2020 könnte sie sogar auf unter 55% sinken, sofern es keinen unerwarteten Konjunkturerinbruch gibt oder weitere haushaltbelastende Maßnahmen der Regierung beschlossen werden. Eine gewisse finanzpolitische Stabilität geht auch in den kommenden Jahren von der „Schwarzen Null“ im Kernhaushalt des Bundes (Nettokreditaufnahme von null) sowie der im Grundgesetz verankerten Schuldenbremse (strukturelle Nettokreditaufnahme von weniger als 0,35% des BIP) aus.

Trotz „Schwarzer Null“ wird die Fiskalpolitik prozyklischer ...

Auf den ersten Blick erscheint die Finanzpolitik somit insgesamt sehr solide. Allerdings verschlechtert sich die strukturelle Position des Staates (bereinigt um die positiven Konjunktoreffekte und den Saldo der finanziellen Transaktionen) zusehends, was im Fall eines Konjunkturerinbruchs oder höherer Zinsen Haushaltsrisiken birgt. Laut den Planungen der Bundesregierung (auf Basis des Regierungsentwurfs 2019 und Finanzplans 2020-22) sind für die nächsten drei Jahre auf Bundesebene durchgängig Finanzierungsdefizite vorgesehen – trotz nach wie vor sehr vorteilhafter fiskalischer Rahmenbedingungen. Das strukturelle Haushaltsdefizit dürfte sich auf Bundesebene von EUR 5,5 Mrd. 2018 auf EUR 15,6 Mrd. 2019 ausweiten. Die strukturelle (um Konjunktur- und Sondereffekte bereinigte) Nettokreditaufnahme des Bundes, die entscheidende Größe für die Einhaltung der Schuldenbremse ist, könnte im nächsten Jahr ca. EUR 10,3 Mrd. betragen und damit sehr nahe an die gesetzlich vorgegebene Obergrenze von rund EUR 11,4 Mrd. kommen. Auf gesamtstaatlicher Ebene dürfte sich die Finanzlage strukturell betrachtet ebenfalls verschlechtern. Unserer Einschätzung nach dürfte der strukturelle Finanzierungsüberschuss im nächsten Jahr auf 0,5% des BIP abschmelzen (z. Vgl.: 0,9% des BIP 2018).

... und anfälliger für eine konjunkturelle Abschwächung

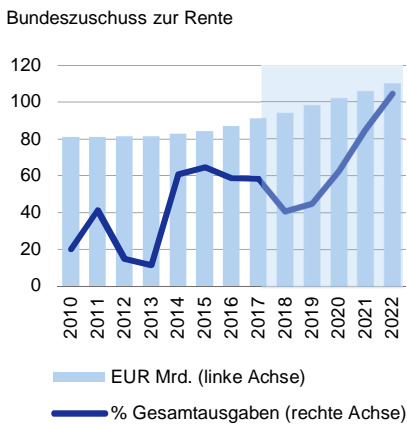
Trotz dieser beiden haushaltpolitischen Leitplanken („Schwarze Null“, Schuldenbremse), welche die fiskalischen Spielräume der Bundesregierung in guten Konjunkturphasen begrenzen und einer fiskalischen Lockerung vorbeugen sollen, zeichnet sich eine zunehmend prozyklische und nicht nachhaltige Fiskalpolitik ab. Denn dank den in vergangenen Jahren aufgebauten Finanzreserven (wie z.B. der Flüchtlingsrücklage in Höhe von ca. EUR 24 Mrd. Ende 2017) ist die Bundesregierung in der Lage, die fiskalischen Zügel auch ohne die Aufnahme neuer Schulden schleifen zu lassen. Von dieser Politik, die gänzlich auf Schuldentilgungen verzichtet und alle vorhandenen fiskalischen Spielräume ausreizt, geht ein gewisses Rückschlagpotenzial in konjunkturell schlechteren Zeiten aus.



Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

Rentenversicherungsleistungen des Bundes

29



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Höhere Sozialausgaben belasten Nachhaltigkeit

Unter Nachhaltigkeitsgesichtspunkten – und mit Blick auf die Mitte der zwanziger Jahre zunehmenden demografischen Lasten in Deutschland – bleiben insbesondere die kräftige Ausweitung der gesetzlichen Rentenausgaben (Mütterrente) und die darüber hinaus abgegebenen Rentenversprechen problematisch. Auch wenn von dem zentralen Rentenversprechen der Bundesregierung, der „doppelten Haltelinie“ (Rentenbeitragssatz steigt nicht über 20%, Rentenniveau sinkt nicht unter 48%), zumindest in der laufenden Legislaturperiode noch keine spürbare Belastungen auf den Bundeshaushalt ausgehen wird, dürfte dieses voraussichtlich ab 2025 (dem Ende des gegenwärtigen Rentenkonzepts der Regierung) zu einem erheblichem Anpassungsbedarf führen (wie z.B. dem Einkassieren der heutigen Versprechungen, einer noch höheren Aufstockung der Bundeszuschüsse zur Rente und/oder einer Anhebung des Renteneintrittsalters). In der Haushaltspolitik bleibt auch in den nächsten Jahren weitestgehend alles beim Alten. Die exzellente Lage der Staatsfinanzen wird nur unzureichend für steuerliche Entlastungen und/oder eine Senkung der hohen Sozialversicherungsbeiträge genutzt, sondern stattdessen zum überwiegenden Teil in noch höhere Sozialausgaben oder neue teure soziale Wohltaten mit teilweise zweifelhaftem Nutzen (Baukindergeld) gelenkt. Fiskalische Nachhaltigkeit geht anders.

Konjunkturertrübung und nachlassender Energiepreisdampf dämpfen Preisaufrtrieb

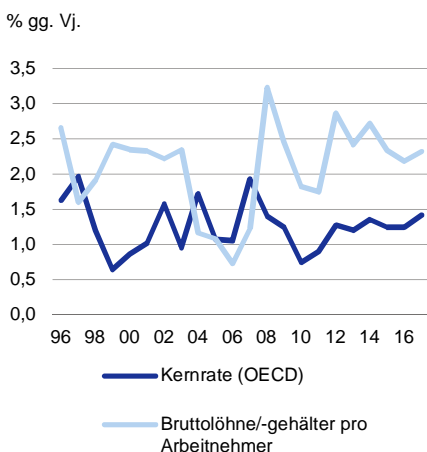
Inflationsanstieg vor allem höheren Energiepreisen geschuldet

In den meisten großen entwickelten Volkswirtschaften hat der Preisdruck in diesem Jahr spürbar zugenommen, allerdings geht dieser im Wesentlichen auf höhere Energiepreise zurück. Die Kerninflationsrate (ohne die schwankungsanfälligen Energie- und Nahrungsmittelpreise) ist dagegen in vielen Ländern trotz der guten Wirtschafts- und Arbeitsmarktlage moderat geblieben. Hinsichtlich des bereits fortgeschrittenen Konjunkturzyklus (und weitestgehend geschlossener bzw. positiver Produktionslücken) wäre eine etwas stärkere Dynamik bei der Kernrate zu erwarten gewesen. Die Suche nach den Ursachen für die moderate Kerninflationdynamik („Inflationsrätsel“) geht weiter.

Deutsche Inflationsrate: Höhepunkt bereits überschritten?

Kerninflation vs. Arbeitnehmerentgelte

30



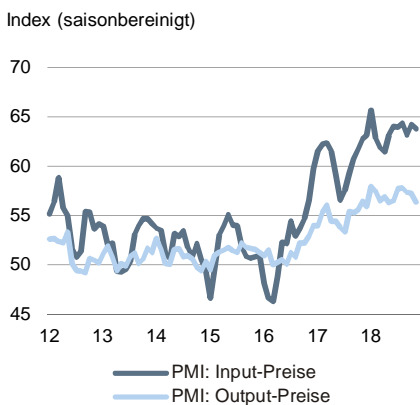
Quellen: OECD, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Angesichts der Wachstumsverlangsamung und des nachlassenden Energiepreisdampf stellt sich die Frage, ob wir nicht nur den Hochpunkt beim deutschen Wachstum, sondern auch bei der Inflationsrate bereits hinter uns haben. Welche Argumente sprechen für eine höhere Inflationsrate im nächsten Jahr? Welche sprechen dagegen? Mit Blick auf die weitere Entwicklung der Kerninflationsrate gibt es Argumente, die sowohl für als auch gegen einen höheren Preisdruck im kommenden Jahr sprechen. Während die spürbar nachlassende Wachstumsdynamik sich – mit einer gewissen Verzögerung – dämpfend auf die (Kern-) Inflationentwicklung auswirken dürfte, spricht die sehr hohe Kapazitätsauslastung in der Industrie für einen grundsätzlich leicht höheren Preisdruck – auch wenn diese im Zuge der Konjunkturertrübung zuletzt spürbar gesunken ist und sich Spannungsindikatoren wie Lieferzeiten und Auftragsbestände (PMI) in den letzten Monaten wieder nahezu normalisiert haben. Zudem dürfte von den Arbeitsmarktengpässen ein anhaltender Aufwärtsdruck auf die Kernrate ausgehen, wenngleich Monatszahlen zuletzt einen leicht nachgebenden Lohn- und Preisdruck andeuteten. In der Summe dürfte die Kernrate 2019 wohl leicht über ihrem diesjährigen Wert liegen. Von der Geldpolitik dürfte auf absehbare Zeit



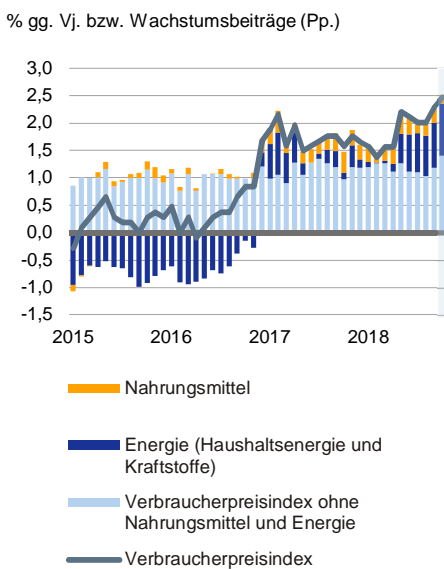
Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

PMIs zeigen erhöhten Preisdruck an 31



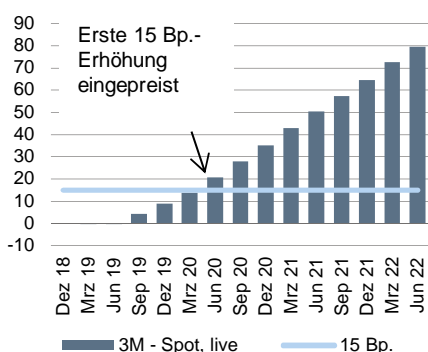
Quellen: IHS Markit, Deutsche Bank Research

Anstieg der Inflationsrate durch höhere Energiepreise verursacht 32



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Märkte rechnen damit, dass der Einlagenzins nicht vor Mitte 2020 angehoben wird 34



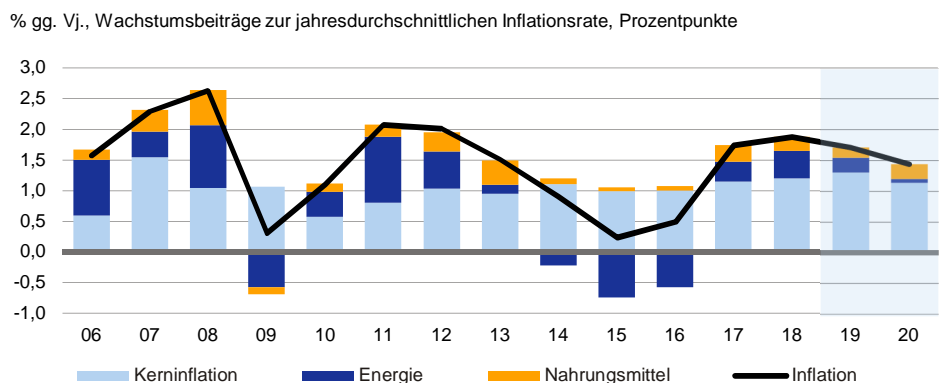
Quellen: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP

keine Bremswirkungen auf die (Kern-) Inflationsdynamik ausgehen. Denn trotz der geldpolitischen Normalisierung in den USA und dem Ende des EZB-Anleihekaufprogramms dürften die (globalen) monetären Rahmenbedingungen für die Realwirtschaft akkommodierend bleiben.

Inflationsrate dürfte 2019 wieder leicht fallen

Der in diesem Jahr kräftige Anstieg der Energiepreiskomponente, der die deutsche Inflationsrate voraussichtlich um rund $\frac{1}{2}$ -Punkt nach oben gezogen hat, wird unserer Einschätzung nach im Jahresverlauf 2019 allmählich auslaufen – eine Folge des nachlassenden Energiepreisdrucks bzw. auslaufender Basiseffekte. Sofern die Energiepreise, allen voran der Ölpreis, nicht wieder deutlich ansteigen, dürfte der Beitrag der Energiekomponente zur Headline-Inflationsrate 2019 merklich abnehmen. Wir gehen davon aus, dass der Höhepunkt der Kernrate 2019 erreicht wird. Diese dürfte sich im kommenden Jahr nochmals leicht erhöhen, auf rund 1,6% (nach erwarteten 1,5% 2018), ehe sie dann 2020 wieder leicht zurückgehen dürfte. Insgesamt rechnen wir damit, dass die Headline-Inflationsrate in den kommenden beiden Jahren leicht fallen dürfte, von 1,9% in diesem Jahr auf nur noch 1,7% 2019 und 1,4% 2020. Der Rückgang dürfte dabei im Wesentlichen auf einen geringeren Beitrag der Energiepreiskomponente zurückzuführen sein. 2020 dürfte der Rückgang aber neben dem geringen Energiepreiseffekt auch auf das Konto einer sich abschwächenden Kernrate gehen.

Inflationsausblick 2019/20 33



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

EZB hält an umfangreicher geldpolitischer Akkommodierung fest, erste Zinserhöhung nun erst im März 2020 zu erwarten

Zwar ist die EZB jüngsten Äußerungen zufolge nach wie vor zuversichtlich, dass die zugrundeliegende Stärke der Wirtschaft im Euroraum für einen nachhaltigen Anstieg der Inflation sorgen wird. Bedingung hierfür sei aber, dass die umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechterhalten werde.

Wir erwarten, dass die EZB ihre Nettoanleihekäufe zum Jahresende einstellt. Die notwendigen weiteren geldpolitischen Impulse – so das Argument der EZB – werden im weiteren Verlauf über den beträchtlichen Stand an erworbenen Vermögenswerten erfolgen, weshalb wir davon ausgehen, dass die Nettokäufe zum Jahresende auslaufen. Änderungen an der Forward Guidance sind nicht zu erwarten. Danach werden die Zinsen so lange wie notwendig auf dem aktuellen Niveau bleiben und Tilgungen aus fällig werdenden Anleihen vollständig reinvestiert. An den Märkten wird der Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung entsprechend automatisch neu eingepreist, ganz im Sinne der jüngsten Äußerungen

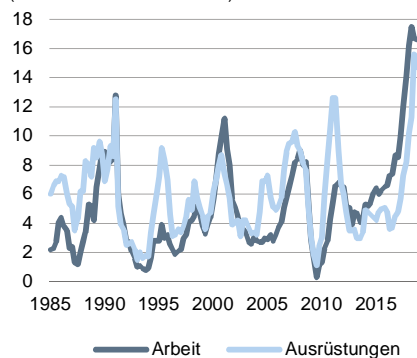


Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

Kapazitätsengpässe am Arbeitsmarkt und bei den Ausrüstungen (auf Grundlage von Befragungen)

35

Einschränkungen für die Produktion
(% netto der Unternehmen)

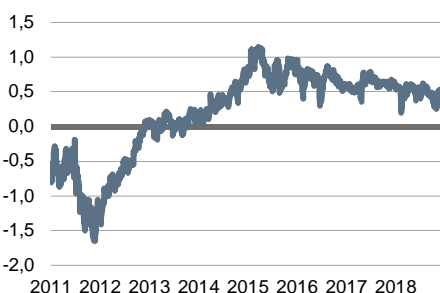


Quellen: Deutsche Bank, Europäische Kommission, Haver Analytics LP

Finanzielle Rahmenbedingungen bleiben günstig

36

Financial Conditions Index (FCI)
der Standardabweichung vom Mittelwert
(Steigende Werte: Lockerung; Fallende Werte: Straffung)

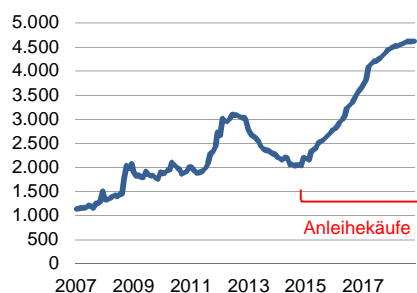


Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank, Haver Analytics LP

EZB-Bilanz erreicht Höhepunkt

37

Bilanzsumme des Eurosystems, Mrd. EUR



Quellen: Deutsche Bank, EZB, Haver Analytics LP

von Mario Draghi, denen zufolge die Reaktionsfunktion der EZB klar definiert ist. Mit Gegenmaßnahmen seitens der EZB rechnen wir nicht.

Statt bereits im September 2019 wird ein erster Zinsschritt nun wohl erst im März 2020 auf dem Programm stehen. Gestützt wird unsere Einschätzung durch den nach unten korrigierten Wachstums- und Inflationsausblick und die Sensitivität unserer modifizierten Taylor-Regel. So dürfte die Kerninflation frühestens im späteren Verlauf des kommenden Jahres auf 1,5% steigen und damit den aus unserer Sicht für die EZB notwendigen Schwellenwert erreichen. Erst wenn sich dieses Niveau als nachhaltig erweist, ist mit einem ersten Zinsschritt zu rechnen. Bis dahin dürfte der EZB-Rat abwarten – voraussichtlich bis März 2020.

Der ersten Anhebung im März des kommenden Jahres (Einlagenzinssatz: +15 Bp., keine Erhöhung des Refi-Satzes) dürften dann im Abstand von sechs Monaten weitere Erhöhungen um jeweils 25 Bp. (Einlagenzinssatz und Refi-Satz) folgen. Die Zinsen werden also wohl erst wieder erhöht, nachdem Mario Draghi aus dem Amt ausgeschieden ist. Dieser dürfte wohl auch wenig Interesse an einer ersten Zinserhöhung noch vor seiner Amtsübergabe am 31. Oktober haben. Vielmehr dürfte er alles in seiner Macht Stehende tun, um seinen Nachfolger auf die Normalisierung der Geldpolitik vorzubereiten. Dass mit dem Wechsel an der EZB-Spitze auch quasi automatisch ein geldpolitischer Kurswechsel erfolgte, dürfte sich als Trugschluss erweisen. Stattdessen wird die Bank wohl weitgehend an ihrer Reaktionsfunktion festhalten.

Um einem ungeordneten Deleveraging vorzubeugen, erwarten wir zudem für das erste Halbjahr 2019 eine Neuauflage der TLTRO. Im Verlauf des zweiten Halbjahres dürfte die EZB dann – z.B. in Hinblick auf das Tempo der geldpolitischen Straffung – ihre Forward Guidance nochmals erweitern, um angesichts der sich abzeichnenden Zinswende und der Gefahr erhöhter Kapitalmarktvolatilität ein klares Signal in Richtung Märkte zu senden.

Wir können nicht ausschließen, dass die EZB die Leitzinsen bereits vor März 2020 erhöht. Für einen früheren Zinsschritt spräche aus konjunktureller Sicht eine Aufwärtsrevision der Wachstums- und Inflationsprognosen, etwa wenn sich der schwache Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe wieder an das robustere Pendant für den Dienstleistungssektor annähert oder die höheren Löhne stärker auf die Verbraucherpreise durchschlagen.

Ebenso denkbar sind konjunkturunabhängige Gründe. Das Eigenkapital der Banken, der Korridor für die ständigen Fazilitäten und ein TLTRO II-Nachfolgeprogramm könnten – alle für sich genommen – als Argument für eine technische Aufwärtskorrektur der Einlagefazilität dienen. Wirklich überzeugen vermag das Eigenkapitalargument angesichts verbesserter Kapitalquoten und der potenziellen Sprengkraft systemrelevanter Banken für die Politik aber nicht. Die mit einer Erhöhung des Einlagenzinssatzes einhergehende Einengung des Korridors hingegen hätte durchaus Vorteile. So würde u.a. Schwankungen im kurzfristigen Zinsbereich entgegengewirkt - eine im Vorfeld eines Straffungszyklus durchaus begrüßenswerte Entwicklung. Auch die Kreditvergabe würde de facto gelockert und das Ende der Nettoanleihekäufe entsprechend kompensiert. Ein TLTRO II-Nachfolgeprogramm dürfte es ohne Kompromisse im EZB-Rat schwer haben. Dabei könnte u.a. eine Bepreisung der Liquidität in einem Verhältnis zum Refi-Satz eine Rolle spielen. Bei einer technischen Erhöhung des Zinssatzes für die Einlagefazilität sanken die Opportunitätskosten der vom Liquiditäts-Rollover betroffenen Banken.

Um restriktivere Finanzierungsbedingungen zu vermeiden, müsste eine derartige technische Anpassung aus dem Straffungszyklus gelöst werden. Eine Möglichkeit wäre eine technische Erhöhung des Einlagenzinssatzes bei gleichzeitiger Anpassung der Forward Guidance, z.B. in der Form, dass der Refi-Satz auch über den Sommer 2019 hinaus auf dem aktuellen Niveau bleibt.



Deutsche Industrie: Nicht nur WLTP

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland dürfte 2018 um real etwa 1,5% gestiegen sein. Damit fällt die Wachstumsrate nur etwa halb so hoch aus wie 2017 (+2,9%). Das Jahr 2018 war auf Monatebene von hoher Volatilität der Industrieproduktion um einen Seitwärtstrend geprägt. Das Produktionsplus im Gesamtjahr ist zu einem großen Teil auf den statistischen Überhang zum Jahreswechsel 2017/18 zurückzuführen. In Summe stieg die Industrieproduktion 2018 zum fünften Mal in Folge.

Die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe tendierten im Jahresverlauf von 2018 nach unten; dies gilt für Inlands- und Auslandsbestellungen gleichermaßen. Insgesamt profitierte die Industrie von einem noch recht hohen Auftragsbestand.

Die deutsche Industrie dürfte 2018 erneut eine Exportquote von knapp über 50% erzielt haben (Anteil des Auslandsumsatzes am Gesamtumsatz). Für die exportorientierten deutschen Industrieunternehmen waren die geo- und wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen herausfordernd. Die Handelskonflikte, die Unsicherheiten rund um den Brexit, die italienische Haushaltsdebatte oder Währungsturbulenzen und politische Unsicherheiten in vielen Schwellenländern seien hier beispielhaft genannt. Hinzu kommt, dass der nominale handelsgewichtete Euro-Wechselkurs im Verlauf von 2018 tendenziell gestiegen ist, was die deutschen Exporte verteuert. Gegenüber dem US-Dollar verlor der Euro jedoch an Wert. Im Durchschnitt von 2018 dürften die deutschen nominalen Warenexporte wohl leicht gesunken sein. Ein kräftigeres Minus wurde durch die stark gestiegenen deutschen Ausfuhren nach China kompensiert.

Geopolitische Unsicherheiten und geringere gesamtwirtschaftliche Dynamik

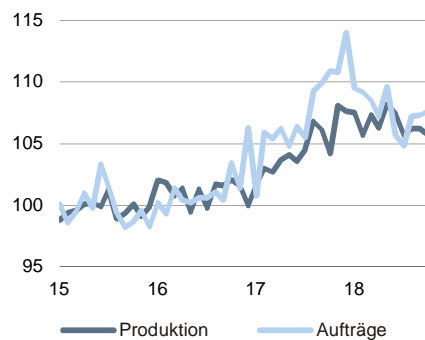
Es spricht derzeit wenig dafür, dass die geo- und wirtschaftspolitischen Risiken im Jahr 2019 deutlich abnehmen. Dass bereits in den Hintergrund gerückte Konflikte wieder aufbrechen können, zeigt aktuell das Beispiel der Ukraine-Krise. Nicht zuletzt wegen der wechselhaften und schwer einzuschätzenden Handels- und Außenpolitik der USA sollten sich die deutschen Industrieunternehmen auf ein erneut turbulentes geo- und wirtschaftspolitisches Umfeld im Jahr 2019 einstellen. Die anhaltenden Unsicherheiten wirken dämpfend auf die Investitionsneigung in Deutschland und wichtigen Exportmärkten. Ohnehin ist der globale Konjunkturzyklus weit vorangeschritten. Weitere Zinserhöhungen in den USA verschlechtern zudem die Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen vor Ort.

Zwar rechnen wir auf globaler Ebene für 2019 erneut mit einem kräftigen BIP-Wachstum. Die Dynamik dürfte jedoch in vielen wichtigen Absatzmärkten der deutschen Industrie nachlassen, nicht zuletzt im Euroraum und in Deutschland selbst. Sollte sich unsere Erwartung eines im Jahresverlauf von 2019 stärker tendierenden Euro (auch gegenüber dem US-Dollar) bestätigen, würde auch die Währungsseite die wirtschaftliche Entwicklung der deutschen Industrie belasten. Trotz der genannten Aspekte halten wir ein Abrutschen in eine Rezession aus heutiger Sicht für wenig wahrscheinlich. Dies gilt auch für die Industrieproduktion. Insgesamt rechnen wir für das Jahr 2019 mit einem geringeren Produktionsplus im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland in Höhe von 0,5%.

Weniger Schwung in der Industrie

38

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100

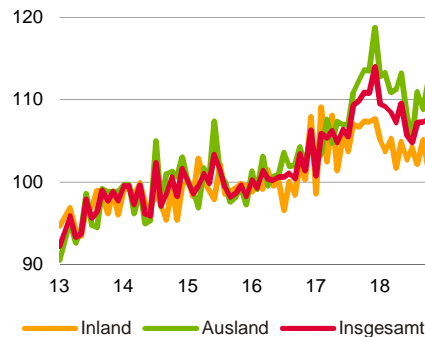


Quelle: Statistisches Bundesamt

Schwache Auftragsentwicklung

39

Verarbeitendes Gewerbe in DE, Auftragszugang, 2015=100

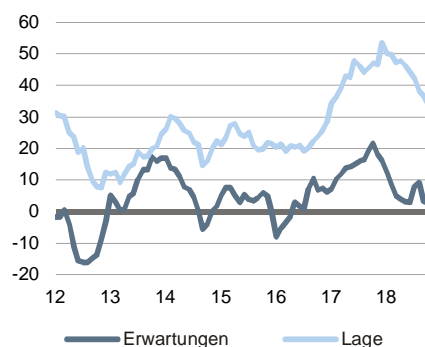


Quelle: Statistisches Bundesamt

Erwartungen in der Industrie zuletzt weniger optimistisch

40

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

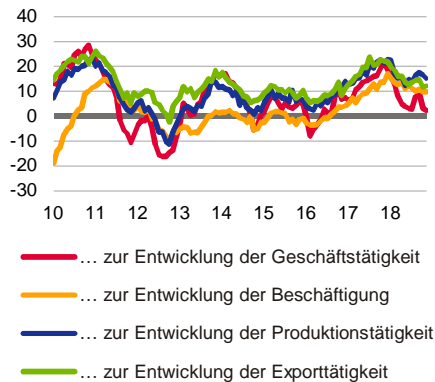


Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

Exportorerwartungen im Verarbeitenden Gewerbe überraschend positiv

41

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

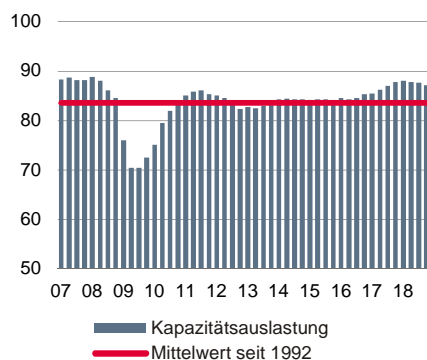


Quelle: ifo Institut

Kapazitätsauslastung leicht rückläufig

42

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %

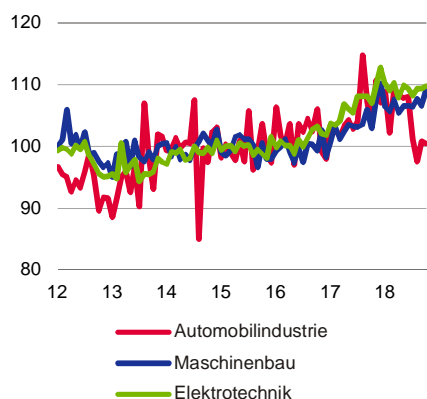


Quelle: ifo Institut

Investitionsgüterhersteller erfahren wirtschaftliche Abkühlung

43

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Stimmung eingetrübt, aber noch positiv – Kapazitätsauslastung gesunken

Die jüngste Entwicklung der ifo-Erwartungen passt zu unserer Prognose, nach der sich die Industriekonjunktur abkühlt, eine Rezession aber ausbleibt. So liegen die Geschäftserwartungen am aktuellen Rand, trotz der genannten Risiken und der geringeren wirtschaftlichen Dynamik, noch immer leicht im positiven Bereich. Hinsichtlich ihrer Produktions- und Exportaussichten sind die Industrieunternehmen sogar noch optimistischer. Ein ähnliches Bild – positive, aber tendenziell sinkende Erwartungen – zeigt auch die DIHK-Konjunkturumfrage vom Herbst 2018. Diese „hartnäckig“ gute Stimmung in der Industrie erscheint durchaus überraschend. Es mag sein, dass die Unternehmen die Risiken so lange als (weitgehend) irrelevant für ihre Geschäftsentwicklung einschätzen, wie die Auftragslage noch zufriedenstellend ist. Die Stimmung könnte sich in den kommenden Monaten aber schnell verschlechtern, wenn aufgrund von belastenden wirtschaftlichen und politischen Rahmenbedingungen die Nachfrage sinken sollte.

Schließlich deutet die Kapazitätsauslastung im deutschen Verarbeitenden Gewerbe auf ein geringeres Wachstumstempo in den kommenden Monaten hin. Während die Kapazitätsauslastung vom 2. Quartal 2016 bis zum 1. Quartal 2018 stetig zunahm, sank sie seither drei Quartale in Folge. Dennoch lag sie zu Beginn des 4. Quartals um 3,5%-Punkte über dem langfristigen Mittelwert. Mit der sinkenden Auslastung dürfte das Investitionsmotiv der Kapazitätserweiterung im Verlauf von 2019 an Bedeutung verlieren.

Branchensicht: Wachstumsverlangsamung auf breiter Front

In fast allen großen Industriezweigen dürfte sich das Produktionswachstum 2018 gegenüber dem Jahr zuvor verlangsamt haben. In der Automobilproduktion dürfte die Fertigung sogar um real etwa 1,5% gesunken sein (2017: +2,4%). Die Umstellung auf den neuen Abgastest WLTP im Herbst 2018 hat maßgeblich zu diesem Produktionsminus beigetragen. Denn einige deutsche Autohersteller hatten die Produktion in manchen Fabriken für einige Tage ruhen lassen, u.a. weil für bestimmte Fahrzeugmodelle die Zulassung nach WLTP noch nicht vorlag. Zwar läuft der WLTP-Effekt derzeit aus. Aber die konjunkturellen Rahmenbedingungen für die Autoindustrie sind ebenfalls herausfordernd. In den drei großen Automärkten der Welt (China, USA, EU) dürfte die Fahrzeugnachfrage 2018 und 2019 nicht mehr so schnell wachsen wie in den Jahren zuvor oder gar sinken. Insofern dürfte die Fertigung in der deutschen Automobilindustrie 2019 lediglich um 0,5% wachsen. Unabhängig vom Konjunkturzyklus bleiben die Entwicklung alternativer Antriebstechnologien sowie von Technologien rund um das vernetzte Fahren eine große Herausforderung für die Branche.

Der Maschinenbau und die Elektrotechnik in Deutschland bekommen 2018 und 2019 den national und international fortgeschrittenen Konjunkturzyklus, den relativ starken Euro sowie die geringere Nachfrage wichtiger Abnehmerbranchen wie der Automobilindustrie zu spüren. Im Maschinenbau dürfte die Produktion 2018 um etwa 2,5% gestiegen sein (2017: 3,7%). Für 2019 rechnen wir mit einem Plus von 1%. In der Elektrotechnik dürfte sich die Wachstumsrate der inländischen Fertigung 2019 ebenfalls verlangsamen, und zwar auf 0,5% nach etwa +2% im Jahr 2018 (2017: +5,2%).

Die Pharmaindustrie dürfte 2018 ihre inländische Fertigung um mehr als 20% gesteigert haben (2017: +5,2%). Dies war der mit dem Abstand stärkste Zuwachs in einer ohnehin dynamischen Branche seit der Wiedervereinigung. Das Auslandsgeschäft war hierfür vor allen Dingen maßgeblich. So dürften die nominalen Warenausfuhren von pharmazeutischen Produkten im Jahr 2018 mit zweistelliger Rate expandiert sein. Unter dem Strich fällt es jedoch durchaus schwer, diese enorme Dynamik in der Branche zu erklären. Für 2019 rechnen wir mit einem Produktionsplus in der Pharmaindustrie von rd. 6%.

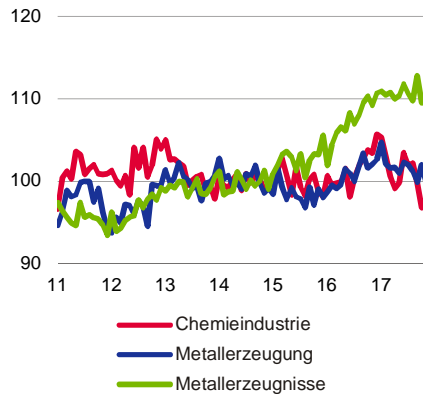


Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

Divergierende Entwicklung

44

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

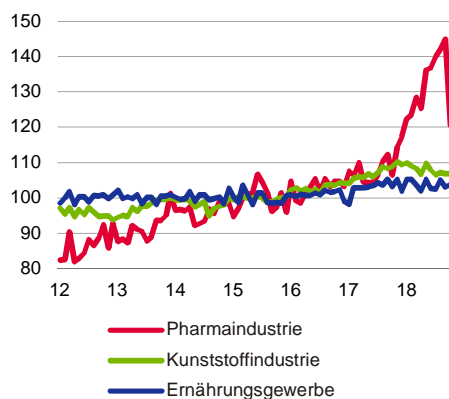
In der Chemieindustrie dürfte die Produktion 2018 dagegen um 1% gesunken sein (2017: +1,4%). Auch für 2019 rechnen wir mit einem Rückgang in ähnlicher Größenordnung. Grundsätzlich ist die Chemie eher eine frühzyklische Branche. Die konjunkturelle Abkühlung dürfte sich hier also stärker bemerkbar machen als in Sektoren, die typischerweise einen zeitlich verzögerten Konjunkturverlauf aufweisen. Hinzu kommen strukturelle Entwicklungen in der Chemiebranche: Der Kapitalstock schrumpft hier seit Jahren wegen unzureichender Investitionen in die heimischen Fabriken. Diese Investitionszurückhaltung ist aus unserer Sicht nicht zuletzt auf die Unsicherheiten rund um die deutsche Energie- und Klimapolitik zurückzuführen. Die Branche kann sich z.B. nicht sicher sein, wie lange sie noch von Ausnahmeregelungen im Rahmen des Erneuerbare-Energien-Gesetzes oder des EU-Emissionshandels profitieren kann.

In der Metallindustrie dürfte die Fertigung 2018 um knapp 2% gestiegen sein (2017: +3,9%). Dabei schnitt die Herstellung von Metallerzeugung – wie schon im Durchschnitt der Vorjahre – besser ab als die vorgelagerte Metallerzeugung und -bearbeitung. 2019 könnte die Produktion in der Metallindustrie leicht sinken. Insgesamt sieht sich die Metallerzeugung mit größeren strukturellen Herausforderungen konfrontiert (z.B. globale Überkapazitäten) als die Herstellung von Metallerzeugnissen, die enger mit den Kunden aus den Investitionsgüterindustrien verbunden ist.

Pharmaindustrie: Außergewöhnliches Produktionswachstum

45

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Produktion im Ernährungsgewerbe wird laut unserer Prognose 2018 und 2019 jeweils um etwa 1% wachsen. Die Branche profitiert vom Wachstum der Bevölkerungszahl in Deutschland sowie vom weiteren Erschließen von Auslandsmärkten. Die Exportquote liegt zwar deutlich unter dem Durchschnitt des gesamten Verarbeitenden Gewerbes; sie ist jedoch in den letzten Jahren recht stetig gewachsen (2018: rd. 24%).

Erzeugerpreise ziehen weiter moderat an

Die Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe zogen im Verlauf der letzten Monate weiter stetig an und dürften im Jahresdurchschnitt von 2018 um etwa 2% gestiegen sein (2017: +2,6%). Auf den ersten Blick hat die konjunkturelle Abkühlung in der Industrie bei den Preisen also noch keine Spuren hinterlassen. Zu berücksichtigen ist jedoch, dass die Zunahme der Erzeugerpreis in den letzten Monaten auch auf die temporär höheren Ölpreise zurückzuführen ist. 2019 dürfte die Preissteigerung wegen der konjunkturellen Abkühlung etwas geringer ausfallen als 2018.

Erzeugerpreise steigen

46

Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Strukturelle Herausforderungen unverändert

Die strukturellen Herausforderungen für die deutsche Industrie haben sich im Verlauf des letzten Jahres kaum geändert. Das Thema Industrie 4.0 rückt dabei immer mehr in den Vordergrund, wenngleich die Herausforderungen von Branche zu Branche und von Unternehmen zu Unternehmen sehr unterschiedlich ausfallen. Wir rechnen damit, dass die deutsche Industrie dank der Digitalisierung der Wertschöpfungskette in den kommenden Jahren ein höheres Wachstumspotenzial generieren kann. Zudem könnte es ihr gelingen, die negativen Effekte der demografischen Entwicklung (z.B. sinkendes Arbeitskräftepotenzial) durch digitale Technologien zumindest teilweise zu kompensieren.

Kurzfristig sind die Unternehmen weiterhin vor allem durch den Fachkräftemangel limitiert, der regional und branchenspezifisch immer offenkundiger wird. In der Konjunkturumfrage des DIHK nennen die Unternehmen den Fachkräftemangel immer noch als das mit Abstand wichtigste Geschäftsrisiko. Ohne Fachkräftemangel hätten die Industrieunternehmen im ablaufenden Jahr ihre Aufträge sicherlich schneller bearbeiten können. Insofern haben die personellen Engpässe

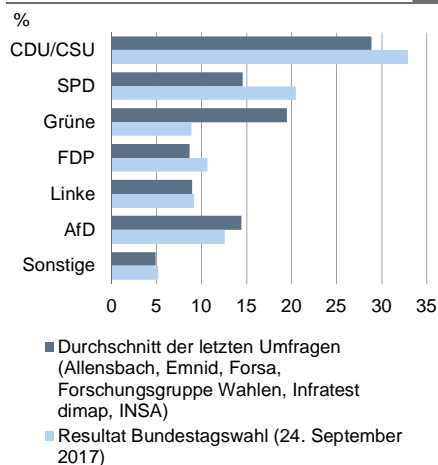


Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

einen Einfluss auf den Konjunkturverlauf. Auf Platz 2 der wichtigsten Geschäftsrisiken folgen die Energie- und Rohstoffpreise, gefolgt von den Arbeitskosten.

AKK rettet Merkels Kanzlerschaft – zumindest bis auf Weiteres

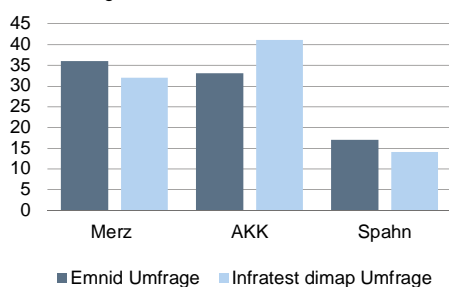
Beliebtheit der wichtigsten Parteien & Ergebnis der letzten Bundestagswahl 47



Quelle: Wahlrecht.de (10. Dezember 2018)

Einstellung der Deutschen zur Leistung der CDU-Kandidaten als mögliche(r) Kanzler(in): Wählen Sie Ihre Umfrage! 48

F.: "Glauben Sie, dass der jeweilige Kandidat ein erfolgreicher Kanzler wäre?"
% der Befragten



Quellen: Kantor Emnid, Infratest dimap

Mit Annegret Kramp-Karrenbauer wählten die Delegierten am 7. Dezember beim CDU-Bundesparteitag in Hamburg Angela Merkels Wunschkandidatin zur Nachfolgerin als CDU-Vorsitzende. Gleichwohl sind Etiketten wie Merkel 2.0 verfehlt. Sie könnten dazu verleiten, Kramp-Karrenbauer – eine erfahrene, bereits bei mehreren Wahlen erfolgreiche Politikerin – zu unterschätzen und auch politisch falsch einzuordnen. AKK erwies sich während ihrer bisherigen Karriere oftmals als durchsetzungsstärker und auch als konservativer als von vielen erwartet worden war. Inzwischen hat sie wiederholt auch ihre Bereitschaft ausgedrückt, gegebenenfalls das Kanzleramt zu übernehmen. Allerdings erscheint es als sehr unwahrscheinlich, dass dies schon 2019 ein Thema sein wird. Zudem kann nicht ausgeschlossen werden, dass Kramp-Karrenbauer entscheidet, dieses Amt dann doch nicht zu übernehmen, sondern jemand anderem zu überlassen.

Merkels Macht begrenzt

Kramp-Karrenbauers Wahl rettet wohl Merkels Kanzlerschaft – zumindest bis auf Weiteres. Gleichwohl kommen auf die Kanzlerin Veränderungen zu. Ein Teil ihrer früheren Macht geht auf die neue Parteivorsitzende über, die wohl kaum nach Vorgaben des Kanzleramtes agieren wird. Vielmehr hat AKK den Parteimitgliedern zugesichert, von tradierten Entscheidungsprozessen von oben nach unten abzugehen und mehr auf Mitsprache von unten nach oben zu setzen. Die herkömmlichen Verfahren lösten vor allem nach der Eurokrise erheblichen Unmut in der CDU aus. Auf dem Weg zu weniger hierarchischen Entscheidungsstrukturen könnten die Wahlgänge in Hamburg und der vorhergegangene intensive, offene Wettbewerb zwischen den Kandidaten ein Meilenstein gewesen sein. Das damit verbundene neue Selbstbewusstsein der Partei könnte auch die Arbeit der Bundesregierung beeinflussen. Im Einklang mit Kramp-Karrenbauers Ankündigungen dürfte sich die Kanzlerin gezwungen sehen, zukünftig die Wünsche der CDU-Mitglieder stärker zu berücksichtigen.

Deutsche EU-Politik nur marginal berührt

Der jetzt oft angeführte Begriff ‚Kontinuität‘ dürfte am besten für Deutschlands E(W)U-Politik passen. Nach dem EU-Gipfel am 13. und 14. Dezember wird die Agenda der Bundesregierung mit Blick auf Europa und den Euro in den kommenden Monaten voraussichtlich kaum über das hinausgehen, was beim Treffen der Finanzminister Eurogruppe Anfang Dezember beschlossen wurde. In die Europapolitik dürfte sich die neue CDU-Vorsitzende ohnehin eher weniger einmischen. Während der vergangenen Wochen hielt sie sich – wie auch ihre beiden Mitbewerber – mit konkreten, belastbaren Aussagen zur E(W)U-Politik zurück.

Als CDU-Generalsekretärin unterstützte AKK die Position der CDU zur Weiterentwicklung des ESM hin zu einem Europäischen Währungsfonds, dessen erweiterter Instrumentenkasten dennoch weitgehend dem Prinzip strikter Konditionalität finanzieller Hilfen verpflichtet bleiben soll.



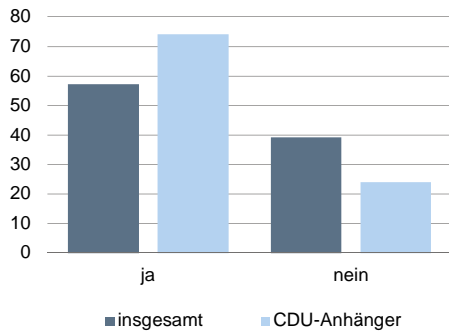
Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

AKK fordert Anpassungen der Steuer- und der Sozialpolitik der Groko

Soll Merkel bis zum Ende der laufenden Amtszeit Kanzlerin bleiben?

49

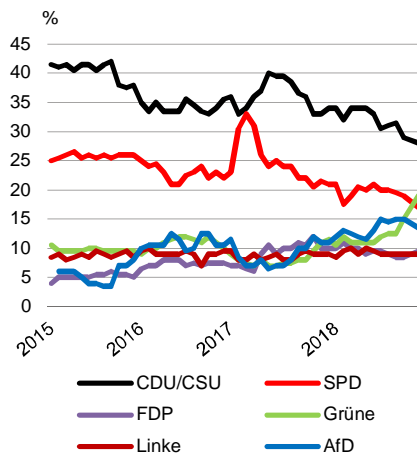
% der Befragten



Quelle: Infratest dimap; ARD Deutschland-Trend (6.12.18)

Beliebtheit der großen Parteien
(monatliche Allensbach-Umfrage)

50



Quelle: IfD Allensbach

Kramp-Karrenbauer dürfte ihr Augenmerk auf absehbare Zeit auf inländische Themen richten, vor allem auf die Sozial- und die Steuerpolitik sowie auf die Asylpolitik und die innere Sicherheit. Als wichtiges Mitglied der CDU-Delegation war sie Anfang des Jahres an der Ausarbeitung des Koalitionsvertrages zwischen CDU, CSU und SPD beteiligt. Den Vertrag bezeichnete sie damals als gute Basis für die Arbeit der Groko. Bislang hat sie sich noch von keinem bedeutenden wirtschaftspolitischen Beschluss der Koalition distanziert, auch nicht von dem unlängst verabschiedeten Gesetz zur Einführung eines Rückkehrrechts aus Teilzeit (Brückenteilzeit), das vielen Firmen zusätzlichen Personalaufwand verursachen dürfte. Ihre Haltung dürfte auch ihren politischen Hintergrund reflektieren. Als Ministerpräsidentin im Saarland führte sie von April 2012 bis Ende Februar 2018 selbst eine große Koalition. Zudem gehörte sie zu den ersten politischen Schwergewichten der CDU, die für einen gesetzlichen Mindestlohn eintraten.

Kürzlich betonte sie allerdings, dass der Koalitionsvertrag nicht sakrosankt sei (Rheinische Post). Vielmehr sprach sie sich für Änderungen bei der geplanten höheren Rente für Geringverdiener und den Hartz IV-Anpassungen aus. Dabei geht es Kramp-Karrenbauer v.a. darum, sicherzustellen, dass diejenigen, die längere Zeit gearbeitet und Beiträge zu den Sozialsystemen entrichtet haben, im Leistungsfall besser gestellt sind, als Personen ohne längere Erwerbstätigkeit. Diese Forderung wird vom Arbeitnehmerflügel der CDU und von traditionell orientierten Sozialdemokraten unterstützt; indes passt sie nur bedingt zu Grundeinkommenskonzepten, wie sie etwa vom linken Flügel der SPD und v.a. den Grünen befürwortet werden. Dies könnte sich als Hindernis für eine Koalition mit den Grünen erweisen, sollte die Groko scheitern. Zudem sprach sich AKK prinzipiell für eine weitergehende Steuerreform einschließlich vollständiger Abschaffung des Solidaritätszuschlages aus. Diese Forderung wurde beim CDU-Parteitag in Hamburg offiziell beschlossen, allerdings mit dem Vorbehalt, gleichwohl am Ziel eines ausgeglichenen Haushaltes ohne Schulden festzuhalten. Es erscheint daher als weniger wahrscheinlich, dass Kramp-Karrenbauer die Bundeskanzlerin drängen wird, die Forderung nach einer umfassenderen Steuerreform in absehbarer Zeit umzusetzen.

Die Forderungen dürften die Groko nicht zum Entgleisen bringen

AKK's Forderungen dürften in der Regierungskoalition zu vermehrten Debatten führen. Sie dürften die Groko aber wohl nicht grundsätzlich infrage stellen, zumal sich v.a. bei den sozialpolitischen Themen Möglichkeiten für Kompromisse bieten. Die Perspektive politischer Stabilität hat indes eine Schattenseite. Reformen zur Stärkung der Wachstumskräfte dürften weiterhin zu kurz kommen. Angesichts des Risikos einer stärkeren Abschwächung des Wirtschaftswachstums in Deutschland ist dies umso problematischer.

Schwache Wahlergebnisse im September könnten für Unruhe sorgen

Das günstige Szenarium für die Bundeskanzlerin und die Groko setzt voraus, dass die CDU in der Lage sein wird, die Wahl Kramp-Karrenbauers in steigende Popularitätswerte umzumünzen. Hingegen könnten schwere Verluste bei den im September 2019 in drei ostdeutschen Bundesländern anstehenden Landtagswahlen für erhebliche Unruhe sorgen. In einem solchen Szenarium könnte Merkel einmal mehr überraschen und auch als Bundeskanzlerin zurücktreten.



Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung

SPD Groko-Halbzeitbilanz könnte entscheidend werden

Folgt man Umfragen, könnten diese Landtagswahlen für die SPD sogar noch ungünstiger ausgehen – mit negativen Folgen für die von der Partei (Ende) Herbst 2019 geplante Groko-Halbzeitbilanz. Die SPD will dabei den Stand der Umsetzung ihrer Kernprojekte, wie höhere Renten, verstärkte Arbeitnehmerschutzrechte (v.a. bei befristeter Beschäftigung) und (mehr) soziale Gerechtigkeit, durch die Koalition prüfen. Derzeit erscheint es offen, ob die SPD danach in der Regierung bleiben oder diese verlassen wird. Immerhin 61% der SPD-Anhänger meinen, dass die Partei einen mehr nach links ausgerichteten Kurs einschlagen sollte (Forschungsgruppe Wahlen). Schlechte Wahlergebnisse im nächsten September könnten die Anti-Groko-Stimmung in der SPD befeuern. Sollte sich die SPD dann tatsächlich für den Ausstieg aus der Koalition entscheiden, könnte das weitere politische Geschehen auch davon abhängen, wer dann Kanzlerkandidat der CDU sein wird. Würde es dem Bundestag nach einem möglichen Scheitern der Groko nicht gelingen, einen Kanzler bzw. eine Kanzlerin zu wählen, stünden Neuwahlen an.

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

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

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

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

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

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

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

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



Ausblick 2019: Verlangsamung, aber keine harte Landung



Ausblick Deutschland

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite 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

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

- „ Ausblick 2019:
Verlangsamung, aber keine harte Landung 13. Dezember 2018
- „ 2019: Nur noch 1,3% BIP-Wachstum.
Neuwahlen werden wahrscheinlicher 2. November 2018
- „ Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender
Gegenwinde 4. Oktober 2018
- „ 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

© 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