



# Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

20. August 2019

## Autoren

Josef Auer  
+49 69 910-31878  
josef.auer@db.com

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

Kevin Körner  
+49 69 910-31732  
kevin.koerner@db.com

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

Jan Schildbach  
+49 69 910-31717  
jan.schildbach@db.com

## Editor

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: marketing.dbr@db.com  
Fax: +49 69 910-31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Stefan Schneider

## Inhaltsverzeichnis

## Seite

Prognosen .....	2
Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend! .....	3
Deutsche Automobilkonjunktur .....	6
Chemieindustrie: Ende des Wachstums in Deutschland .....	10
Hauspreise, Mieten steigen weiter kräftig ..	13
Unternehmensfinanzierung in Deutschland in Q2 2019: Robustes Wachstum .....	15
Digitalpolitik: KI, Big Data und die Zukunft der Demokratie .....	17
EZB: Eine neue Reaktionsfunktion und eine weitere geldpolitische Lockerung .....	18
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland .....	21
Datenkalender .....	22
Datenmonitor .....	23
Finanzmarktprognosen .....	24

**Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!** Unseres Erachtens befindet sich die deutsche Wirtschaft in einer technischen Rezession: Wir erwarten für Q3 eine Kontraktion des BIP um ¼%. Außerdem haben wir unsere Prognose für 2019 auf 0,3% zurückgenommen. Da keine Hinweise auf eine Belebung in den kommenden Quartalen zu erkennen sind, haben wir die Prognose für 2020 auf 0,7% gesenkt. Angesichts des zunehmend fragilen Zustands der Weltwirtschaft könnte eine grundlegendere Änderung des Szenarios erforderlich werden, wenn eines oder mehrere der zuletzt immer deutlicher in den Blick gerückten Risiken eintreten sollte. Dann würden Prognosekorrekturen um einige Zehntelprozentpunkte nicht mehr ausreichen.

**Deutsche Automobilkonjunktur: Abschwung setzt sich fort.** Die Stimmungsindikatoren bleiben schwach. Die weltweite Pkw-Nachfrage wird wohl nicht vor Q4 2019 anziehen. Allerdings werden die inländische Produktion und die Exporte im Gesamtjahr deutlich schrumpfen.

**Chemieindustrie: Ende des Wachstums in Deutschland.** Die Chemieproduktion dürfte 2019 um 2,5% und 2020 um weitere 1% sinken. Zusätzlich zur zyklischen Schwäche kämpft die Chemieindustrie schon seit Anfang der Dekade mit strukturellen Problemen.

**Hauspreise und Mieten steigen weiter kräftig.** Kein Ende des Booms in Sicht. Insbesondere in den Metropolen steigen Mieten und Preise in H1 kräftig weiter – allerdings mit erheblichen Unterschieden. Die Mietrenditen fallen, bleiben aber gegenüber Bundesanleihen sehr attraktiv.

**Unternehmensfinanzierung in Deutschland in Q2 2019: Robustes Wachstum, aber starker Anstieg der kurzfristigen Kredite.** Die Kreditvergabe an deutsche Unternehmen hat sich in Q2 weiter sehr gut entwickelt. Das ausstehende Volumen kletterte um 5,6% ggü. Vorjahr. Der kräftige Anstieg bei den kurzfristigen Krediten ist allerdings ein Warnsignal.

**Digitalpolitik: KI, Big Data und die Zukunft der Demokratie.** Die digitale Transformation hat den gesellschaftlichen Diskurs durch neue Formen der multilateralen Kommunikation bereichert. Aber sie hat auch zur Verbreitung von Desinformation, Echokammern und Propaganda beigetragen und autoritären Staaten neue Möglichkeiten der Überwachung und Kontrolle eröffnet. Wie Demokratien dieser Herausforderung begegnen, wird ein wesentlicher Faktor für ihr Abschneiden im zunehmenden Wettbewerb der politischen Systeme sein.

**EZB: Eine neue Reaktionsfunktion und eine weitere geldpolitische Lockerung.** Wir erwarten nun eine Senkung des Einlagenzinssatzes um 10 Bp im Sep. (mit Einführung Tiering) sowie im Dez. Sollte sich die ökonomische Situation verschlechtern, erwarten wir für Sep. eine Wiederaufnahme der Nettoankäufe von Vermögenswerten mit einem monatlichen Volumen von EUR 30 Mrd. für die Dauer von 9–12 Monaten.



## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

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

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

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2017	2018	2019P	2020P	2019				2020			
					Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	2,2	1,4	0,3	0,7	0,4	-0,1	-0,3	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Privater Konsum	1,8	1,1			1,2							
Staatsausgaben	1,6	1,0			-0,3							
Anlageinvestitionen	2,9	2,6			1,1							
Ausrüstungen	3,7	4,2			1,2							
Bau	2,9	2,4			1,9							
Lager, %-Punkte	0,1	0,5			-0,6							
Exporte	4,6	2,0			1,0							
Importe	4,8	3,3			0,7							
Nettoexport, %-Punkte	0,2	-0,4			0,2							
Konsumentenpreise*	1,7	1,9	1,7	1,4								
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,2	5,0	4,9								
Industrieproduktion**	2,9	1,1	-1,5	1,5								
Budgetsaldo, % BIP	1,0	1,7	0,7	0,3								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	65,2	61,7	59,3	57,5								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,1	7,3	6,5	6,1								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	261,9	245,0	219	212								

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

Die Unterkomponenten für das BIP in Q2 2019 sind noch nicht veröffentlicht (27. August). Deshalb sehen Sie hier nur unsere Quartalsprognosen für das Aggregat.

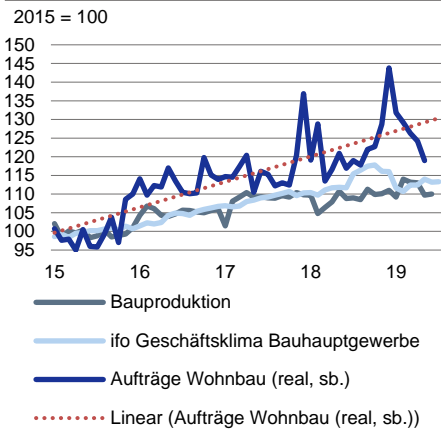
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research



## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

Bau: Saisonale Volatilität, aber Aufwärtstrend intakt

1



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Deutsche Exporte im Gleichschritt mit dem Welthandel

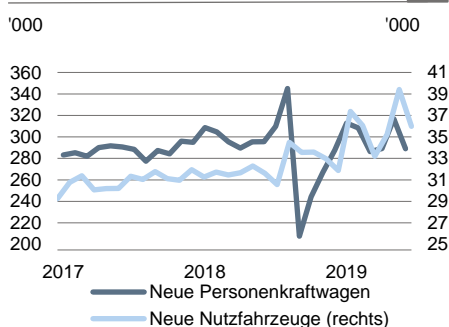
2



Quellen: Statistisches Bundesamt, CBP, Deutsche Bank Research

PkW-Neuzulassungen

3



Quelle: EZB

- Unseres Erachtens befindet sich die deutsche Wirtschaft in einer technischen Rezession: Wir erwarten für Q3 eine Kontraktion des BIP um ¼%. Außerdem haben wir unsere Prognose für 2019 auf 0,3% zurückgenommen.
- Da keine Hinweise auf eine Belebung in den kommenden Quartalen zu erkennen sind, haben wir die Prognose für 2020 auf 0,7% (bzw. 0,3% bereinigt um den deutlich positiven Arbeitstageeffekt) gesenkt.
- Bei diesen Abwärtskorrekturen könnten die zahlreichen Risiken, die in den vergangenen Quartalen zutage getreten sind, nicht hinreichend berücksichtigt sein. Angesichts des zunehmend prekären Zustands der Weltwirtschaft könnte eine grundlegendere Änderung des Szenarios erforderlich werden, wenn eines oder mehrere dieser Risiken eintreten. Dann würden Prognosekorrekturen um einige Zehntelprozentpunkte nicht mehr ausreichen.

Die deutsche Wirtschaft schrumpfte in Q2 wie erwartet um 0,1%. Der Konsens scheint inzwischen zunehmend von einer „technischen Rezession“ im Sommerhalbjahr auszugehen, zumal sich die Umfragen (ifo, Einkaufsmanagerindex, ZEW-Index) im Juli und August (ZEW) weiter verschlechtert haben. Den statistischen Ämtern zufolge wurde das Wachstum des deutschen BIP in Q2 vor allem durch den Außenbeitrag gedämpft. Die Binnennachfrage (privater und Staatskonsum, Investitionen in Maschinen und Ausrüstung) stabilisierte das Wachstum hingegen. Die Bauinvestitionen scheinen gesunken zu sein, was aber wohl eher als Gegenbewegung nach der witterungsbedingten Beschleunigung der Aktivität in Q1 anzusehen ist, denn als Anzeichen für ein baldiges Ende des Baubooms in Deutschland.

### Außenwirtschaftlicher Gegenwind hat sich verstärkt

Auch im zweiten Quartal setzte sich die Stagnation des Welthandels fort, und die Exportaufträge (globaler Einkaufsmanagerindex) notierten noch weiter unter dem Schwellenwert von 50 (Q2: 48,7). Der Außenbeitrag dürfte das Wachstum daher weiter dämpfen, was die inländischen Investitionen neben den zahlreichen vorhandenen Unsicherheiten zusätzlich belasten sollte. In H1 profitierten die Inlandsinvestitionen noch davon, dass die Käufe von Nutzfahrzeugen nach dem drei Quartale dauernden Rückgang im Jahr 2018 wieder anstiegen.

### Positive Beiträge vom Konsum und vom Bausektor

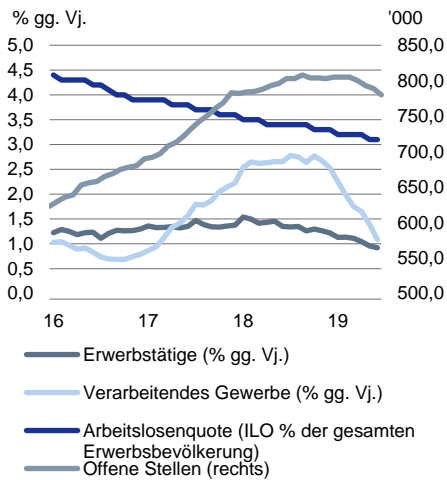
Der Konsum sollte robust bleiben. Selbst im Verarbeitenden Gewerbe, das derzeit zu kämpfen hat, lag der Beschäftigungszuwachs bis zur Jahresmitte mit 1,1% gg. Vj. noch über dem Durchschnitt für die Gesamtwirtschaft (0,9%). Die Zahl der freien Stellen ist seit April zwar gesunken, notierte aber mit 780.000 im Juli lediglich um 25.000 unter dem Allzeithöchststand. Das Lohnwachstum dürfte im Jahr 2019 bei gut 2 ½% und im Jahr 2020 bei etwa 2% verharren. Das Verbrauchervertrauen hat sich zwar seit dem Frühjahr eingetrübt (August: 9,7; Q1: 10,7), ist aber nach wie vor hoch. Der Index für die Einkommenserwartungen der Verbraucher liegt mit 50,8 lediglich um zwei Punkte unter dem Durchschnittswert für 2017/18. Insgesamt sind bisher kaum Anhaltspunkte dafür zu erkennen, dass sich die Verbraucher einschränken. Und der Bausektor sollte das Wachstum ebenfalls weiter stützen, zumal ein beträchtlicher und weiter ansteigender Nachfrageüberhang besteht. Sowohl beim Konsum als auch im Bausektor macht sich die expansive Fiskalpolitik bemerkbar. Die Sozialtransfers an



## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

### Arbeitsmarkt: Erste Schwächezeichen, aber noch immer solide

4



die privaten Haushalte stiegen in Q1 um 4,4% gg. Vj. an. Zum 1. Juli wurden die Renten für 21 Millionen Rentner um 3,18% (Westdeutschland) bzw. 3,91% (Ostdeutschland) angehoben. Das Volumen der öffentlichen Bauvorhaben, auf die rund 10% der gesamten Bauausgaben entfallen, ist in den vergangenen vier Quartalen real durchschnittlich um 6,8% gg. Vj. angestiegen.

### Technische Rezession zu erwarten

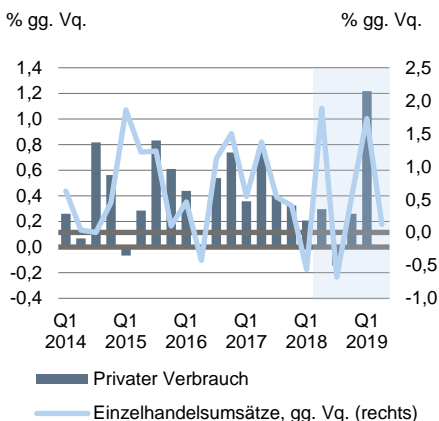
Dennoch dürfte sich die Rezession in der Industrie in Q3 voraussichtlich verschärfen. Dafür spricht der Trend der harten Daten, insbesondere die anhaltend schwachen Auftragseingänge (deren unerwarteter Anstieg um 2,5% im Juni vor allem auf höhere Großaufträge aus Ländern außerhalb der EU zurückzuführen ist) und der Produktionsrückgang um 1,5% im Juni. Das BIP dürfte daher in Q3 um ein weiteres ¼% sinken, sodass Deutschland in eine „technische Rezession“ geraten dürfte. Dieses Szenario hatten wir bereits im Februar erörtert.

### Wie geht es weiter?

Laut Bloomberg rechnet der Konsens weiterhin mit einem BIP-Wachstum von 0,2% gg. Vj. im Schlussquartal 2019. Allerdings könnte dies auch darauf zurückzuführen sein, dass die Prognosen mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung aktualisiert werden. Für 2020 erwartet der Konsens Quartalswachstumsraten von 0,3%, was sogar leicht über dem Trend läge. Angesichts der beträchtlichen Wachstumsverlangsamung in den vergangenen vier Quartalen drängt sich die Frage auf, was diese Erholung auslösen sollte. Ganz im Gegenteil verstärken sich derzeit mehrere negative Entwicklungen gegenseitig, die für eine Rezession typisch sind: Gewinnwarnungen, Ankündigungen von Stellenstreichungen und zunehmende Volatilität an den Finanzmärkten. Angesichts der Inversion der US-Renditestrukturkurve wird bereits über die Wahrscheinlichkeit einer US-Rezession diskutiert. In China, dem wichtigsten Exportmarkt für Deutschland, deuteten die geldpolitischen und realwirtschaftlichen Daten auf eine weitere Konjunkturabschwächung im Juli hin. Unsere Kollegen rechnen zwar mit einer Lockerung der Geldpolitik, gehen aber davon aus, dass diese Maßnahmen den Abwärtstrend lediglich verlangsamen und nicht umkehren können.

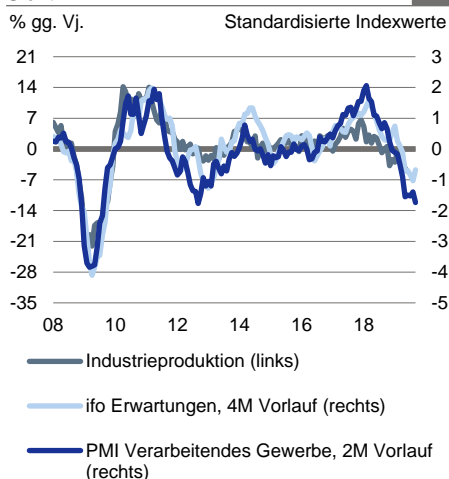
### Verbrauch & Einzelhandelsumsätze

5



### Deutsche Industrie - kein Aufschwung in Sicht!

6



### Nichtlineare Entwicklungen und verzerrte Wahrnehmungen

Diese einander verstärkenden negativen Entwicklungen verlaufen in hohem Maße nicht linear und sind eine wichtige Ursache dafür, dass Ökonomen dazu neigen, den Umfang von Rezessionen deutlich zu unterschätzen. Weil diese Nichtlinearitäten unberücksichtigt bleiben, entsteht bei den Ökonomen fälschlicherweise der Eindruck, sie verstünden die Entwicklung und hätten einen guten Überblick über die Situation. Möglicherweise ist dies der Grund dafür, dass die Analysten in jüngster Zeit relativ optimistisch wirkten.

### Beträchtliche Unsicherheiten in Bezug auf Annahmen ...

In der gegenwärtigen Situation könnte diese Tendenz zu optimistischen Annahmen sowie die Tendenz zur Fortschreibung des Status quo zu ungewöhnlich großen Prognosefehlern führen, wenn nämlich allzu günstige Annahmen für die politische Entwicklung getroffen werden. Potenzielle Risiken und damit Fehlerquellen sind insbesondere der Handelskonflikt zwischen den USA und China und der Brexit. Der Marktkonsens war im Hinblick auf beide Ereignisse offensichtlich viel zu optimistisch und hat die stetige Verschlechterung der Lage bei beiden Problemkreisen in den vergangenen Quartalen weitgehend ignoriert.



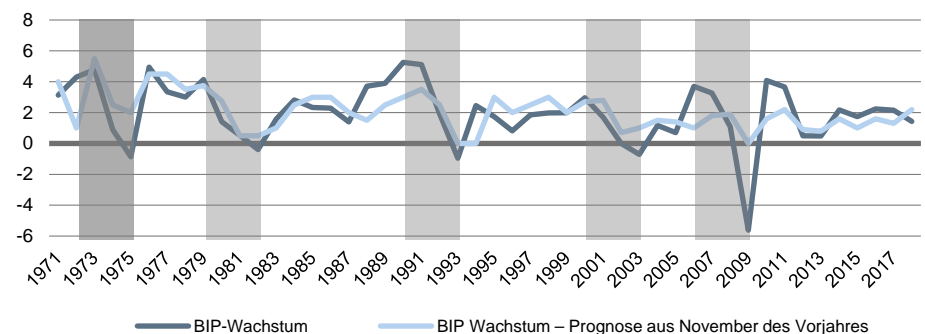
## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

Wichtige Akteure in diesen Feldern verhalten sich unberechenbar, weshalb die Analysten akzeptieren mussten, dass die Ereignisse im Grunde unvorhersehbar sind. Dies gilt nicht nur für die politischen Entwicklungen, sondern auch für die sich daraus ergebenden wirtschaftlichen Implikationen. Die Wirkungsrichtung ist wohl sicher: ein harter Brexit wäre schlecht für die Wirtschaft. Aber selbst die besten Schätzungen in Bezug auf den möglichen Umfang der Auswirkungen sind mit großer Vorsicht zu genießen, weil sie lediglich auf einer Teilanalyse basieren und wir keineswegs sicher sein können, dass sich die Struktur und die Koeffizienten solcher Modelle als stabil erweisen. Letztendlich ist es praktisch unmöglich, die Wahrscheinlichkeit des Eintritts verschiedener Ereignisse und ihrer Auswirkungen abzuschätzen. Wir haben es mit einem gewissen Grad an fundamentaler Unsicherheit zu tun. Darüber hinaus existiert noch eine lange Liste mit weiteren, potenziell problematischen Ereignissen; genannt seien hier nur eine Rezession in den USA, eine harte Landung in China und die Entwicklungen in Italien, Hongkong und Iran, die wohl die wichtigsten Themen sind.

Prognostiker unterschätzen systematisch die Rezessionstiefe

7

real, % gg. Vj.



Quellen: Weltbank, Sachverständigenrat

Keines dieser Ereignisse wird in den Basisszenarien der etablierten Prognostiker auftauchen, bevor sie unvermeidlich werden. Tendenziell schrecken Ökonomen davor zurück, solche extremen Entwicklungen anzunehmen. Ein Ausschluss durch entsprechende Prognoseannahmen ist allerdings in gewissem Sinne ebenfalls als extreme Annahme anzusehen. Damit wird nämlich die Wahrscheinlichkeit dieser Ereignisse auf unter 50% beziffert, was sich angesichts der Neigung, den Status quo fortzuschreiben, zwar nicht so riskant „anfühlt“, aber ebenso fragwürdig ist. In unserer BIP-Prognose für Deutschland für 2020, die wir auf lediglich 0,7% gesenkt haben (bzw. 0,3%, ohne den deutlich positiven Arbeitstageeffekt), gehen wir dementsprechend nicht davon aus, dass die USA ihre Zölle auf europäische Autoimporte anheben oder dass ein harter Brexit zu ernsthaften und lange anhaltenden Verwerfungen führt.

### ... können potenziell zu massiven Prognosefehlern führen

Fazit: Wir sollten den aktuellen Prognosen nicht zu sehr vertrauen, auch wenn sie angesichts der jüngsten, ungünstigen Trends etwas nach unten korrigiert werden. Die Wahrscheinlichkeit, dass es bei einer oder mehreren Schlüsselannahmen zu einem anderen (d.h. schlechteren) Verlauf als vermutet kommt, ist unseres Erachtens ungewöhnlich hoch. Und dann wird eine erneute Abwärtskorrektur um einige Zehntelprozentpunkte womöglich nicht ausreichen, weil sich die Gesamtsituation grundlegend verändert hat. Da die Geldpolitik zumindest in Europa und Japan ihre Mittel bereits weitgehend ausgeschöpft hat, wäre dann ein koordinierter fiskalpolitischer Impuls erforderlich, an dem sich Deutschland sicherlich beteiligen würde.

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



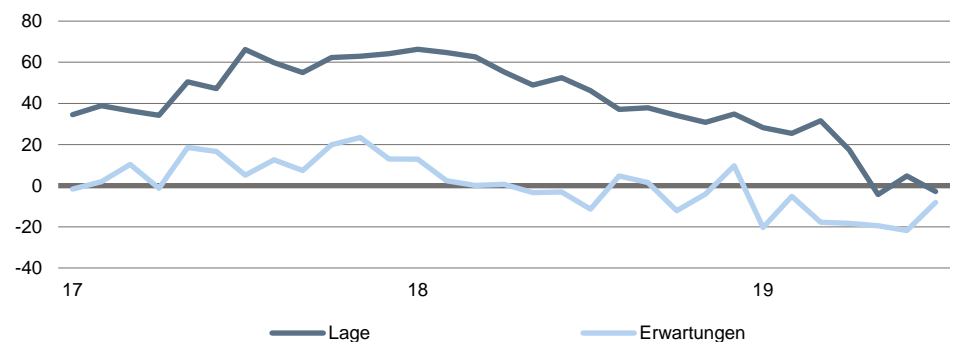
## Deutsche Automobilkonjunktur: Abschwung setzt sich fort

Die Automobilindustrie ist – gemessen am Umsatz – die größte deutsche Industriebranche. Ihre Entwicklung ist daher ausschlaggebend dafür, wann die deutsche Industrie die seit dem 3. Quartal 2018 anhaltende Rezession überwinden kann. Im 1. Halbjahr 2019 hat sich der Abwärtstrend bei der Produktion fortgesetzt, was auf die deutlich abgeschwächte globale Nachfrage zurückzuführen ist; weniger wichtig werden dagegen die Nachwehen der WLTP-Umstellung von H2 2018. Die Stimmungsindikatoren in der Branche haben sich in den letzten Monaten recht stetig verschlechtert. Die Auftragseingänge sanken am aktuellen Rand. Ein Rückschlag für die deutsche Automobilindustrie wäre es, wenn die USA, wie mehrfach angedroht, ihre Zölle auf Autoimporte aus der EU erhöhen würde. Eine Entscheidung hierzu steht vermutlich bis November an.

ifo Geschäftsklima

1

Automobilindustrie in Deutschland, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen (%)



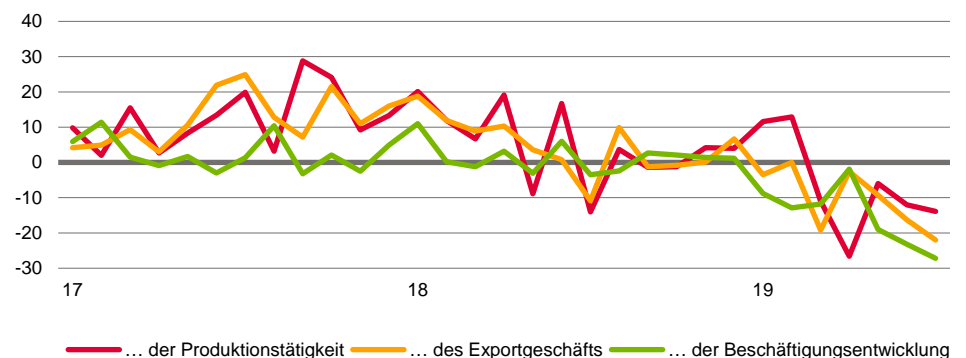
Quelle: ifo

**Grafik 1:** Trotz des Anstiegs am aktuellen Rand liegen die Geschäftserwartungen der deutschen Automobilindustrie seit Jahresbeginn im negativen Bereich. Hierfür ist u.a. die schwächere globale Autonachfrage maßgeblich. Zuletzt schätzten die Unternehmen auch ihre aktuelle Lage negativ ein. Der Auftragsbestand in der Branche liegt noch auf hohem Niveau, bei sinkender Tendenz.

ifo-Erwartungen hinsichtlich ...

2

Automobilindustrie in Deutschland, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen (%)



Quelle: ifo



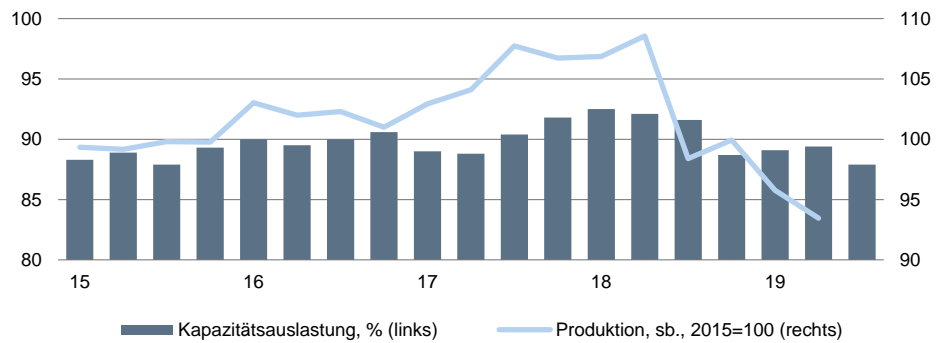
Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

**Grafik 2:** Die pessimistische Erwartungshaltung der Branche spiegelt sich auch in den Unterkomponenten des ifo-Konjunkturtests wider. Produktions- und Exporterwartungen gaben im Juli erneut nach, was mit der schwächeren Autokonjunktur und den handelspolitischen Irritationen (Brexit, drohende US-Zölle) zu erklären ist. Der erneute Rückgang der Beschäftigungserwartungen signalisiert, dass die Beschäftigung 2019 sinken dürfte.

Produktion und Kapazitätsauslastung

3

Automobilindustrie in Deutschland



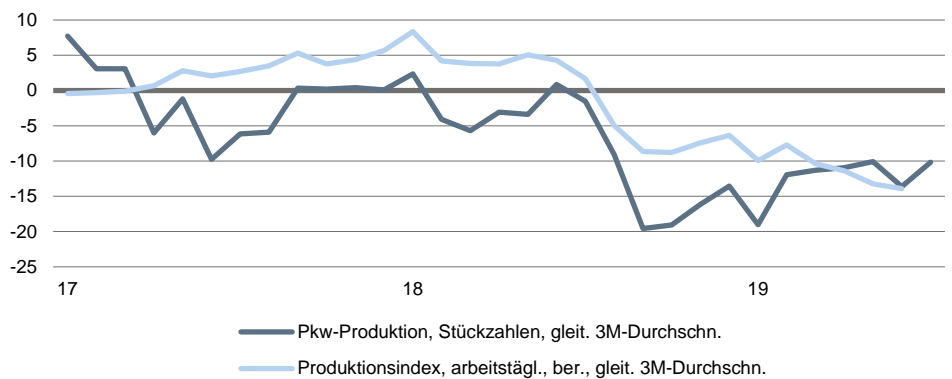
Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

**Grafik 3:** Die Kapazitätsauslastung in der deutschen Automobilindustrie lag Anfang des 3. Quartals 2019 deutlich unter dem Durchschnitt von 2018, aber noch immer über dem langjährigen Mittelwert. Der jüngste Rückgang der Kapazitätsauslastung deutet darauf hin, dass der Tiefpunkt bei der inländischen Produktion wohl noch nicht erreicht ist.

Automobilproduktion

4

Automobilindustrie in Deutschland, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, VDA

**Grafik 4:** Die stückzahlmäßige Pkw-Produktion in Deutschland lag in den ersten Monaten von 2019 deutlich unter dem entsprechenden Vorjahreswert. Im Juli war „nur“ ein Minus von 5% gg. Vj. zu verzeichnen, jedoch gab es einen Arbeitstag mehr als im Vorjahr. Das Minus fällt beim Produktionsindex, der auch qualitative Komponenten umfasst (z.B. bessere Ausstattung der Fahrzeuge), etwas weniger kräftig aus, trotz der jüngsten Abwärtsrevision der Daten (siehe Grafik 7). Der Produktionsindex sank im 3. Quartal um 2,4% gg. Vq. Im 2. Halbjahr 2019 dürften im Vorjahresvergleich wieder positive Wachstumsraten erzielt werden, weil die Vergleichsbasis im 2. Halbjahr 2018 durch den WLTP-Effekt nach unten gezogen wurde. Allerdings wird die inländische Produktion im Gesamtjahr deutlich schrumpfen.

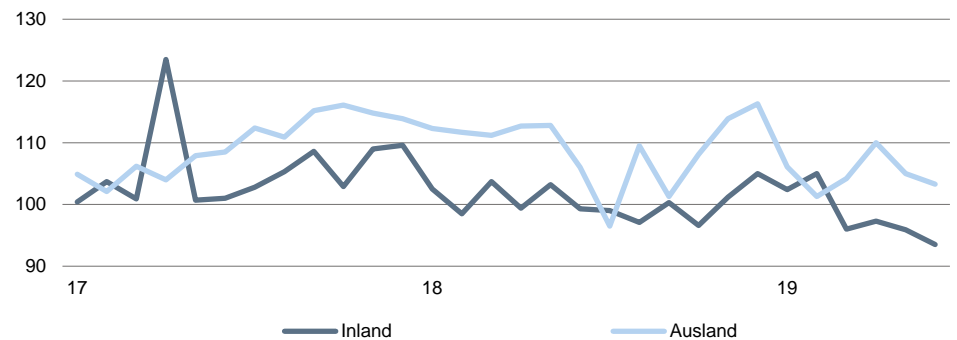


Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

Auftragsingang, sb.

5

Automobilindustrie in Deutschland, 2015=100



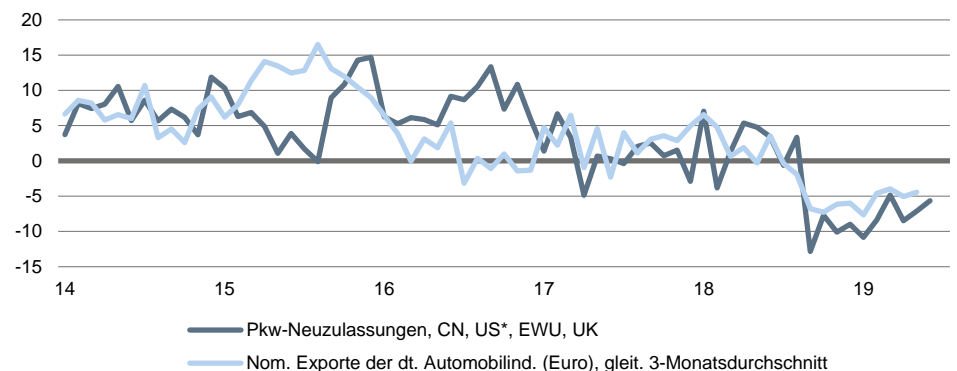
Quelle: Statistisches Bundesamt

**Grafik 5:** Sowohl die Auftragseingänge aus dem Inland als auch die Auslandsbestellungen nahmen im Juni gg. Vm. ab (-2,5% bzw. -1,6%). Insgesamt haben sich die Auftragseingänge in den letzten Monaten damit noch nicht stabilisiert. Die Pkw-Neuzulassungen tendierten in den ersten sieben Monaten von 2019 seitwärts auf hohem Niveau. Bei den Auslandsbestellungen ist vor dem 4. Quartal nicht mit einer höheren Dynamik zu rechnen.

Globale Autonachfrage und Exporte der deutschen Automobilindustrie

6

% gg. Vj.



\* Light vehicles

Quellen: ACEA, Bureau of Economic Analysis, China Automotive Information, Statistisches Bundesamt

**Grafik 6:** Die schwache Autonachfrage in wichtigen deutschen Exportmärkten zum Jahresende 2018 und den ersten Monaten von 2019 hatte rückläufige Ausfuhr der deutschen Automobilindustrie zur Folge. Die Exporte dürften im Gesamtjahr sinken.

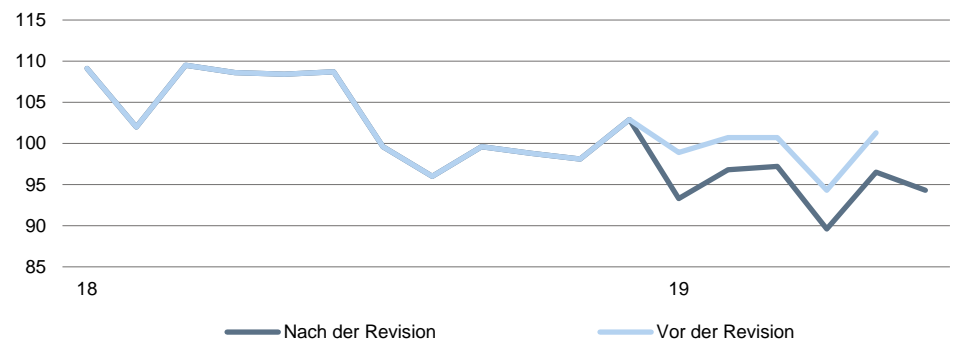


## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

Revision des Produktionsindex

7

Automobilindustrie in Deutschland, sb., 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

**Grafik 7:** Mit der jüngsten Veröffentlichung der Produktionsdaten für den Juni 2019 revidierte das Statistische Bundesamt die monatlichen Produktionszahlen seit Anfang 2019. Im Durchschnitt erfolgte eine Revision um 4,5%-Punkte pro Monat (!) nach unten. Damit verringert sich die Differenz zwischen dem Rückgang beim Produktionsindex und dem Minus bei der stückzahlmäßigen Produktion.

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



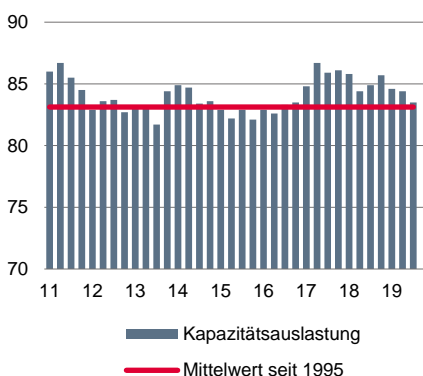
## Chemieindustrie: Ende des Wachstums in Deutschland

- Angesichts der anhaltenden geopolitischen Konflikte dürfte eine Stabilisierung der Chemiekonjunktur bis zum Jahresende ausbleiben. Wir rechnen damit, dass die Fertigung der Chemieindustrie im Gesamtjahr 2019 um 2,5% und 2020 (auch aufgrund eines Fertigungsunterhangs) um etwa 1% sinken wird (2018: -2,1%). Die Chemie bleibt damit hinter dem Verarbeitenden Gewerbe zurück.
- Die Chemieindustrie bekommt die schwache Weltkonjunktur aufgrund ihrer hohen internationalen Verflechtung unmittelbar zu spüren. Dazu trägt auch ihre Rolle als Vorleistungslieferant für viele nachgelagerte Industriezweige und Fertigungsketten im In- und Ausland bei.
- Zusätzlich zu der aktuellen zyklischen Schwäche kämpft die Chemieindustrie schon seit Anfang der Dekade mit strukturellen Problemen. So trifft die vielen mittelständischen Unternehmen z.B. die deutsche Energie- und Umweltpolitik besonders; für viele gelten keine EEG-Ausnahmeregelungen. Aufgrund des Zusammentreffens der konjunkturellen Eintrübungen mit den strukturellen Problemen entwickelt sich die Chemie seit 2011 spürbar schwächer als die anderen großen Industriebranchen.

Kapazitäten schlechter ausgelastet

1

Kapazitätsauslastung in der deutschen Chemieindustrie, %

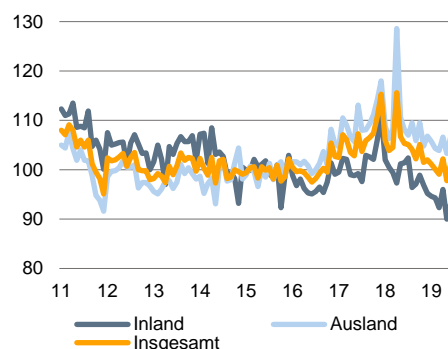


Quelle: ifo Institut

Deutsche Chemieindustrie verzeichnet zuletzt sinkende Auftragseingänge

2

Real, saisonbereinigt, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

2018 markiert für die Chemieindustrie das achte Jahr in Folge mit enttäuschenden Wachstumszahlen. Die deutsche Chemie musste nämlich trotz eines Produktionsüberhangs aus dem Jahr 2017 einen Fertigungsrückgang um preisbereinigt 2,1% hinnehmen. Das letzte Fertigungshoch lag 2018 bereits im Mai; seitdem war die Tendenz weiter abwärts gerichtet, und wir erwarten frühestens Ende 2019 eine Stabilisierung auf dem dann niedrigen Niveau. Dies reflektiert auch die Kapazitätsauslastung der Chemieunternehmen, die Anfang 2018 noch 85,9% erreichte, dann aber bis Anfang Juli 2019 auf 83,5% sank. Die Auslastung entspricht nur noch dem Mittelwert seit 1995.

Die gemessen an der Bruttowertschöpfung fünftgrößte deutsche Industriebranche, die Chemie, startete ins Jahr 2019 mit einem negativen Fertigungsüberhang von 2,8% aus dem Vorjahr. Die Auftragseingänge sanken im 1. Quartal 2019 gegenüber dem Schlussquartal 2018 um real 2,7%, stabilisierten sich aber im 2. Quartal (+0,2% gg. Vq.). Dagegen schrumpfte die Chemieproduktion im 2. Quartal um 1,3% gg. Vq. Der Auftragsbestand tendiert seit einigen Monaten nach unten.

Auffällig ist, dass die Chemie, die ein breites Produktsortiment verantwortet, 2018 nur in der Sparte Fein- und Spezialchemikalien ein leichtes Produktionsplus verzeichnen konnte. Dagegen fiel die Fertigung von Petro- und Konsumchemikalien, anorganischen Grundstoffen sowie Kunst- und Schaumstoffen.

Laut ifo Institut schätzen die Chemieunternehmer ihre Geschäftslage seit Anfang 2018 zunehmend pessimistischer ein und am aktuellen Rand Anfang Juli 2019 sogar leicht negativ. Die Geschäftserwartungen befinden sich seit November 2018 fast durchweg im negativen Bereich. In den letzten Monaten sind die Erwartungen gefallen. Überdies tendierten neben der Produktion auch die realen Umsätze nach unten. Nach unserer Einschätzung legen sowohl die Stimmungsindikatoren als auch Ordereingänge nahe, dass frühestens gegen Ende 2019 mit einer Stabilisierung der Chemieindustrie gerechnet werden kann. Das setzt voraus, dass die internationalen Handelskonflikte nicht eskalieren und der Brexit keine tiefen Bremsspuren für das Wachstum in Europa hinterlässt.

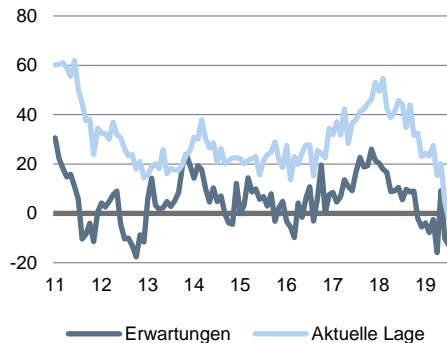


## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

### Stimmung spürbar verschlechtert

3

Chemieindustrie in Deutschland, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen

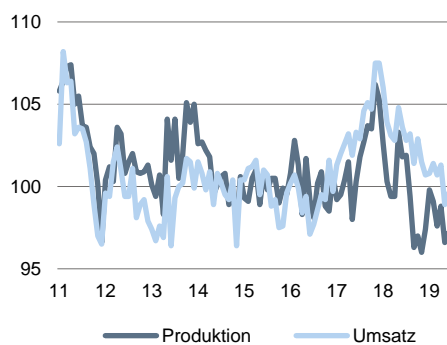


Quelle: ifo Institut

### Produktion und Umsatz in der deutschen Chemieindustrie rückläufig

4

Real, saisonbereinigt, 2015=100

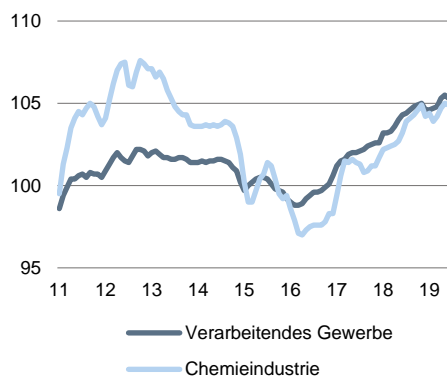


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Erzeugerpreise tendieren nach oben

5

Erzeugerpreise in Deutschland, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Wohl keine Sondereffekte durch Niedrigwasser im Jahr 2019

Für die chemische Industrie ist der Rhein die mit Abstand wichtigste deutsche Binnenwasserstraße. 2018 zwang das Niedrigwasser über sechs Wochen viele Chemiebetriebe entlang des Rheins und seiner Seitenflüsse zur Drosselung der Fertigung. Die am Rhein nicht mögliche Produktion fand dann teilweise an anderen Chemiestandorten im In- und Ausland statt. Auf die Binnenschifffahrt entfallen gut 10% der gesamten Beförderungsmenge chemischer Erzeugnisse. Wegen des nahenden Endes des Hochsommers dürfte Niedrigwasser für die chemische Industrie 2019 wohl keine Sonderbelastungen mehr bringen. Der vom VCI, weiteren Verbänden sowie dem Wirtschaftsministerium im Juli 2019 erarbeitete 8-Punkte-Plan gegen Niedrigwasser im Rhein verspricht für die Zukunft strukturelle Verbesserungen rund um Vorhersage, Infrastruktur, Transport und Logistik.

Für die schwache Chemiekonjunktur sind gleich mehrere Einflussfaktoren verantwortlich. Die stotternde Weltkonjunktur bekommt die exportorientierte Chemie (Exportquote 61%; also höher als im Durchschnitt aller Industriebranchen: 50%) mehrfach zu spüren. Der anhaltende Handelskonflikt zwischen den USA (Exportanteil der deutschen Chemie: 6%) und China (Exportanteil: 5%) dämpft die internationalen Handelsströme sowie die Investitionsneigung. Der wichtigste Absatzmarkt, Europa (Exportanteil: 68%), bereitet immer neue Sorgen. Derzeit krankt das Europageschäft aufgrund vielfältiger Spannungen und Verunsicherungen, die sich im Umfeld von Brexit und politischer Probleme in Italien ergeben. Dem Inlandsgeschäft kommt allenfalls die nach wie vor günstige Entwicklung der Bauwirtschaft zugute. Die klassischen Industriekunden wie der Fahrzeugbau fertigen aktuell dagegen weniger und bedürfen daher auch weniger Chemiezulieferungen.

### Wettbewerb in Grundstoffchemie steigt international

In Deutschland dominiert immer noch die Großchemie mit ihren Grundstoffsparten gegenüber der eher mittelständisch geprägten Spezialchemie. Die 2019 niedrigeren Preise des für die Petrochemie wichtigsten Basisrohstoffs, Erdöl, sorgen zwar für eine gewisse Kostenentlastung. Die Ölpreisentwicklung dämpft allerdings auch die Preise für Naphtha, den wichtigen Chemierohstoff. Und da Primärchemikalien mittlerweile in Monatskontrakten gehandelt werden, müssen die Chemieunternehmen ihre gesunkenen Beschaffungskosten relativ schnell an ihre Kunden weitergeben.

Überdies bestehen strukturelle Nachteile gegenüber US-Produzenten, wo Öl nicht nur weniger kostet, sondern auch weniger stark besteuert wird. Hinzu kommt, dass der Wettbewerb in diesem Segment steigt, da auch Ölländer wie Saudi-Arabien und Russland in die Petrochemie investieren. Die Bedeutung der Petrochemie in Deutschland dürfte zudem aufgrund der ehrgeizigen deutschen Energiepolitik weiter sinken. Zusatzrisiken bergen künftige klimapolitische Weichenstellungen.

### Energiewende fordert Chemie – Chemie fordert Energiewende

Die Chemie steht am Anfang vieler Wertschöpfungsketten in Deutschland und zählt zu den energieintensiven Industrien. Gleichwohl tragen strukturelle Faktoren dazu bei, dass ein nennenswerter Vorlauf der Chemieproduktion in Deutschland im Vergleich zum gesamten Verarbeitenden Gewerbe statistisch nicht (mehr) messbar ist. Zu diesen strukturellen Faktoren zählt die seit einigen Jahren zu beobachtende Investitionszurückhaltung in Deutschland.

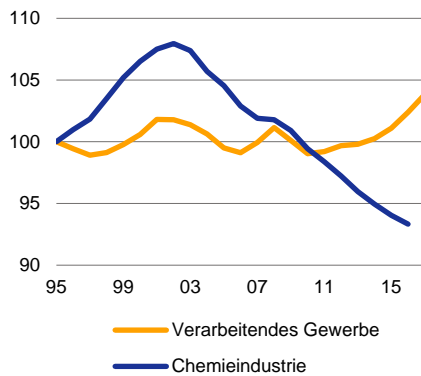


## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

Reales Nettoanlagevermögen sinkt in der Chemieindustrie spürbar

6

Reales Nettoanlagevermögen in Deutschland, 1995=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

So erfordert insbesondere die Herstellung von Grundchemikalien einen hohen Energieeinsatz. Trotz verschiedener Ausnahmeregelungen (z.B. im Rahmen des EEG) wird die Branche durch die deutsche Energiepolitik belastet; unsicher ist zudem, wie lange die Politik diese Ausnahmen noch gewähren wird. Die angestrebte Transformation der Stromerzeugung hin zu den Erneuerbaren birgt zusätzliche Herausforderungen auch für die Chemie. Viele chemische Produktionsanlagen laufen rund um die Uhr. Dafür ist eine stabile Grundlastversorgung unabdingbar. Kostengünstige Speichertechnologien im großindustriellen Maßstab, mit denen die Erneuerbaren grundlastfähig gemacht werden könnten, sind jedoch nicht in Sicht. Zudem ist der Auf- und Ausbau der Leitungsnetze zu forcieren, damit der Strom auch dort ankommt, wo er unverzichtbar ist.

Schaffen es Politik und Gesellschaft nicht, die für die Chemie erforderliche Energieinfrastruktur mit international wettbewerbsfähigen Elektrizitätspreisen und langfristig planbaren energiepolitischen Rahmenbedingungen herzustellen, drohen seitens der Chemieunternehmen Investitionszurückhaltung und Abwanderung in kostengünstigere Länder. In den letzten Jahren hat die deutsche Chemie bereits Milliarden Euro in Regionen außerhalb Europas investiert, nicht zuletzt in den USA. Zugleich sinkt der reale Kapitalstock der Chemieindustrie in Deutschland seit Jahren, was ein Grund für die anhaltende Produktionsschwäche in der Branche ist. Ändern sich die Rahmenbedingungen nicht grundlegend, dürfte sich dieser Trend fortsetzen, was letztlich ein Ende des Wachstums der Chemieindustrie in Deutschland bedeutete.

Josef Auer (+49 69 910-31878, josef.auer@db.com)



Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

Hauspreise vs. Baukosten

1



Quellen: VDP, Hypoport, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Hauspreise und Mieten steigen weiter kräftig

- Kein Ende des Booms in Sicht. Im ersten Halbjahr 2019 legten Hauspreise bundesweit lt. Hypoport und dem Verband der Pfandbriefbanken (VDP) um 7% gegenüber Vorjahr zu.
- Insbesondere in den Metropolen steigen Mieten und Preise weiter an. Die Mietrenditen fallen, bleiben aber gegenüber Bundesanleihen sehr attraktiv.
- Deutliche Unterschiede zwischen Metropolen: Berlin ist auf der Überholspur. Düsseldorf weist verhaltene Entwicklung bei Bestandsobjekten auf.

### Bundesweit legten Hauspreise um 7% im ersten Halbjahr gegenüber Vorjahr zu

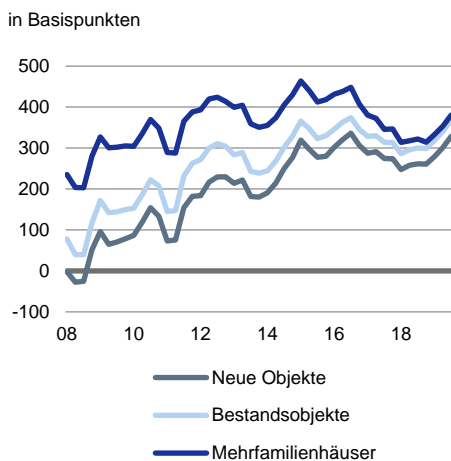
Die Preisanstiege im ersten Halbjahr 2019 zeigen, nach teilweise auch fallenden Preisen im Winterhalbjahr, gegenüber dem ersten Halbjahr 2018 keine Verlangsamung auf. Laut Hypoport legten die Preise im ersten Halbjahr 2019 um fast 7% zu. Auch die Preisindizes des VDP messen eine ähnliche Entwicklung. Entsprechend halten wir an unserer Jahresprognose von +7,4% für das Jahr 2019 insgesamt fest. Die Investitionsneigung dürfte trotz dieses abermaligen kräftigen Preisanstiegs gering bleiben. So drohen aufgrund der immer komplexeren Vorschriften und wohl auch des großen Fachkräftemangels höhere Baukosten. Diese wiesen im zweiten Quartal 2019 mit 4,3% ggü. Vorjahr bereits den kräftigsten Kostenanstieg im gesamten Zyklus, also seit dem Jahr 2009, auf.

### Auch in den Metropolen legen Preise und Mieten weiter zu

Laut bulwiengesa stiegen in allen Metropolen die Wohnungspreise und Mieten sowohl für neue als auch Bestandsobjekte im ersten Halbjahr 2019 an. Im Durchschnitt über alle Metropolen legten die Wohnungspreise im Bestand und auch neue Objekte um rund 9% in Q2 2019 gegenüber dem Vorjahresquartal zu. Die Mieten stiegen wie über den gesamten Zyklus deutlich langsamer mit nur rund 3 ¾%. Anfängliche Mietrenditen definiert über das Verhältnis von Mieten zu Preisen (ohne Transaktionskosten, ohne Kreditaufnahme und ohne steuerliche Aspekte) liegen im Durchschnitt über alle Metropolen bei rund 3%. Für neue Objekte leicht darunter, für Bestandsobjekte und Mehrfamilienhäuser bei fast 3 ½%. Gegenüber Bundesanleihen bleiben Investitionen in Steine und Beton sehr attraktiv.

Mietrenditen: Spreads gegenüber Bunds

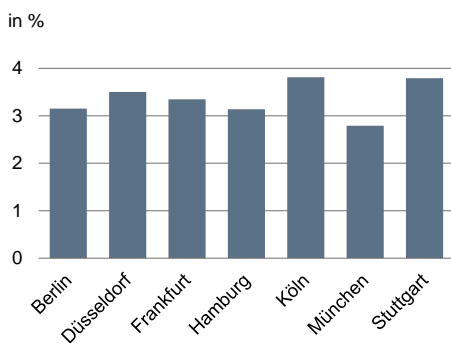
2



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research, riwis

Mietrenditen: Wohnungen, Bestand

3



Quellen: Deutsche Bank Research, riwis

### In Metropolen hohe Divergenz bei Mietrenditen

Laut bulwiengesa differieren die Mietrenditen stark. So sind die anfänglichen Mietrenditen für Mehrfamilienhäuser in München auf 2,6% gefallen, in Köln können dagegen immer noch 4% erzielt werden. Anfängliche Mietrenditen für Bestandswohnungen liegen zwischen 2,8% und 3,8%, am geringsten ist die Schwankungsbreite für neue Objekte. Hier werden anfängliche Mietrenditen zwischen 2,7% und 3,2% erzielt. München weist stets die niedrigste Mietrendite auf. Höhere Mietrenditen liegen typischerweise in Düsseldorf und Köln vor.

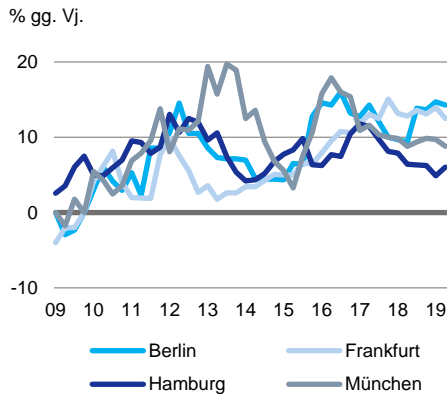
### Berlin: Wohnungspreise im Bestand +14% ggü. Vorjahr

In einigen Metropolen waren kräftige Anstiege zu verzeichnen, teilweise manifestiert sich aber auch eine deutliche Wachstumsverlangsamung. Berlin ist dabei, trotz des politischen Aktionismus, weiter auf der Überholspur. Wohnungspreise im Bestand sprangen um 14% und für neue Objekte um fast 12% in Q2



## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

Wohnungspreise im Bestand in wichtigen Metropolen **4**



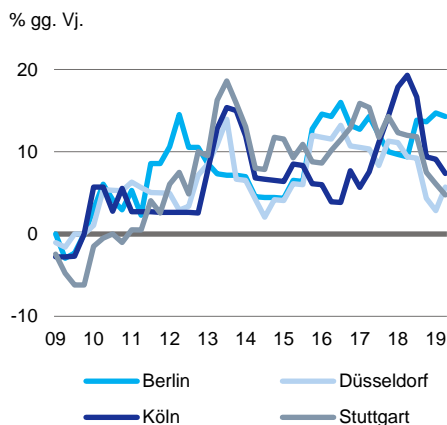
Quellen: riwis, Deutsche Bank Research

2019 gegenüber dem Vorjahresquartal nach oben. Die Preise für Bestandsobjekte sind in Berlin nun rund 10% teurer als in Düsseldorf und Köln. Mieten für neue Objekte legten im gleichen Zeitraum um mehr als 9% zu. Die Mietentwicklung für Bestandsobjekte war mit 4% im Vergleich zu den anderen Metropolen mit 3,8% nur etwas überdurchschnittlich.

### Frankfurt: Wohnungspreise mit zweistelligen Zuwachsraten

In Frankfurt sind Wohnungspreise im Bestand und neue Objekte mit rund 12% in Q2 2019 gegenüber Vorjahr gewachsen. Bei den Preisen scheint es also weiterhin einen Brexit-Effekt zu geben, welcher aufgrund der jüngsten Ankündigungen der britischen Regierung wohl auch in den kommenden Monaten bestehen bleibt. Die Mieten können mit der Preisdynamik nicht mithalten und wachsen im Bestand mit 4,5%, was etwas kräftiger ist als im Durchschnitt über alle Metropolen. Die Neuvermietungsrenten wachsen mit 2 ½% nur etwas über der Inflationsrate.

Wohnungspreise im Bestand in wichtigen Metropolen **5**



Quellen: riwis, Deutsche Bank Research

### Düsseldorf: Mieten stagnieren nahezu

Besonders langsam wuchsen die Mieten in Düsseldorf. Dort war sowohl für Bestandsmieten als auch neue Mietverträge lediglich ein Plus von weniger als 1% in Q2 2019 ggü. dem Vorjahr zu verzeichnen. Die Preise sind dagegen im Bestand mit fast 6% und für neue Objekte um mehr als 11% gestiegen. Der kräftige Preisanstieg für neue Wohnungen ist wohl auch qualitätsgetrieben.

### Ausblick: Kein Revisionsbedarf bei den bundesweiten Preisprognosen

Die jüngsten Entwicklungen im Wohnimmobilienmarkt stehen im Einklang mit unseren im Jahresausblick publizierten Preisprognosen. Entsprechend besteht kein Revisionsbedarf.

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

## Deutschland Wohnimmobilienmarkt

Wohnimmobilienpreise (126 Städte)\*

Preise und Mieten (126 Städte) ...  
... für Bestandsimmobilien

Einfamilienhaus

Reihenhaus

Eigentumswohnung

Wiedervermietung

Renditen

... für neue Immobilien

Eigentumswohnung

Reihenhaus

Neuvermietung

Renditen

Daten- quelle	Prognose- quelle	Einheit	2016	2017	2018	2019
bg	DB	% gg. Vj.	8,7	9,3	8,6	7,4
bg	DB	% gg. Vj.	5,2	5,3	7,3	5,0
bg	DB	% gg. Vj.	6,7	6,5	8,5	7,0
bg	DB	% gg. Vj.	10,4	10,7	9,1	8,0
bg	DB	% gg. Vj.	5,5	6,9	3,3	3,3
bg	DB	%	4,5	4,4	4,1	4,0
bg	DB	% gg. Vj.	8,5	10,0	7,7	7,0
bg	DB	% gg. Vj.	8,0	7,9	9,4	7,0
bg	DB	% gg. Vj.	5,6	6,0	5,0	4,5
bg	DB	%	3,6	3,4	3,4	3,3

\*insgesamt, nach Bundesbank Wägungsschema  
Abkürzungen: bg = bulwiengesa, DB = Deutsche Bank

Quellen: bulwiengesa, Deutsche Bank Research

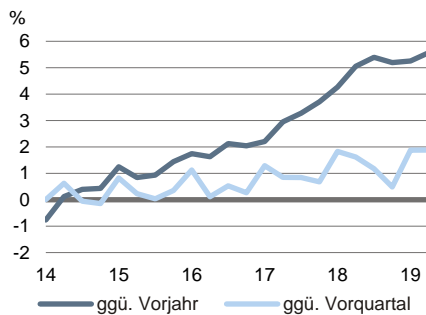


Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

## Unternehmensfinanzierung in Deutschland in Q2 2019: Robustes Wachstum, aber starker Anstieg der kurzfristigen Kredite

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute

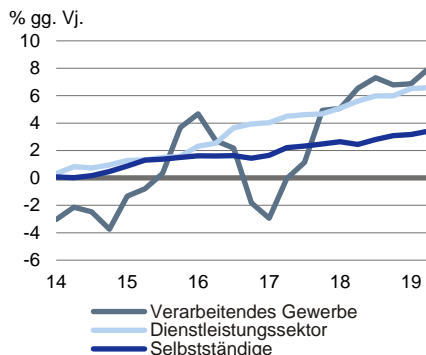
Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Das Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland ist im zweiten Quartal 2019 weiter schwungvoll gewachsen. Das ausstehende Kreditvolumen stieg um EUR 25,5 Mrd. gegenüber dem Vorquartal und lag damit 5,6% höher als vor einem Jahr. Dies ist der kräftigste Aufschwung seit dem Jahr 2000, der zudem von einer breiten Branchenbasis getragen wird. So stieg das Kreditvolumen mit dem Verarbeitenden Gewerbe ebenso stark an (um EUR 5,9 Mrd.) wie mit dem Dienstleistungssektor (um EUR 15,6 Mrd.).

Unter den einzelnen Branchen stachen vor allem die Kernbranche Maschinenbau/Auto (EUR +2,6 Mrd.), Chemie (EUR +1,5 Mrd.) sowie Bau (EUR +2,1 Mrd.) und Versorger (EUR +1,7 Mrd.) hervor. Im Dienstleistungssektor legten Wohnungsunternehmen (EUR +4,5 Mrd.) und Gewerbeimmobilien (EUR +1,8 Mrd.) weiter deutlich zu, wenn auch etwas weniger kräftig als vor einem Jahr. Einen der größten Zuwächse seit Einführung des Euro verzeichneten Telekom/Beratung/Werbung (EUR +3,4 Mrd.) sowie Gesundheit (EUR +1 Mrd.). Lediglich der Handel vermeldete ein – saisonal bedingtes – Minus (EUR -0,5 Mrd.).

... nach Branche

2



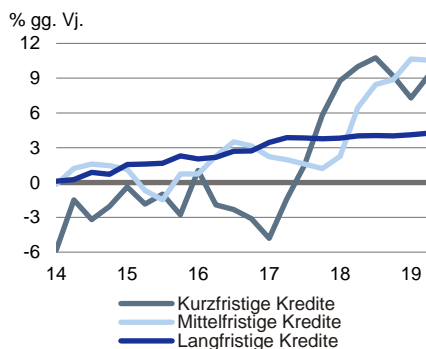
Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Rezession in der Industrie bedingt kräftigen Schub bei kurzfristigen Ausleihungen

Zwar ist das Kreditwachstum in Q2 insgesamt sehr ordentlich ausgefallen. Gleichwohl werden die Unternehmen angesichts der tiefer werdenden Brems Spuren, die handelspolitische Spannungen und die Unsicherheit wegen des Brexit in der Wirtschaft hinterlassen, wohl vorsichtiger. So verzeichneten die kurzfristigen Ausleihungen mit Laufzeiten von weniger als einem Jahr einen kräftigen Schub (EUR +8,2 Mrd.) und legten im Vorjahresvergleich um über 9% zu. Ein vergleichbar kräftiges Wachstum stand in einem zweiten Quartal zuletzt vor zwei Jahrzehnten zu Buche. Am deutlichsten fiel der Anstieg in den bei konjunkturellen Schwankungen (und einer drohenden Erhöhung der Zölle) besonders anfälligen Branchen aus. Neben Maschinenbau/Auto waren dies die Chemie, aber auch die Versorger. Dies deutet darauf hin, dass manche Unternehmen bereits mit einem sinkenden Cashflow zu kämpfen haben, was sie durch eine höhere Kreditaufnahme zu kompensieren versuchen. Zumindest teilweise spiegelt sich also die Zweiteilung in der Realwirtschaft zwischen i) dem in der Rezession befindlichen exportabhängigen Verarbeitenden Gewerbe und ii) dem stärker auf den heimischen Markt ausgerichteten Dienstleistungssektor, der sich dem Abwärtssog bisher entziehen konnte, auch in den Kreditstatistiken wider. Gleichwohl beschleunigte sich auch bei den langfristigen Ausleihungen mit Laufzeiten von über fünf Jahren das Wachstum – wenn auch nur moderat – auf 4,3% gegenüber Vorjahr.

... nach Fristigkeit\*

3



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

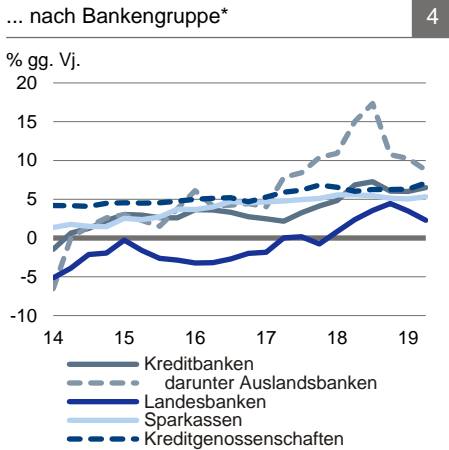
Weitgehend stabil blieb in Q2 das Wachstumstempo der großen Bankengruppen, wobei die Auslandsbanken (+9% ggü. Vj.) und die Genossenschaftsbanken (+7%) die höchsten Zuwachsraten verzeichneten. Im Mittelfeld lagen die inländischen Kreditbanken, Sparkassen und öffentlichen Förderbanken (mit jeweils 5%). Allein die Landesbanken hinkten hinterher (+2%). Insgesamt hat die Kreditvergabe nach Bankengruppen zuletzt deutlich konvergiert. Im Verlauf der vergangenen Quartale haben die inländischen Kreditbanken und Förderbanken kräftig an Boden gewonnen, während sich das Wachstum bei den Auslandsbanken, die im vergangenen Herbst noch Zuwachsraten von 17% ggü. Vj. vermeldeten, erheblich abschwächte.



Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

Unternehmen müssen negative Einlagenzinsen zahlen, profitieren aber von rekordtiefen Kreditzinsen

Bei den Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen lag das Plus unverändert bei 2% ggü. Vj. (EUR +7,2 Mrd. ggü. Vq.). Einem Zufluss bei Sichteinlagen stand auch in Q2 wieder ein Abfluss bei Termineinlagen gegenüber. Das Wachstum der Einlagen fällt damit bereits seit einem Jahr deutlich weniger dynamisch aus als das der Kredite, was auch den negativen Einlagenzinsen geschuldet ist. Im Juni lagen diese im Schnitt bei -3 Bp. für Sichteinlagen und -7 Bp. für Termineinlagen. Gleichzeitig tendierten die Kreditzinsen in Q2 weiter nach unten und erreichten teilweise neue Tiefstände. Banken verlangten nur noch 1,4% p.a. für Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen mit einer Zinsbindung von über fünf Jahren und 1,9% für Kredite an Personengesellschaften und Selbstständige. In dieser Hinsicht zumindest scheinen die von der EZB gesetzten Anreize zur Kreditausweitung seitens der Unternehmen also zu wirken. Angesichts der sich abkühlenden (oder vielleicht schon in einer Rezession steckenden) Wirtschaft und der massiven politischen Risiken erscheint es jedoch fraglich, ob sich dieser Trend noch lange fortsetzen kann – ein langsames Kreditwachstum mit Unternehmen in Deutschland zeichnet sich ab.



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)

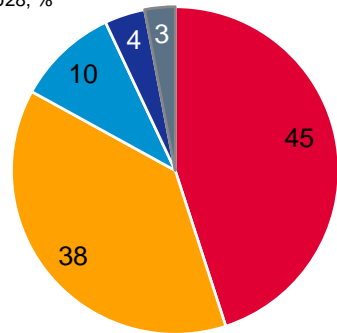


Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

## Digitalpolitik: KI, Big Data und die Zukunft der Demokratie

1 „Fake News“ und Demokratie

EU28, %



■ Ja, definitiv ■ Ja, teilweise  
■ Nein, nicht wirklich ■ Nein, sicher nicht  
■ Weiß nicht

Umfrage: "Ist nach Ihrer Meinung die Existenz von Nachrichten oder Information, welche die Realität ungenau darstellen oder sogar falsch sind, ein Problem für die Demokratie im Allgemeinen?" (EU28, %)

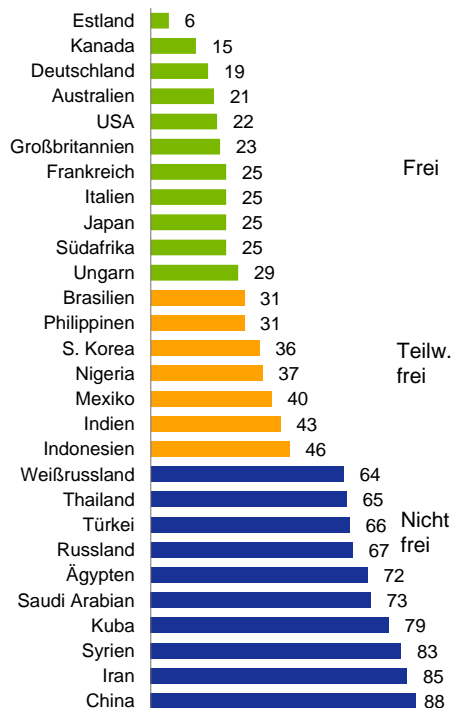
Quelle: Flash Eurobarometer 464 (April 2018)

Für Milliarden von Menschen hat die digitale Transformation enorme Vorteile und Annehmlichkeiten gebracht. Allerdings lassen sich die wirtschaftlichen und politischen Implikationen wohl erst im Rückblick vollständig erfassen. Dies gilt gleichermaßen für politische Verantwortungsträger wie für die Marktteilnehmer. Für demokratische Institutionen und Prozesse ergeben sich daraus beträchtliche Herausforderungen für die Beurteilung der Chancen und Risiken der neuen Technologien.

Liberaler Gesellschaftsmodelle können sich digitale Technologien ebenso zunutze machen wie autoritäre; einerseits können Regierungen besser zur Rechenschaft gezogen werden, andererseits wird gegebenenfalls der Repression der Weg geebnet. Digitale Technologie hat einen beispiellosen Informationszugang und Austausch ermöglicht. Sie hat aber auch die Verbreitung von Fehlinformationen und Propaganda sowie das Entstehen von Echokammern verstärkt – und hat so möglicherweise zu einem wachsenden Populismus und zur Polarisierung demokratischer Gesellschaften beigetragen. Rund um die Welt profitieren Nutzer von kostenlosen Dienstleistungen in der Datenwirtschaft. Angesichts der zugrundeliegenden Geschäftsmodelle und Konzentration von Einfluss und Vermögen sind jedoch drängende Fragen in Bezug auf den Schutz der Privatsphäre, das Eigentum an Daten und gezielte Manipulation aufgetaucht – nicht allein für wirtschaftliche, sondern auch für politische Zwecke.

2 Freiheit im Netz, globaler Vergleich

Freiheit im Netz Index (2018)



Quelle: Freedom House

Autoritäre Staaten haben rasch gelernt, wie sie Überwachungstechnologie, künstliche Intelligenz und Massendaten zu ihrem Vorteil nutzen können, sowohl im Dienste der Kontrolle im Inland als auch, um demokratische Gesellschaften im Ausland zu unterminieren. Für Demokratien, deren Zusammenhalt auf Teilhabe und Zustimmung ihrer mündigen Bürger beruht, stellt dies eine ganz neue Herausforderung dar. Wie sie damit umgehen, wird sich entscheidend darauf auswirken, wie sie im intensiver werdenden Wettbewerb der politischen Systeme bestehen. Die Regierungen müssen regulatorische Vorgaben, Wettbewerbsvorschriften und die Aufsichtsmöglichkeiten so überarbeiten, dass sie den neuen Anforderungen der globalen, digitalen Wirtschaft gerecht werden. Die Unternehmen ihrerseits müssen sicherstellen, dass ihre Geschäftsmodelle und Produkte im Einklang mit den in der Verfassung garantierten Rechten der Nutzer und mit der Integrität demokratischer Institutionen und Prozesse stehen. Und die Bürger müssen digitale Kompetenzen erwerben, um die Algorithmen und das Design hinter ihren Apps und Geräten sowie die zugrundeliegenden Mechanismen der Datenwirtschaft besser zu verstehen.

Demokratien müssen einen fundierten Dialog darüber führen, wer die Eigentümer von Daten und Technologie sein sollen, wie die Vorteile von KI und Automatisierung verteilt werden sollen, wie verhindert werden kann, dass die zunehmende ungleiche Verteilung von Vermögen und Einfluss zur Destabilisierung ihrer eigenen Grundlagen führt. Wettbewerbsfähigkeit auf wichtigen technologischen Gebieten spielt eine entscheidende Rolle, um wirtschaftliche Prosperität und öffentliche Unterstützung für die demokratische Ordnung sicherzustellen.

Die EU spielt in der Auseinandersetzung mit den Herausforderungen der digitalen Transformation für die Bürger und die gesamte Gesellschaft eine Vorreiterrolle. Weltweit setzt sie Maßstäbe bei der Bekämpfung von Desinformation und der Festlegung von rechtlichen und ethischen Standards für den Datenschutz und die KI-Entwicklung. (Dies ist ein auszugsweiser Vorabdruck.)

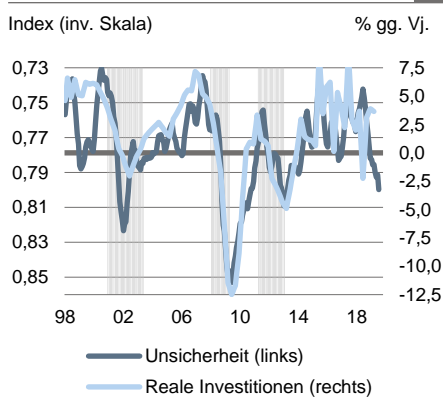
Kevin Körner (+49 69 910-31718, kevin.koerner@db.com)



## EZB: Eine neue Reaktionsfunktion und eine weitere geldpolitische Lockerung

Mit seiner Rede in Sintra am 18. Juni hat Mario Draghi die expansive Tendenz unterstrichen, die in der Juni-Pressekonferenz zu erkennen war, und bei der Sitzung am 25. Juli hat er den Rat dazu gebracht, einen wichtigen Schritt hin zur Umsetzung dieser Botschaft zu unternehmen. Dabei wurde insbesondere die Verpflichtung auf das Ziel der Preisstabilität hervorgehoben, indem man auf die „Symmetrie des Inflationsziels“ hinwies. Neben dieser Weiterentwicklung der Reaktionsfunktion wurden jedoch noch weitere Elemente kommuniziert. Der Rat hielt sich ausdrücklich alle Optionen offen und beauftragte die zuständigen Ausschüsse damit, Möglichkeiten für weitere geldpolitische Lockerungen in Form von Zinsentscheidungen, Ausgleichsmaßnahmen, Ankäufen von Vermögenswerten und einer Stärkung der Forward Guidance zu prüfen. Es spricht also einiges dafür, dass die Geldpolitik im September wie erwartet gelockert wird. Wir haben unser Basisszenario in Bezug auf die in den kommenden Monaten zu erwartenden Ankündigungen der EZB leicht aktualisiert. Nach wie vor rechnen wir mit einer Senkung des Einlagenzinssatzes um 10 Bp. und der Einführung von Staffelzinsen (sog. „Tiering“) im September sowie einem weiteren Zinsschritt (ebenfalls 10 Bp.) im Dezember. Neue Nettoankäufe von Vermögenswerten hielten wir zwar für möglich, hatten einen solchen Schritt aber nicht in unser Basisszenario aufgenommen; wir waren davon ausgegangen, dass die EZB zuvor erst ihre Forward Guidance ändern werde. Da der jüngste geldpolitische Beschluss jedoch ein breites Spektrum abdeckt (was für Draghis Überzeugungskraft spricht) und von den Einkaufsmanagerindizes (PMI) und ifo-Indizes zuletzt besorgniserregende Signale für den Export ausgingen (worauf die EZB sehr sensibel reagiert), gehen wir jetzt in unserem Basisszenario für September von neuen Nettoankäufen von Vermögenswerten aus. Wir rechnen mit einem monatlichen Volumen von EUR 30 Mrd. und einer Dauer von mindestens 9–12 Monaten, wobei zu gleichen Teilen Anleihen von staatlichen und privaten Emittenten gekauft werden dürften. Ob es zu einer Neuauflage der QE kommt, ist nach wie vor nicht sicher. Bei überraschend positiven Daten und Entwicklungen könnte die EZB auf dieses Element des Lockerungspakets vorerst verzichten.

Anhaltende wirtschaftliche Unsicherheit erschwert Erholung im Euroraum **1**



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

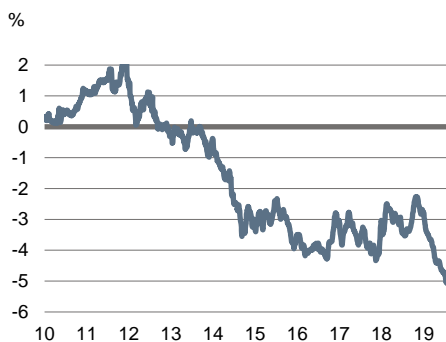
### Weitere geldpolitische Lockerung

Es war ungewöhnlich, dass die EZB bereits ein sehr detailliertes Pressestatement vorbereitet hatte, während in der Vergangenheit oftmals Details in der Frage-und-Antwort-Runde bekannt wurden. Die EZB formulierte nicht nur – wie erwartet – wieder eine Zinssenkungstendenz, sondern änderte auch ihre Forward Guidance, insbesondere im Hinblick auf das Inflationsziel, und bereitete ganz klar den Boden für weitere politische Schritte im September (zusätzlich zur Zinssenkung).

Wie wir bereits an anderer Stelle erläutert haben, scheint die EZB (oder zumindest Mario Draghi und Philip Lane) inzwischen die Formulierung des Inflationsziels („unter, aber nahe 2%“) als Teil des Problems anzusehen. An die Stelle der bisherigen, umständlichen Formulierung trat daher der schlichte Begriff „Ziel“. Und das war noch nicht alles.

Im Vorfeld der EZB-Sitzung hatten wir damit gerechnet, dass der Rat seine „absolute Verpflichtung“ (Lane sprach in seiner ersten Rede von „absolute commitment“) zur Preisstabilität im Rahmen der Forward Guidance unterstreichen werde. Wahrscheinlich müsste die geldpolitische Strategie offiziell überarbeitet werden, um das Inflationsziel zu ändern (z.B. auf einen klaren Zielwert von 2% mit einem symmetrischen Korridor von 1% zu beiden Seiten). In unserem Ausblick auf die jüngste Sitzung hatten wir argumentiert, dass die Forward

„Schatten-Zins“ (implizite Leitzinsen) signalisiert historisch lockere Geldpolitik **2**



Quelle: Deutsche Bank Research



## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

Guidance nichtsdestotrotz im Sinne einer größeren Symmetrie in der Reaktionsfunktion der EZB und einer stärkeren Flexibilität innerhalb des aktuellen Regimes angepasst werden könne. Dann könnte die Wirtschaft so lange „heiß laufen“, wie die Inflationserwartungen am Zielwert verankert bleiben.

Noch gibt es keine neue Forward Guidance – aber sie rückt näher. Der Rat hat die „Ausschüsse des Eurosystems mit der Überprüfung von Optionen beauftragt, darunter Möglichkeiten zur Stärkung unserer Forward Guidance zu den Leitzinsen“. Die EZB schätzt es, dass die Forward Guidance als automatischer Stabilisator für die finanziellen Bedingungen fungiert. Philip Lane ging in seiner Antrittsrede darauf ein. Die EZB könnte diesen automatischen Stabilisatoreffekt verstärken, indem sie ein symmetrisches Inflationsziel und/oder ein flexibles Inflationsmandat rund um ein durchschnittliches Inflationsziel in die Forward Guidance einbaut. So könnte die EZB z.B. zusagen, dass sie Gelder aus fälligen Anleihen vollständig reinvestieren wird, bis sich die Inflation – die seit der Krise dauerhaft unter dem Zielwert liegt – wieder in hinreichendem Maße beschleunigt hat. Dadurch würde der Zeitraum zwischen der ersten Zinsanhebung und einer ersten Verringerung der Reinvestitionsvolumina verlängert.

Die Aussagen zu Forward Guidance, Symmetrie und Verpflichtung auf das Inflationsziel im geldpolitischen Beschluss sind nicht zu unterschätzen. Sie signalisieren, dass sich die EZB faktisch auf eine neue Reaktionsfunktion zubewegt. Sie ist bereit, über eine gewisse Zeit hinweg höhere Inflationsraten auszusitzen. Das war noch nicht alles. Darüber hinaus wurden die Ausschüsse mit der Überprüfung von Optionen zu „Ausgleichsmaßnahmen wie die Entwicklung eines gestaffelten Systems bei der Verzinsung der Reserveguthaben und Optionen hinsichtlich des Umfangs und der Zusammensetzung möglicher neuer Nettoankäufe von Vermögenswerten“ beauftragt. In der Fragerunde entstand der Eindruck, als sollten eine Senkung des Einlagensatzes und die Einführung eines Staffelzinssatzes Hand in Hand gehen. Allerdings sollen die Ausgleichsmaßnahmen wohl insofern nur teilweise erfolgen, als die Banken lediglich in begrenztem Umfang vor den Kosten von Negativzinsen geschützt werden. Der Verweis auf die „Zusammensetzung“ der neuen Nettoankäufe von Vermögenswerten ist bereits an anderer Stelle erfolgt. Man sollte diese Formulierungen nicht überbewerten; allerdings deuten sie darauf hin, dass verschiedene Vermögenswerte von öffentlichen und privaten Emittenten in Frage kommen.



## Ein gewisses Zögern bei der Pressekonferenz

Draghi bekräftigte auf der Pressekonferenz die expansiven geldpolitischen Maßnahmen. In der Fragerunde wurden aber auch Grenzen der und noch fehlende Bausteine für eine geldpolitische Lockerung deutlich. (1) Die im geldpolitischen Beschluss erwähnten Optionen wurden im Rat nicht einstimmig unterstützt. (2) Bisher sind keine Einzelheiten bekannt und es gibt nicht einmal Hinweise, alles



## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

---

liegt bei den internen Ausschüssen. Draghi sagte, im September solle erst einmal eine Diskussion stattfinden, woraus sich ergibt, dass eine Entscheidung gegebenenfalls erst später erfolgt. (3) Die Formulierung „unter, aber nahe 2%“ fehlte im geldpolitischen Beschluss, aber nicht in den einleitenden Bemerkungen. Die Änderung der Reaktionsfunktion ist als Evolution und nicht als Revolution zu verstehen, und Draghi legte sich nicht auf eine Überprüfung der geldpolitischen Strategie fest, um die Symmetrie rund um das Inflationsziel zu verstärken. (4) Es gab überhaupt keine Diskussion über eine Lockerung bereits in dieser Sitzung. (5) Auf die Frage nach Einzelheiten zur Diskussion im Rat sagte Draghi, es sei darum gegangen, ob ein Gesamtpaket geschnürt werden solle und wie die ersten Maßnahmen aussehen sollten. Oder anders ausgedrückt: Es ist noch nicht sicher, dass tatsächlich ein Paket verabschiedet wird. Möglicherweise erfolgt die politische Reaktion in mehreren Schritten und nicht im Block.

### Fazit und Ausblick

Draghi hat die geldpolitische Diskussion im Euroraum in der Zeit zwischen der EZB-Pressekonferenz am 6. Juni und seiner taubenhaften Rede in Sintra am 18. Juni auf einen anderen Weg gelenkt. Dadurch kam die Frage auf, ob er dem Konsens im Rat vorgegriffen habe und ob es am 25. Juli zu einer Kurskorrektur kommen würde. Nach der geldpolitischen Entscheidung lautet die Antwort ganz klar Nein. Es entspricht klar der Stoßrichtung der Rede von Sintra, den Rat zu einer klareren Aussage in Bezug auf die Symmetrie rund um das Inflationsziel zu veranlassen und die Ausschüsse mit der Prüfung verschiedener Optionen zu beauftragen. Die Geldpolitik wird sicherlich gelockert, und es liegen mehrere Optionen auf dem Tisch. Wie stark die Lockerung tatsächlich ausfällt und welche Maßnahmen ergriffen werden, ist jedoch noch nicht klar. Insofern hat Draghi nach Sintra erst die Hälfte geliefert. Er hat nun noch vier Wochen Zeit, um den Rat von seiner Position zu überzeugen und ein hinreichend umfangreiches Paket zu schnüren.

Wir haben unser Basisszenario in Bezug auf die zu erwartenden Ankündigungen der EZB in den kommenden Monaten leicht aktualisiert. Nach wie vor rechnen wir mit einer Senkung des Einlagenzinssatzes um 10 Bp. und der Einführung von Staffelnzinsen im September sowie einem weiteren Zinsschritt (ebenfalls 10 Bp.) im Dezember. Neue Nettoankäufe von Vermögenswerten hielten wir zwar für möglich, hatten einen solchen Schritt aber nicht in unser Basisszenario aufgenommen; wir waren davon ausgegangen, dass die EZB davor erst ihre Forward Guidance ändern werde. Da der jüngste geldpolitische Beschluss jedoch ein breites Spektrum abdeckt (was für Draghis Überzeugungskraft spricht) und da von den Einkaufsmanagerindizes (PMI) und Ifo-Indizes zuletzt besorgniserregende Signale für den Export ausgingen (worauf die EZB sehr sensibel reagiert), gehen wir jetzt in unserem Basisszenario für September von neuen Nettoankäufen von Vermögenswerten aus. Wir rechnen mit einem monatlichen Volumen von EUR 30 Mrd. und einer Dauer von mindestens 9–12 Monaten (d.h. einer QE mit offenem Ende), wobei zu gleichen Teilen Anleihen von staatlichen und privaten Emittenten gekauft werden dürften. Ob es zu einer Neuauflage der QE kommt, ist nach wie vor nicht sicher. Die Daten und Entwicklungen müssten überraschend positiv ausfallen, damit es nicht dazu kommt.

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

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



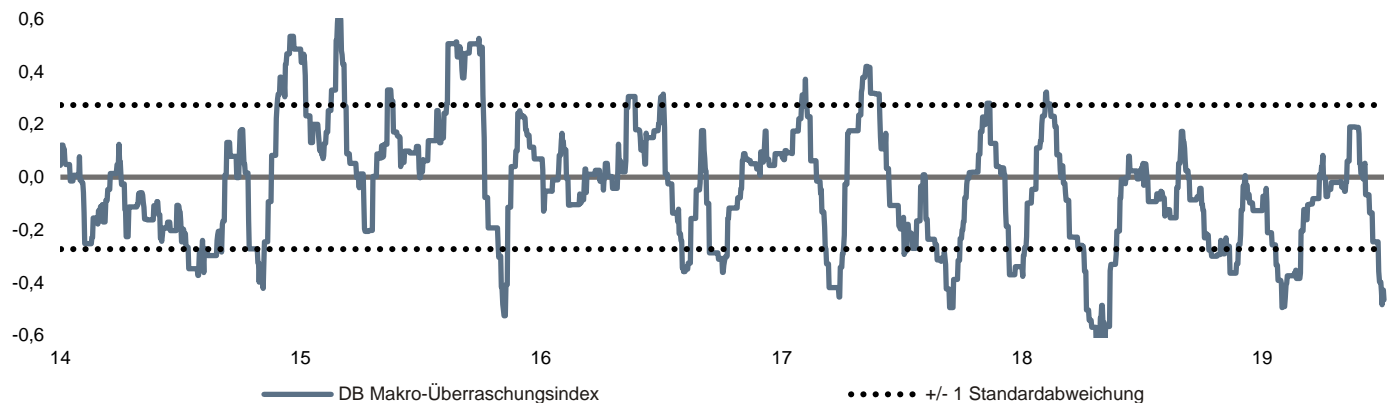
## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

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

#### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen



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

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

#### Letzte 20 veröffentlichte deutsche Konjunkturdaten

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	5 2019	08.07.2019	20,6	17,0	3,6	0,0	0,9
GRBTEXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	5 2019	08.07.2019	1,3	0,9	0,4	0,2	0,6
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	6 2019	11.07.2019	1,6	1,6	0,0	0,2	0,4
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	7 2019	16.07.2019	-1,1	5,0	-6,1	-1,0	0,1
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	7 2019	16.07.2019	-24,5	-22,0	-2,5	-0,3	0,4
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	6 2019	26.07.2019	-2,0	-1,3	-0,7	-0,2	0,2
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	6 2019	31.07.2019	3,5	0,5	3,0	2,6	1,0
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	7 2019	31.07.2019	1,0	2,0	1,0	-0,2	0,4
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	7 2019	01.08.2019	43,2	43,1	0,1	0,1	0,6
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	7 2019	05.08.2019	54,5	55,4	-0,9	-1,0	0,1
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	6 2019	06.08.2019	2,5	0,5	2,0	0,9	0,8
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	6 2019	07.08.2019	-1,5	-0,5	-1,0	-0,8	0,2
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	6 2019	09.08.2019	20,6	21,7	-1,1	-0,6	0,2
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	6 2019	09.08.2019	16,8	19,5	-2,7	-1,2	0,1
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	6 2019	09.08.2019	0,5	0,3	0,2	0,1	0,5
GRBTEXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	6 2019	09.08.2019	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	0,5
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	8 2019	13.08.2019	-13,5	-6,3	-7,2	-1,2	0,1
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	8 2019	13.08.2019	-44,1	-28,0	-16,1	-2,0	0,0
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	7 2019	13.08.2019	1,7	1,7	0,0	0,2	0,4
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	6 2019	14.08.2019	-0,1	-0,1	0,0	-0,3	0,3

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

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



## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
22.08.2019	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juli	43,0	43,2
22.08.2019	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juli	53,0	54,5
26.08.2019	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juli	95,0	95,7
27.08.2019	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Details	Q2 2019	0,4	0,0
29.08.2019	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Juli	1,7	1,7
29.08.2019	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juli	5,0	5,0
30.08.2019	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Juni	0,5	3,1
05.09.2019	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Juni	-0,5	2,5
06.09.2019	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Mai	0,7	-2,5
09.09.2019	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Mai	17,0	18,1
09.09.2019	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	-0,3	-0,1
09.09.2019	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	0,8	0,5

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

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



## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

Deutschland: Datenmonitor

	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Mrz 2019	Apr 2019	Mai 2019	Jun 2019	Jul 2019	Aug 2019
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	103,4	102,2	99,4	98,3		99,8	99,2	98,2	97,5	95,7	
ifo Geschäftserwartungen	100,0	98,4	94,9	94,8		95,5	95,1	95,3	94,0	92,2	
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	104,6	101,6	97,9	95,1		96,9	95,4	95,6	94,2	91,5	
Produktion (% gg. Vp.)	-1,4	-1,2	-0,7	-1,8		0,6	-2,2	0,8	-1,8		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,1	0,4	-4,2	-1,0		0,5	0,5	-2,0	2,5		
Grad der Kapazitätsauslastung	87,8	87,1	86,3	85,3	83,9						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	0,5	0,1	3,9	0,4		-0,5	-1,6	-2,2	3,3		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	1,2	10,1	-2,0			-2,2	-1,7	-4,2			
ifo Bauhauptgewerbe	116,4	116,6	111,6	113,2		112,4	112,4	114,0	113,2	113,3	
<b>Konsumentennachfrage</b>											
<b>EC Konsumentenbefragung</b>											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,4	0,4	-0,2	-1,7		-0,1	-0,7	-1,4	-3,1	-2,9	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-0,6	0,6	1,7	0,3		0,2	-0,3	-1,2	3,1		
	1,2	-8,1	0,2	0,9		-0,5	-1,1	9,1	-4,7	4,7	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-2,4	0,9	-5,2	1,3		4,4	1,4	-3,9	5,0		
Exporte (% gg. Vp.)	-0,2	0,9	0,7	-1,8		1,5	-3,2	1,3	-0,1		
Importe (% gg. Vp.)	2,3	-0,1	0,6	-1,1		0,5	-1,0	-0,3	0,5		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	52,7	56,1	56,7	53,8		19,7	17,0	18,7	18,1		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	5,1	5,0	5,0	5,0		4,9	4,9	5,0	5,0	5,0	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-40,3	-45,3	-31,0	19,0		-7,0	-11,0	61,0	0,0	0,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,3	1,2	1,1	0,9		1,1	1,0	0,9	0,9		
ifo Beschäftigungsbarometer	104,8	104,2	102,4	100,6		101,5	101,5	100,3	100,0	99,6	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	2,2	2,2	1,6	1,6		1,4	2,1	1,3	1,5	1,1	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,4	1,4	1,5	1,5		1,0	2,0	0,9	1,5	0,9	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-0,5	-0,3	1,5	0,2		3,7	4,1	-3,4	0,1	10,0	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	75,1	68,0	63,1	69,0		66,1	71,2	71,2	64,3	63,9	58,8
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	34,2	34,3	31,7	33,8		30,4	32,7	35,4	33,4	34,0	
EC Unternehmensumfrage	15,8	17,6	14,4	7,1		11,4	6,7	8,4	6,2	2,6	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	3,3	2,8	3,8								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	3,5	2,9	3,2								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,0	2,0	2,9								
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	4,1	4,5	5,1	4,8		5,1	5,5	4,7	4,8		
Trend von M3*						4,5	5,0	5,1	5,0		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	4,3	3,9	4,1	4,6		4,1	4,1	4,4	4,6		
Kredite an öffentliche Haushalte	-2,7	-6,3	14,1	5,6		14,1	6,2	6,3	5,6		

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

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



## Nur eine „technische Rezession“? Die Risiken sind entscheidend!

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	2,125	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	0,00	1,25	1,50	0,26	2,00
Sep 19	1,875	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	0,00	1,50	1,50	0,25	2,00
Dez 19	1,625	-0,10	0,00	0,75	-0,50	-0,25	0,00	1,50	1,50	0,25	2,00
Mrz 20	1,625	-0,10	0,00	0,75	0,00	-0,50	0,00	1,50	1,50	0,25	2,00

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	2,12	0,05	-0,40	0,77
Sep 19	2,00	0,05	-0,36	0,79
Dez 19	1,90	0,05	-0,36	0,85
Mrz 20	1,75	0,05	-0,36	0,85

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	1,53	-0,23	-0,72	0,41
Sep 19	2,05	-0,10	-0,35	1,03
Dez 19	2,15	-0,10	-0,30	1,12
Mrz 20	2,20	-0,10	-0,23	1,13

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,11	106,15	0,92	1,21	1,08	10,72	7,46	10,01	4,35	326,20	25,88
Sep 19	1,10	107,50	0,93	1,18	1,14	10,70		9,65	4,35	323,00	25,65
Dez 19	1,13	105,00	0,93	1,22	1,15	10,80	7,46	9,60	4,35	325,00	25,60
Mrz 20	1,16	103,75	0,93	1,25	1,16	10,73		9,55	4,40	320,00	25,50

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

© Copyright 2019. 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