



Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

4. November 2019

Autoren

Eric Heymann
+49 69 910-31730
eric.heymann@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 69 910-31790
stefan-b.schneider@db.com

Editor

Stefan Schneider

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

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosen	2
Deutsche Exporte: Erholung frühestens im Frühjahr 2020	3
Kräftiges Wachstum bei Hypothekenkrediten erhöht Hauspreise und makroprudenzielle Risiken	6
Deutscher Arbeitsmarkt: Nachlassender Beschäftigungsaufbau	9
Deutsche Automobilkonjunktur: Gemischte Signale, aber die Talsohle rückt näher	12
EZB-Pressekonferenz: Kontinuität	16
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland	20
Datenkalender	21
Finanzmarktprognosen	22
Datenmonitor	23

Deutsche Exporte: Erholung frühestens im Frühjahr 2020. Zuletzt haben sich deutsche Exporte und der Welthandel weitgehend parallel entwickelt und stagnieren jeweils im Vorjahresvergleich. Der Frühindikator der Bundesbank für die globale Industrieproduktion hat gegenüber den deutschen Exporten einen Vorlauf von 4 bis 5 Monaten. Dass dieser Indikator zuletzt gesunken ist, spricht gegen eine Belebung der deutschen Exporte vor dem Ende des ersten Quartals 2020 – auch wenn in jüngster Zeit Anzeichen für eine Stabilisierung der Auslandsaufträge zu erkennen waren.

Kräftiges Wachstum bei Hypothekenkrediten erhöht Hauspreise und makroprudenzielle Risiken. Rasantes Hypothekenzinswachstum dürfte die Hauspreise weiter ankurbeln. Die jüngste Kreditwelle wirkt wie ein Brandbeschleuniger, weshalb die makroprudenziellen Risiken steigen dürften. Dies gilt insbesondere für die Hypothekenzinsen, die wahrscheinlich für eine lange Zeit relativ niedrig bleiben werden. Es gibt zudem Indizien für eine steigende Risikobereitschaft der Kreditgeber und Kreditnehmer.

Deutscher Arbeitsmarkt: Nachlassender Beschäftigungsaufbau. Trotz der Konjunkturschwäche hält sich der deutsche Arbeitsmarkt gut. Mit Ausnahme von Zeitarbeitsfirmen stieg die Beschäftigung im Jahresvergleich bis zuletzt weiter an, insbesondere im Dienstleistungssektor. Die Zahl der Menschen, die in Kurzarbeit sind, wächst, aber nur allmählich. Wir gehen davon aus, dass sich das Beschäftigungswachstum weiter verlangsamen wird und die Zahl der Arbeitslosen in den kommenden Monaten moderat ansteigt.

Deutsche Automobilkonjunktur: Gemischte Signale, aber die Talsohle rückt näher. Die Geschäftserwartungen und Inlandsaufträge in der deutschen Automobilindustrie sind zuletzt gestiegen. Der Auftragsbestand nimmt seit Mitte 2019 wieder leicht zu. Allerdings gingen die Kapazitätsauslastung sowie die Auslandsaufträge erneut zurück. Wir erwarten, dass sich die globale Autonachfrage 2020 erholen und damit die deutsche Automobilindustrie stützen wird.

EZB-Pressekonferenz: Kontinuität. Zum Abschied setzte Draghi unterschwellig – aber nachdrücklich – auf Kontinuität. Die Wahrung der Preisstabilität bleibt das oberste Ziel der EZB, unabhängig davon, wer an ihrer Spitze steht. Hinsichtlich einer Neuausrichtung der Geldpolitik scheint seine Nachfolgerin Christine Lagarde vorerst nicht unter Zugzwang zu stehen. Denn, so Draghi, an den Märkten herrsche Klarheit, welche Geldpolitik die EZB verfolgt. Daher habe Lagarde viel Zeit, um sich ein eigenes Bild zu machen. Aufgrund dieser Aussagen gehen wir nicht länger davon aus, dass die EZB den Einlagenzinssatz im Dezember erneut um 10 Bp. reduziert. Vorausgesetzt es treten keine Risiken ein, dürften weitere Zinssenkungen erst einmal vom Tisch sein.



Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

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	0,8	1,8	1,2	1,2	3,1	2,3	2,0	-0,5	-0,9	-1,0
Deutschland	1,5	0,3	0,7	1,7	1,5	1,3	7,3	6,5	6,1	1,9	1,0	0,4
Frankreich	1,7	1,3	1,1	2,1	1,3	1,4	-0,7	-0,3	-0,2	-2,5	-3,2	-2,4
Italien	0,7	0,1	0,6	1,2	0,7	0,8	2,6	2,5	2,3	-2,2	-2,0	-2,2
Spanien	2,4	2,1	1,5	1,7	0,8	0,9	1,9	0,6	0,5	-2,5	-2,2	-2,2
Niederlande	2,6	1,8	1,6	1,6	2,8	1,9	10,8	9,9	9,7	1,5	0,7	0,2
Belgien	1,5	1,1	0,8	2,3	1,3	1,4	-1,0	-0,5	0,0	-0,7	-1,4	-1,8
Österreich	2,3	1,5	1,2	2,1	1,4	1,5	2,3	2,1	2,1	0,2	0,3	0,3
Finnland	1,7	1,2	0,9	1,2	1,2	1,2	-1,4	-1,5	-1,0	-0,8	-0,6	-1,1
Griechenland	1,9	1,4	1,5	0,8	0,3	0,3	-2,8	-2,0	-1,5	1,0	1,1	1,0
Portugal	2,4	1,8	1,3	1,2	0,3	0,5	0,4	-0,8	-1,1	-0,4	-0,4	-0,2
Irland	8,3	5,3	2,5	0,7	0,8	0,7	10,6	8,5	8,0	0,1	0,7	0,0
Großbritannien	1,4	1,2	1,3	2,5	1,9	1,9	-4,3	-3,8	-3,7	-1,9	-2,3	-2,4
Dänemark	1,5	1,8	1,6	0,7	0,9	1,2	7,1	6,6	6,4	-0,3	0,4	-0,1
Norwegen	1,6	2,4	1,9	2,8	2,3	1,8	7,2	7,0	6,5	8,1	7,5	7,2
Schweden	2,4	1,4	1,3	2,0	1,7	1,7	1,7	4,0	3,8	1,7	0,6	0,4
Schweiz	2,8	0,9	1,6	0,9	0,6	0,7	10,5	10,1	10,0	0,8	1,1	1,1
Tschech. Rep.	2,9	2,5	2,4	2,1	2,9	2,2	0,3	0,4	0,2	1,1	0,3	0,1
Ungarn	5,1	4,7	3,2	2,9	3,3	3,2	-0,5	-0,7	-0,4	-2,3	-1,7	-1,6
Polen	5,1	4,3	3,7	1,7	2,3	2,7	-1,0	-0,8	-0,8	-0,3	-1,4	-1,5
USA	2,9	2,2	1,5	2,4	1,7	1,9	-2,4	-3,0	-3,5	-3,8	-4,5	-4,6
Japan	0,8	0,8	-0,2	1,0	0,6	0,6	3,5	3,5	4,1	-2,3	-2,2	-2,2
China	6,6	6,2	5,9	2,1	2,9	3,6	0,4	1,5	1,1	-4,2	-4,5	-5,0
Welt	3,8	3,1	3,2	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				2018				2019P				2020P			
	Q1	Q2	Q3P	Q4P	Q1	Q2	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	2,5	1,5	0,3	0,7	0,4	-0,1	-0,5	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Privater Konsum	1,3	1,3	1,3	0,8	0,8	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Staatsausgaben	2,4	1,4	1,8	1,2	0,8	0,5	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	2,5	3,5	2,9	2,0	1,6	-0,1	0,1	0,2	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5
Ausrüstungen	4,0	4,4	1,8	0,4	1,4	0,6	-0,6	-0,7	0,3	0,0	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0	0,3
Bau	0,7	2,5	3,8	3,4	2,5	-1,0	0,4	1,0	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Lager, %-Punkte	0,5	0,3	-0,4	-0,3	-0,6	-0,1	-0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exporte	4,9	2,1	0,5	0,6	1,8	-1,3	-0,7	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Importe	5,2	3,6	2,4	1,8	0,9	-0,3	0,2	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Nettoexport, %-Punkte	0,3	-0,4	-0,8	-0,5	0,2	-0,1	-0,4	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Konsumentenpreise*	1,5	1,7	1,5	1,3												
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,2	5,0	5,2												
Industrieproduktion**	2,9	1,1	-4,0	0,5												
Budgetsaldo, % BIP	1,2	1,9	1,0	0,4												
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	65,3	61,9	59,1	57,1												
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,1	7,3	6,9	6,4												
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	261,9	245	238	227												

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

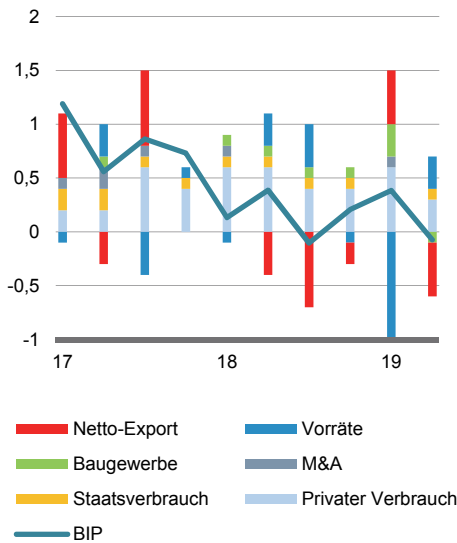
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research



Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

1 Netto Export: Wachstumsbeitrag

% gg. Vq, pp, real, sb.



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank

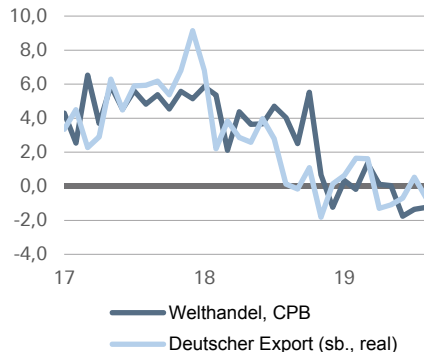
Deutsche Exporte: Erholung frühestens im Frühjahr 2020

- Die deutschen Exporte gingen bereits vor der allgemeinen Verlangsamung des Welthandels zurück. Zuletzt allerdings haben sich beide Datenreihen weitgehend parallel entwickelt und stagnieren jeweils im Vorjahresvergleich.
- Die mittelfristigen Prognosen für den deutschen Export hängen weitgehend von den Annahmen zum Brexit und zur Entwicklung des Handelskonflikts zwischen den USA und China sowie von der nach wie vor im Raum stehenden Erhöhung der US-Zölle auf Autoimporte ab.
- Der Frühindikator der Bundesbank für die globale Industrieproduktion hat einen Vorlauf von 4 bis 5 Monaten gegenüber den deutschen Exporten. Dass dieser Indikator zuletzt gesunken ist, spricht gegen eine Belebung der deutschen Exporte vor dem Ende des ersten Quartals 2020 – auch wenn in jüngster Zeit Anzeichen für eine Stabilisierung der Auslandsaufträge zu erkennen waren.

Die deutliche Konjunkturverlangsamung in Deutschland in den Jahren 2018 und 2019 war abgesehen von einigen binnenwirtschaftlichen Sonderfaktoren vor allem darauf zurückzuführen, dass sich der Überschuss in der Außenhandelsbilanz in ein Defizit verwandelte¹. Besagte Exportschwäche wiederum wurde vor allem von der abnehmenden Dynamik des Welthandels im Jahr 2018 ausgelöst; Mitte 2019 kam das Wachstum des Welthandels sogar vollständig zum Stillstand. Dabei schwächte sich der deutsche Export im Jahr 2018 stärker ab als der Welthandel insgesamt. In Q1 2018 kam es nach der sehr lebhaften Exportnachfrage in H2 2017 wohl zu einer Gegenbewegung, und zum Jahresende 2018 hin hinterließen die WLTP-Probleme der deutschen Autoindustrie ihre Spuren. 2019 entwickelten sich die deutschen Exporte und der Welthandel weitgehend parallel, wobei sich der Welthandel aufgrund der höheren Ausgangsbasis aus dem Jahr 2018 sogar noch etwas deutlicher verlangsamte. Dass die deutschen Exporte im Jahr 2018 stärker nachließen als der Welthandel, ist auch auf die regionale Struktur des deutschen Exports zurückzuführen, da in wichtigen Märkten die Nachfrage durch landesspezifische Ereignisse gedämpft wurde (Großbritannien, Türkei, Russland und Südafrika). Die Produktstruktur der deutschen Exporte war ebenfalls nicht hilfreich. Aufgrund des hohen Anteils von Investitionsgütern an den Gesamtexporten wurden die deutschen Ausfuhren von der zunehmenden globalen wirtschaftspolitischen Unsicherheit (die den Investitionszyklus dämpfte) merklich in Mitleidenschaft gezogen.

2 Deutscher Export & Welthandel

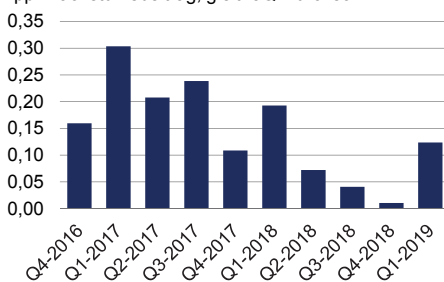
gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bundesbank, CPB

3 Bruttoanlageinvestitionen

pp-Wachstumsbeitrag, gleit. 3Q-Durchschn.



Quelle: OECD

Kräftige Lohnsteigerungen verschärfen das Problem

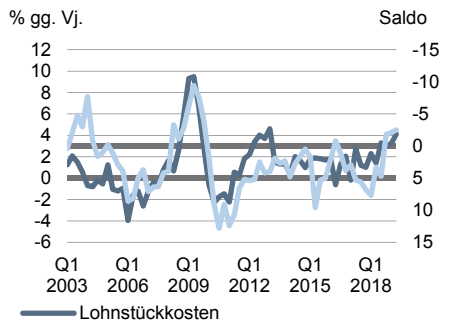
Die unerwartete Konjunkturverlangsamung in Deutschland hat zusammen mit den hohen Tarifabschlüssen des vergangenen Jahres zu einem deutlichen Anstieg der Lohnstückkosten geführt, da die Unternehmen die steigenden Lohnkosten nicht an ihre Kunden weitergeben konnten. Dies ist in der Einschätzung der Unternehmen bezüglich ihrer Wettbewerbsposition außerhalb der EWU deutlich sichtbar; der Saldo der Meinungen ist so negativ wie seit 2009 nicht mehr.

¹ Der Beitrag von +0,5%-Punkten in Q1 2019 war ein Einmalfaktor, der auf WLTP-bedingte Aufhol-effekte und die lebhaftere Nachfrage aus Großbritannien vor dem ursprünglichen Brexit-Stichtag am 31. März zurückzuführen ist.



Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

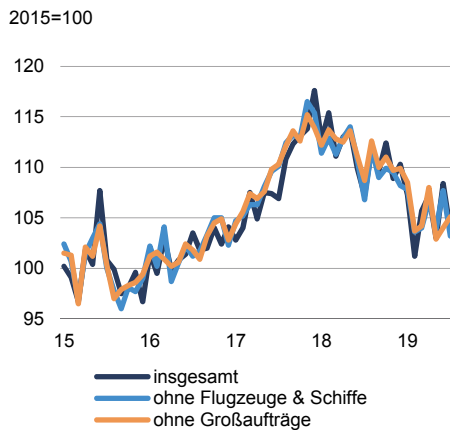
Lohnstückkosten & Bewertung der Wettbewerbssituation der Unternehmen 4



— Lohnstückkosten
— Unternehmen: Wettbewerbssituation außerh. der EWU, invers rechts

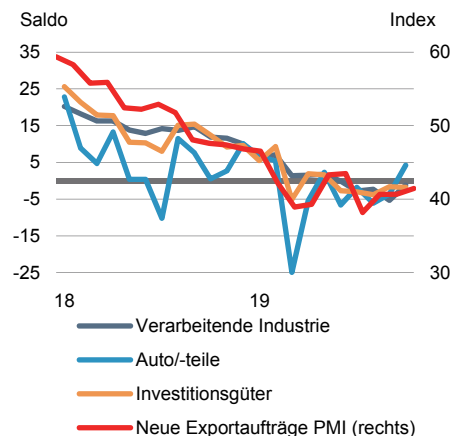
Quellen: Deutsche Bundesbank, EU-Kommission

Auslandsaufträge 5



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Exportorerwartungen 6

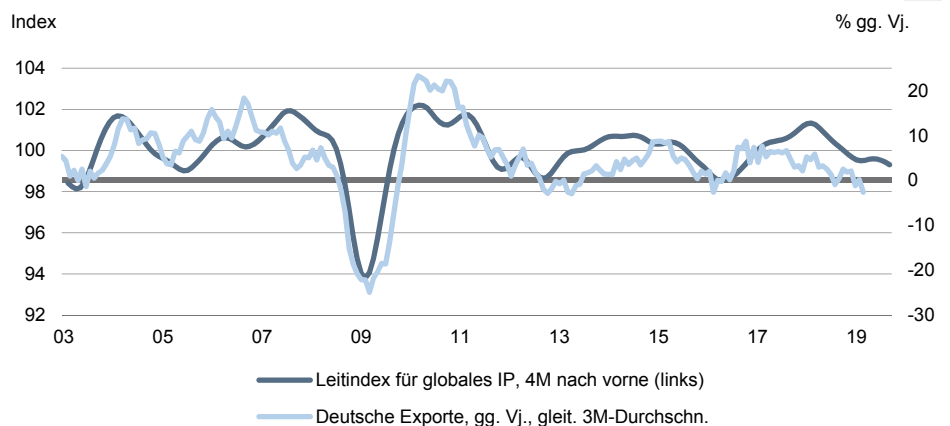


Quellen: ifo, IHS Markit

Exportausblick: Annahmen zur politischen Entwicklung spielen entscheidende Rolle

Die Auslandsaufträge haben sich nach dem Einbruch in H1 wieder etwas stabilisiert. Im 3M-Vergleich (Juni/Aug. gg. Apr./Juni) sind sie insgesamt um 0,3% bzw. bei Kerngütern (ohne Transport) um 0,7% angestiegen. In der monatlichen ifo-Umfrage und im Einkaufsmanagerindex liegen die Unterkomponenten für die Exportaussichten weiterhin im negativen Bereich, haben sich jedoch im Oktober nicht weiter verschlechtert. Die Unterkomponente des Ifo-Index für die Exportaussichten im Verarbeitenden Gewerbe ist im Oktober deutlich angestiegen (von -5,3 auf -1,2). Dies ist möglicherweise dem leichten Optimismus mit Blick auf das in Aussicht gestellte „Phase-I“-Handelsabkommen zwischen den USA und China, eine etwas geringere Wahrscheinlichkeit eines harten Brexit und der Stabilisierung der chinesischen Stimmungskennzeichen zu verdanken. Der Ausblick für 2020 hängt offensichtlich in hohem Maße von den Erwartungen zur künftigen Entwicklung des Konflikts zwischen den USA und China ab. Der zugrundeliegende Konflikt ist unseres Erachtens nicht so sehr das bilaterale Handelsbilanzdefizit der USA mit China als vielmehr die zunehmende geopolitische Herausforderung, die China für die USA darstellt. Dennoch rechnen wir in den kommenden Monaten nicht mit einer weiteren Eskalation, weil inzwischen beide Volkswirtschaften klar die Folgen der bilateralen Zollerhebungen zu spüren bekommen. Im Vorfeld der Wahlen im Jahr 2020 dürfte dies der US-Regierung zunehmend Anlass zur Sorge geben. Die derzeitigen Maßnahmen könnten das Wachstum der Weltwirtschaft nach Schätzungen des IWF im Jahr 2020 um bis zu 0,8%-Punkte dämpfen.² Dennoch geht der IWF davon aus, dass sich das Wachstum des globalen Güter- und Dienstleistungshandels von etwa 1% im laufenden Jahr wieder auf rund 3% im kommenden Jahr erholt (die Zahlen des IWF beziehen auch Dienstleistungen mit ein, im Gegensatz zu den oben erwähnten, monatlichen CPB-Daten zum Güterhandel). Die IWF-Prognose impliziert, dass die Elastizität des globalen BIP-Wachstums und des globalen Handels wieder zu einem Wert von 1 (d.h. demselben Stand wie im Jahr 2018) zurückkehrt. Deutsche Forschungsinstitute stützen ihre Annahmen zum Welthandel auf die CPB-Datenreihe zum Güterhandel. Sie rechnen mit einem Rückgang des weltweiten Güterhandels um 0,8% in diesem Jahr und einem mageren Anstieg um 0,7% im Jahr 2020.

Deutscher Export & Bundesbank-Leitindex für globales IP 7



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

² World Economic Outlook, Oktober 2019. Diese Berechnungen beziehen die ursprünglich für Mitte Oktober geplante Zollerhöhung von 25% auf 30% für chinesische Importe im Wert von USD 250 Mrd. sowie Zollerhöhungen auf Konsumgüter ab Mitte Dezember ein. Die USA haben beide Maßnahmen vorerst verschoben.



Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

Die Auswirkungen der US-amerikanischen bzw. chinesischen Zollerhöhungen auf den Handel sind noch nicht in vollem Umfang zu spüren, da die jüngsten Maßnahmen erst im September in Kraft traten. Allerdings ist anzunehmen, dass der bilaterale Handel künftig nicht mehr so stark sinken wird wie im Jahr 2019, zumal China zugesagt hat, mehr US-Agrarprodukte abzunehmen. In den ersten 8 Monaten des Jahres gingen die US-Ausfuhren nach China um 18,2% und die US-Importe chinesischer Güter um 12,4% zurück. Daher sollte wieder ein positives Wachstum des globalen Handels zu verzeichnen sein, wenngleich es vielleicht nicht so kräftig ausfallen wird wie vom IWF erwartet, dessen Prognosen in den vergangenen Jahren relativ optimistisch waren.

Deutsche Exporte – Belebung frühestens im Frühjahr 2020

Der mittelfristige Ausblick ist angesichts der geopolitischen Unwägbarkeiten sehr unsicher. Deshalb haben wir versucht, Indikatoren zu finden, die zumindest eine Einschätzung der Exportentwicklung in den kommenden Monaten erlauben. Dabei ist der Frühindikator der Bundesbank für die globale Industrieproduktion besonders interessant. Er basiert auf Unterkomponenten des globalen Einkaufsmanagerindex, der Sentix-Umfrage und des S&P Global 1200-Aktienindex. Dieser Index hat einen Vorlauf von 4 bis 5 Monaten gegenüber den deutschen Exporten (Korrelation für beide Lags: 0,89). Der Bundesbank-Index ist bis September um rund 0,1 Punkt gesunken, und das Ergebnis für Oktober wird Anfang November bekanntgegeben. Angesichts der Verbesserung des Sentix und einiger Vorabschätzungen des Einkaufsmanagerindex könnte sich der Frühindikator für die globale Industrieproduktion im Oktober stabilisiert haben. Allerdings dürfte er klar unter der Kontraktions- bzw. Expansionsschwelle von 100 verharren. Unserer Korrelationsanalyse zufolge ist also frühestens Ende des ersten Quartals 2020 mit einer Erholung der deutschen Exporte zu rechnen. In der Folge könnten sie sich jedoch stabilisieren, sofern unsere optimistischen Annahmen zum weiteren Verlauf der globalen Handelskonflikte zutreffen.

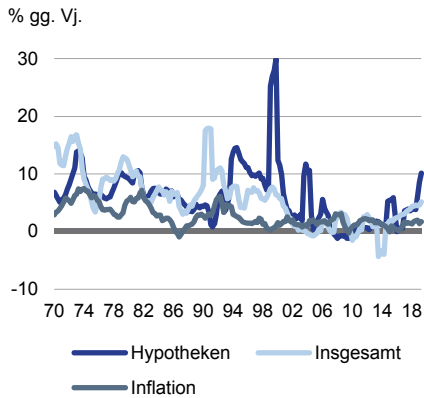
Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)



Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

Deutschland: Kreditwachstum

1



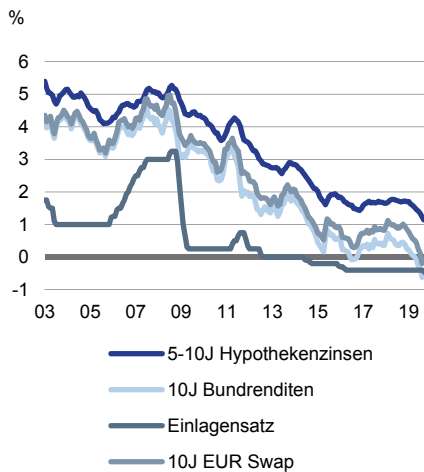
Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Kräftiges Wachstum bei Hypothekenkrediten erhöht Hauspreise und makroprudenzielle Risiken

- Der jüngste Anstieg der Hypothekenkreditvergabe gießt zusätzlich Öl ins Feuer. Bisher ist es zwar noch nicht zu einer Hauspreisblase gekommen, aber eine solche wird deutlich wahrscheinlicher. Die Risikobereitschaft der Kreditgeber und -nehmer scheint zugenommen zu haben, wodurch sich auch die makroprudenziellen Risiken verschärfen.
- In den ersten Jahren des aktuellen Hauspreiszyklus, der im Jahr 2009 begann, war das Wachstum der Neukreditvergabe sehr gedämpft. Sie belebte sich deutlich, als die Hypothekenzinsen im Jahr 2015 auf unter 2% fielen.
- Das langsame Wirtschaftswachstum im Euroraum, insbesondere in Deutschland, veranlasste die EZB zu weiteren unorthodoxen Maßnahmen. Aufgrund der von der EZB im September angekündigten weiteren Anleihekäufe fielen die Kapitalmarktzinsen und in der Folge auch die Hypothekenzinsen auf neue Allzeittiefstände und die Neuvergabe von Hypothekenkrediten stieg deutlich an.
- Im Jahr 2020 dürften sich die Hypothekenzinsen auf einem Niveau von 1,2% seitwärts bewegen. Es ist eher unwahrscheinlich, dass die Hypothekenzinsen bald wieder auf über 2% ansteigen. Unseres Erachtens ist eher mit einem weiteren Zinsrückgang zu rechnen als mit steigenden Zinsen. Dieser dürfte zu einer noch stärkeren Ausweitung der Kreditvergabe führen.

5-10J Hypothekenzinsen vs. EZB Einlagensatz

2



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

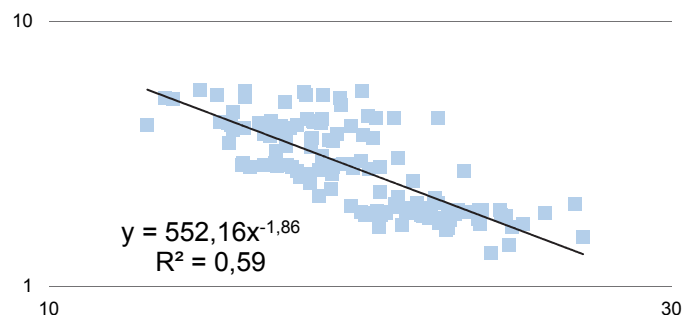
Wachstum der Hypothekenkreditvergabe beschleunigt sich

Am 12. September 2019 kündigte die EZB ein neues, unbefristetes Kaufprogramm für Vermögenswerte im Umfang von EUR 20 Mrd. pro Monat an. Im Vorfeld der Wiederaufnahme der Käufe am 1. November fiel der durchschnittliche Hypothekenzinssatz auf einen Allzeittiefstand von 1,2%, was einem Rückgang von über ½%-Punkt gegenüber dem Jahresbeginn entspricht. Infolgedessen stieg das Volumen der neu vergebenen Hypothekenkredite in den Sommermonaten auf einen neuen Allzeithöchststand von EUR 25 Mrd. an. Die Hypothekenvolumina erhöhten sich exponentiell zum Rückgang der Hypothekenzinsen (vgl. Grafik). Falls die Hypothekenzinsen weiter sinken, dürften die monatlichen Volumina der in der Grafik dargestellten Funktion zufolge weiter ansteigen (bei 1% auf EUR 23 Mrd. pro Monat, bei 0,5% auf EUR 28 Mrd. pro Monat, und bei 0,1% – was sehr unwahrscheinlich ist – würde sich das monatliche Hypothekenvolumen auf EUR 44 Mrd. erhöhen).

Volumen der neuen Hypotheken mit log-log Skala

3

y-Achse: log (5-10J Hypothekenzinsen in %)
x-Achse: log (neues Volumen in EUR Mrd. pro Monat)

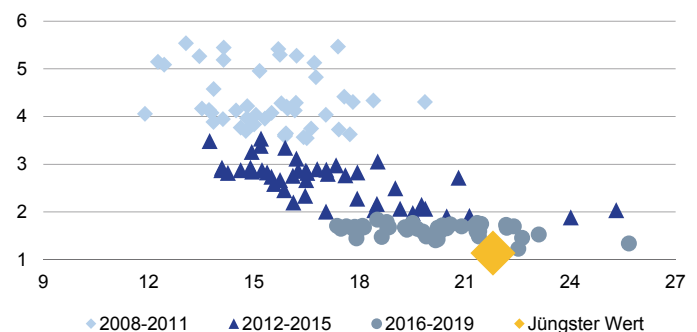


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Volumen der neuen Hypotheken

4

y-Achse: Hypothekenzinsen %
x-Achse: neues Volumen in EUR Mrd. pro Monat



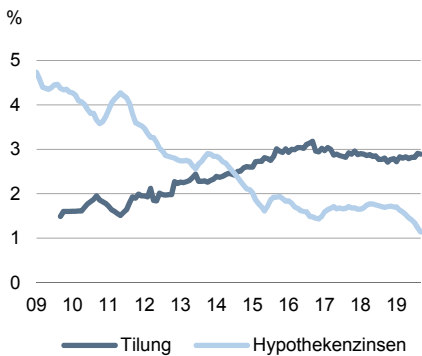
Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research



Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

Tilgung und Hypothekenzinsen

5



Quellen: EZB, Dr. Klein, Deutsche Bank Research

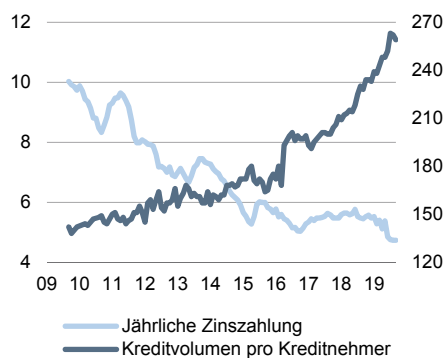
Wir rechnen auf Jahre hinaus mit niedrigen oder sogar negativen Zinsen

Aus heutiger Sicht erscheinen derartig niedrige Hypothekenzinsen noch unwahrscheinlich. Allerdings rechnen wir derzeit für die kommenden Jahre nicht mit einem spürbaren Anstieg der kurz- bzw. langfristigen Zinsen. Wir gehen davon aus, dass der Hauptrefinanzierungssatz der EZB bis Ende 2023 bei 0% verharrt und dass die 10J-Bund-Renditen negativ bleiben und Ende 2020 bei -0,32% liegen. Die 10J-Swapsätze sollten dann bei 0,08% notieren. Vor diesem Hintergrund sollten die Hypothekenzinsen noch auf Jahre hinaus deutlich unter 2% liegen. Sie könnten in den kommenden Monaten noch etwas weiter auf 1,0% sinken und im Jahr 2020 dann wieder auf 1,2% ansteigen (im Juli hatten wir noch mit einer Seitwärtsbewegung bei 1,46% gerechnet). Diese Prognosen implizieren, dass die Spreads der Hypothekenzinsen gegenüber 10J-Bunds und 10J-Swaps hoch bleiben, sich jedoch im Vergleich zu den Sommermonaten im Laufe des kommenden Jahres etwas verringern.

Jährliche Zinszahlung vs. Kreditvolumen pro Kreditnehmer

6

beide y-Achsen: EUR Tsd.



Quellen: Dr. Klein, Deutsche Bank Research

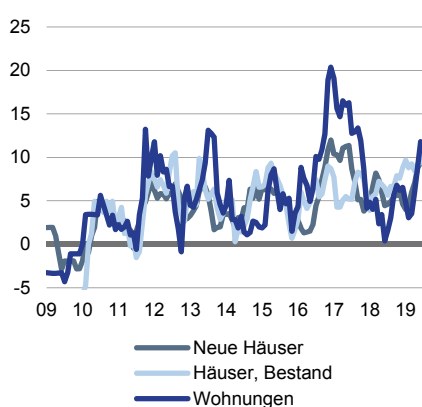
Wachstum der Hypothekenkreditvergabe aufgrund eines höheren durchschnittlichen Kreditvolumens; Zahl der Transaktionen sinkt

Während sich das Neukreditvolumen um 35% im Zyklusverlauf von 2009 bis heute erhöhte, legte das Kreditvolumen pro Kreditnehmer um 78% zu.³ Das durchschnittliche Kreditvolumen ist von etwa EUR 140.000 im Jahr 2009 auf EUR 250.000 im Jahr 2019 angestiegen. Allein in den vergangenen 20 Monaten schnellte es um EUR 50.000 in die Höhe. Dies ist zum Teil darauf zurückzuführen, dass aufgrund des beträchtlichen Preisanstiegs in den vergangenen zehn Jahren weniger Transaktionen durchgeführt werden. Zahlreichen privaten Haushalten mangelt es schlicht an Kaufkraft, sodass sie aus dem Wohnungsmarkt verdrängt wurden. Gleichzeitig könnte das höhere Hypothekenvolumen pro Kreditnehmer auch auf eine gestiegene Risikobereitschaft zurückzuführen sein. Für eine solche Interpretation spricht die Tatsache, dass sich die Rückzahlungsquote in den vergangenen beiden Jahren bei knapp 3% p.a. seitwärts bewegt hat. Von 2009 bis 2017 sind die Rückzahlungsquoten bei sinkenden Zinsen in der Regel angestiegen. Zumindest einige der traditionell risikoaversen deutschen Hypothekenkreditnehmer scheinen ihr Verhalten geändert zu haben. Von 2009 bis 2014 fand im laufenden Zyklus keine zusätzliche Hypothekenkreditvergabe statt, d.h. das reale gesamte Hypothekenkreditvolumen stagnierte. Erst in den Folgejahren stieg die Hypothekenkreditvergabe an. In den vergangenen 12 Monaten beschleunigte sich die Wachstumsrate auf 10% gg. Vorjahr, und das Hypothekenkreditvolumen hat sich um über EUR 130 Mrd. erhöht. Dies ist sowohl auf das höhere Neukreditvolumen als auch auf die stagnierende Rückzahlungsquote zurückzuführen. Bei steigenden Hauspreisen und einer größeren Risikobereitschaft der Kreditgeber und -nehmer scheint eine „Hauspreisblase“ in den kommenden Jahren wohl unvermeidlich zu sein.

Deutschland: Wohnungspreise

7

% gg. Vj.



Quellen: Hypoport, Deutsche Bank Research

Risiko einer Hauspreisblase: Ein bereits überbewerteter Markt wird zusätzlich angeheizt

Wenn durch den deutlichen Anstieg der Hypothekenkreditvergabe auch die Zahl der Neubauten zunähme und so der Angebotsengpass am Wohnungsmarkt abgebaut würde, würde das Risiko einer Hauspreisblase sinken. Unseren eigenen Berechnungen zufolge wird der Großteil der Hypothekenkredite jedoch für Bestandsimmobilien gewährt.⁴ Insofern trägt die Kreditvergabe zum Preisanstieg

³ Vgl. <https://www.drklein.de/presse.html>

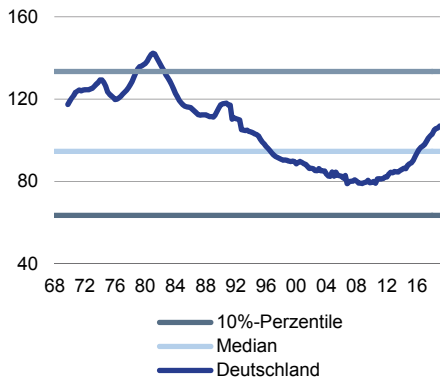
⁴ Vgl. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. Juli 2016.



Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

Perzentile des OECD Preis-Mieten-Verhältnis von 1970 bis heute

8

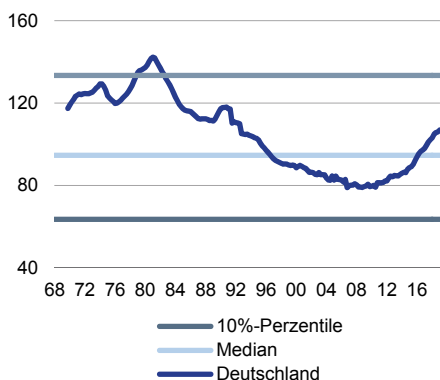


Perzentile auf Basis aller Länder berechnet

Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

Perzentile des OECD Preis-Mieten-Verhältnis von 1970 bis heute

9



Perzentile auf Basis aller Länder berechnet

Quellen: Deutsche Bank Research, OECD

bei. Da der deutsche Immobilienmarkt (zumindest leicht und in einigen Regionen) überbewertet ist, sind gewisse Warnungen angezeigt.⁵ Hypoport zufolge sind die Haus- und Wohnungspreise im August 2019 bereits um rund 10% gg. Vj. angestiegen. Der berühmte Wirtschaftshistoriker Charles Kindleberger bezeichnete das regelmäßig auftretende Phänomen, dass die Kreditvergabe die Preise nach oben treibt, in seiner Analyse der Finanzmarkt- und Immobilienmarktblasen der vergangenen vierhundert Jahre als „Öl ins Feuer gießen“ („fueling the flames“).⁶ Genau dies scheint derzeit auch am deutschen Immobilienmarkt zu passieren. Im Zuge der höheren Kreditvergabe steigen die bereits überbewerteten Immobilien- und Wohnungspreise weiter an, und da es nach wie vor an neuem Wohnraum mangelt, dürfte sich der Zyklus noch fortsetzen. Wir halten daher an unserer Prognose fest, dass der deutliche Preisanstieg mindestens bis zum Jahr 2022 anhalten wird.

Was ist zu tun? Neuer Wohnraum muss gebaut werden. Striktere Regulierungen werden eine Hauspreisblase nicht verhindern

Die Regierung, die Aufsichtsbehörden und die Banken sollten sich auf die Finanzierung neuen Wohnraums konzentrieren, um den Preisdruck abzumildern. Neubauten und die Schaffung von leer stehenden Immobilien ist wohl die einzige sinnvolle Möglichkeit, um das Entstehen einer Blase zu verhindern. Wenn dagegen Kredite für den Kauf von Bestandsimmobilien vergeben werden, steigen die Preise weiter an. Bei strikteren regulatorischen Vorschriften kommt es zu regulatorischer Arbitrage. Dies gilt zumindest für die überwiegend ineffektive striktere Regulierung der Mieten, die derzeit politischer Konsens ist. Wenn vor allem zu Mietpreisbremsen gegriffen wird, ist dies ein deutliches Signal dafür, dass das Angebot noch auf längere Zeit hinaus knapp bleiben wird. Deshalb sehen immer mehr Anleger die Chance, am Immobilienmarkt schnell Geld zu machen. Auch dieses Phänomen beschreibt die Literatur zu Vermögenspreisblasen regelmäßig.

Falls sich eine Blase entwickelt und platzt, ist mit beträchtlichen gesellschaftlichen Folgen zu rechnen

Gesellschaftlicher Zusammenhalt ist dringend erforderlich, wenn sich Deutschland die anstehenden Herausforderungen vom Klimawandel bis hin zur demografischen Entwicklung und dem Erhalt der Wettbewerbsfähigkeit an den globalen Märkten meistern soll. Bei einer weiterhin erratischen und ineffektiven Wohnungspolitik riskieren wir nicht nur eine Hauspreisblase mit entsprechenden ungünstigen wirtschaftlichen Folgen, sondern möglicherweise auch den sozialen Zusammenhalt und die politische Stabilität, weil sich die Unzufriedenheit der Bürger auch daraus speist, dass Wohnen zunehmend unerschwinglich wird.

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

⁵ Vgl. Standpunkt Deutschland, Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr, 2015.

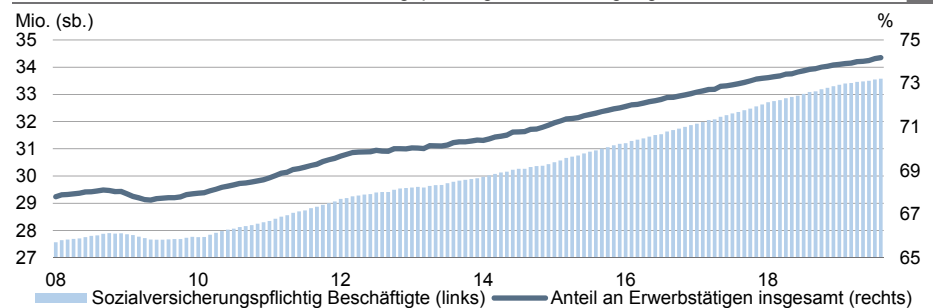
⁶ Charles P. Kindleberger, Robert Z. Aliber: Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises, Seventh Edition 7th Edition.



Deutscher Arbeitsmarkt: Nachlassender Beschäftigungsaufbau

Trotz der gegenwärtigen konjunkturellen Schwächephase – die deutsche Volkswirtschaft dürfte in Q3 in eine technische Rezession gerutscht sein – ist der deutsche Arbeitsmarkt noch in einer guten Verfassung. Das ist aber kein Anlass für übermäßigen Optimismus, da der Arbeitsmarkt gewöhnlich mit einem Nachlauf von rund sechs Monaten auf die wirtschaftliche Entwicklung reagiert. Nach den starken Anstiegen der Erwerbstätigenzahl im vergangenen Jahr flacht sich die aktuelle Entwicklung im Vorjahresvergleich spürbar ab. Nach einem Plus von 0,8% gg. Vj. im Juli und 0,7% gg. Vj. im August dürfte das Wachstum auch im September bei 0,7% gg. Vj. liegen, da dieser Monat im Jahr 2018 etwas schwächer war. In Q4 ist dann eine Verlangsamung des Wachstums der Erwerbstätigenzahl auf durchschnittlich 0,5% gg. Vj. zu erwarten.

Starkes Wachstum der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigung

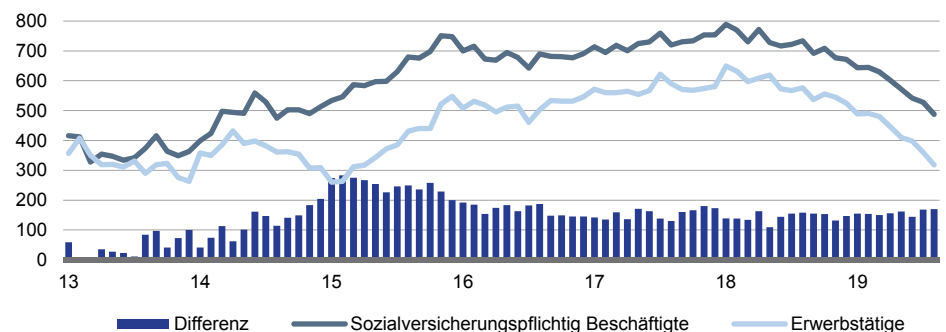


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im dritten Quartal verlangsamte sich das jährliche Beschäftigungswachstum weiter auf 0,8% gg. Vj., nach 1,0% im zweiten Quartal und 1,1% zu Beginn des Jahres. Im dritten Quartal wurden in der deutschen Wirtschaft 50 Tsd. neue Arbeitsplätze geschaffen, verglichen mit nur 32 Tsd. in Q2. In Q4 erwarten wir ein Beschäftigungswachstum von durchschnittlich 0,5% gg. Vj. Die Verlangsamung der Wachstumsdynamik gilt auch für die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung, obwohl diese Gruppe (33,6 Mio.) derzeit noch mit Jahresraten von rund 1 ½% wächst. Bis August (letzte detaillierte Daten) ist die Beschäftigung fast ausschließlich bei Zeitarbeitsfirmen (106 Tsd. gg. Vj.) zurückgegangen. Qualifizierte Unternehmensdienstleister, Gesundheits-, Sozial- und Pflegedienstleister, IT, Baubereich und sogar Metall- und Elektrotechnik berichten nach wie vor über höhere Personalzahlen als im Vorjahr.

Anhaltender Beschäftigungsaufbau mit nachlassender Dynamik

Veränderung gg. Vj., '000 Personen



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



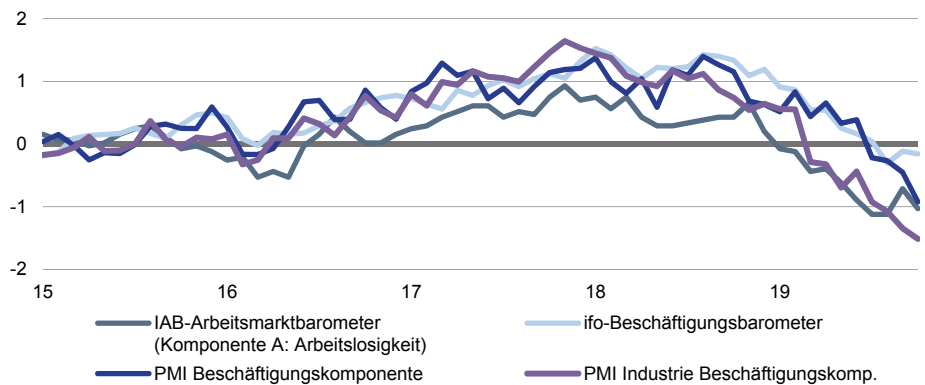
Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

Die Frühindikatoren des ifo und IAB (Beschäftigungsbarometer) sowie die Unterkomponenten der Einkaufsmanagerindizes (PMI) deuten insgesamt auf eine Verschlechterung der aktuellen Arbeitsmarktsituation hin. Einzig die jüngsten ifo-Daten signalisieren eine leichte Stabilisierung. Dies gilt insbesondere für die Umfrageergebnisse im Verarbeitenden Gewerbe. Der Stellenabbau dürfte jedoch nach wie vor den Zuwachs an Stellen überwiegen.

Arbeitsmarktindikatoren: Keine fundamental unterschiedliche Botschaft

3

Standardisierte Werte



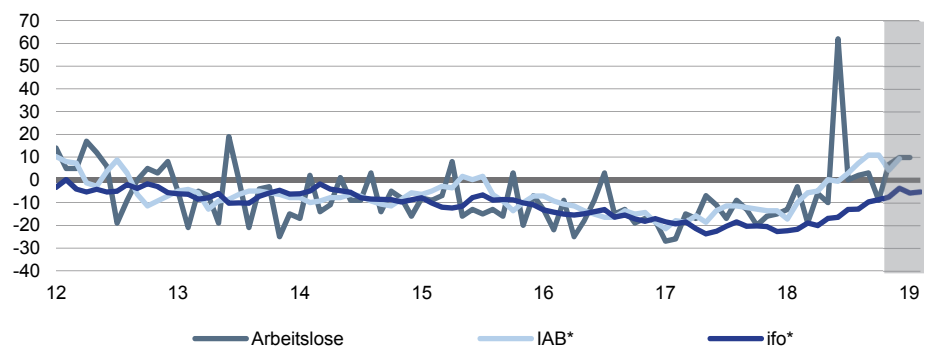
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, ifo, IAB, Markit

Der leichte Rückgang des ifo-Barometers im Oktober wurde durch den Dienstleistungssektor verursacht. Dies kann als weiteres Anzeichen gewertet werden, dass der Dienstleistungssektor als Jobmotor allmählich an Kraft einbüßt, da sich die Rezession in der deutschen Industrie immer mehr auf diesen Bereich auswirkt. Auch die Umfrageergebnisse zur Beschäftigungskomponente des PMI im Dienstleistungssektor waren in den letzten Monaten schwächer (Okt. 52,4 nach 56,7 in Q3 und 56,5 in Q2). Mit einem Wert von über 50 Punkten liegen sie aber immer noch in expansivem Bereich.

Prognosen: IAB- und ifo-Barometer deuten auf einen Anstieg der Arbeitslosigkeit (s.b.)

4

Veränderung gg. Vm., Tsd. Personen



* Einfache lineare Regression der Änderung der Arbeitslosenzahl basierend auf den Arbeitsmarktfrühindikatoren (1 bzw. 2 Monate verzögert).

Aufgrund der Sonderprüfung zum Vermittlungsstatus von ALG-II Empfängern kam es im Mai 2019 zu einem Anstieg der saisonbereinigten Arbeitslosenzahl um 62 Tsd. Nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit hätte der Anstieg ohne den Sondereffekt bei 20–30 Tsd. gelegen.

Quellen: ifo, IAB, Bundesagentur für Arbeit



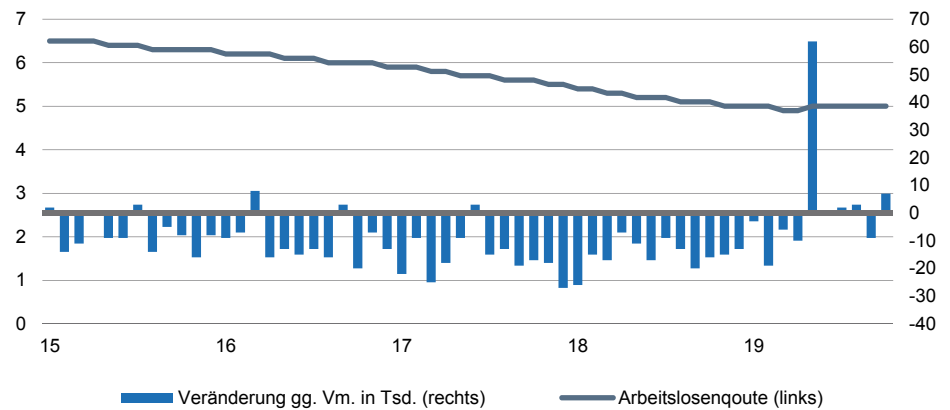
Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

Nachdem die Arbeitslosenzahl in den letzten 6 Monaten stagnierte, dürfte sie in Q4 (+30 Tsd.) nun weiter zunehmen.

Aufgrund der sich abschwächenden Aussichten gehen wir davon aus, dass der Rückgang der Arbeitskräftenachfrage durch mehr Kurzarbeit ausgeglichen wird. Nach Schätzungen der Bundesagentur für Arbeit (BA) wird die Zahl der Kurzarbeiter im November allmählich auf 80,8 Tsd. steigen (75,7 Tsd. Okt., 50,1 Tsd. Sep.). Im Vergleich dazu waren es im November 2018 nur 42,9 Tsd.

Bremsspuren am Arbeitsmarkt

5

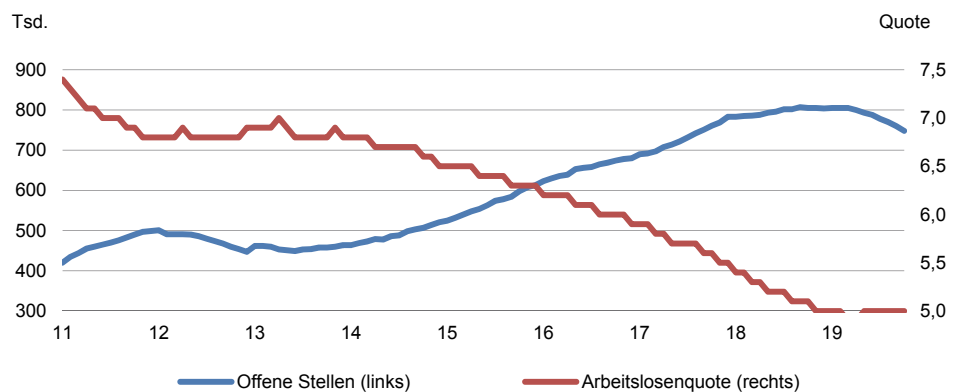


Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Insgesamt ist der deutsche Arbeitsmarkt nach wie vor in guter Verfassung. Die Anzahl der offenen Stellen – wenn auch langsam schrumpfend (Okt. 748 Tsd. nach Sep. 760 Tsd.) – deutet immer noch auf eine starke Nachfrage nach qualifizierten Arbeitskräften hin.

Arbeitsmarkt: Fast Vollbeschäftigung, aber erste Bremsspuren

6



Quelle: Deutsche Bundesbank

Für das Jahr 2020 erwarten wir eine Verlangsamung des Wachstums der Erwerbstätigkeit auf 0,1 % gg. Vj. Die Arbeitslosenzahl dürfte um 80 Tsd. steigen, auf dann gut 2,3 Mio. Das entspricht einem Anstieg der Arbeitslosenquote auf 5,2%.

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



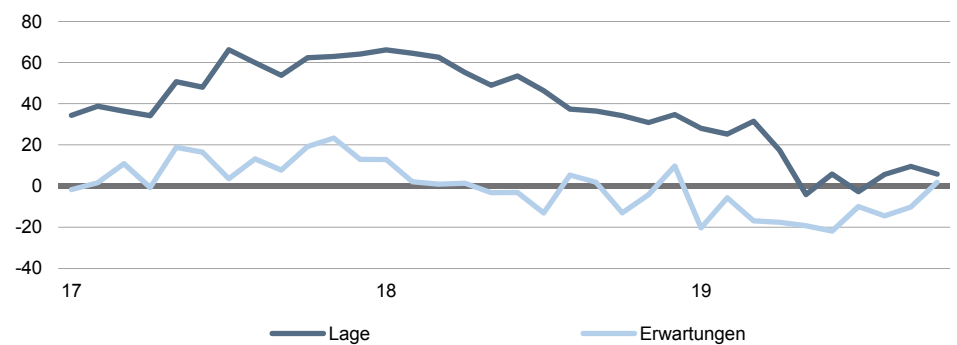
Deutsche Automobilkonjunktur: Gemischte Signale, aber die Talsohle rückt in Sicht

Die Automobilindustrie ist – gemessen am Umsatz – die größte deutsche Industriebranche. Ihre Entwicklung ist daher ausschlaggebend dafür, wann und in welchem Ausmaß die deutsche Industrie die seit dem 3. Quartal 2018 anhaltende Rezession überwinden kann. Die inländische Automobilproduktion liegt in den ersten Monaten von 2019 unter dem Vorjahresniveau, was auf die deutlich abgeschwächte globale Nachfrage zurückzuführen ist. Die Stimmungsindikatoren in der Branche sendeten in den letzten Monaten unterschiedliche Signale. Während die Inlandsaufträge am aktuellen Rand stark zulegten, setzte sich bei den Auslandsaufträgen die leichte Abwärtstendenz fort. 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 Mitte November an. Jüngste Aussagen der US-Regierung deuten allerdings auf eine gewisse Flexibilität bezüglich des Termins und auf andere Optionen als Importzölle hin.

ifo Geschäftsklima in der deutschen Automobilindustrie

1

Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen (%)



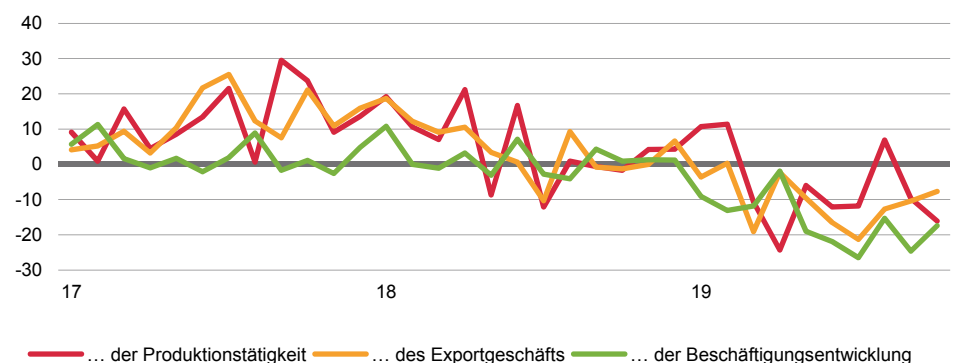
Quelle: ifo

Grafik 1: Die Geschäftserwartungen der deutschen Automobilindustrie lagen zu Jahresbeginn im negativen Bereich, drehten am aktuellen Rand jedoch wieder in den positiven Bereich. Seit August schätzten die Unternehmen zudem ihre aktuelle Lage positiv ein. Der Auftragsbestand in der Branche liegt auf hohem Niveau und ist seit Jahresmitte sogar wieder leicht gestiegen.

ifo-Erwartungen hinsichtlich ...

2

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



Quelle: ifo

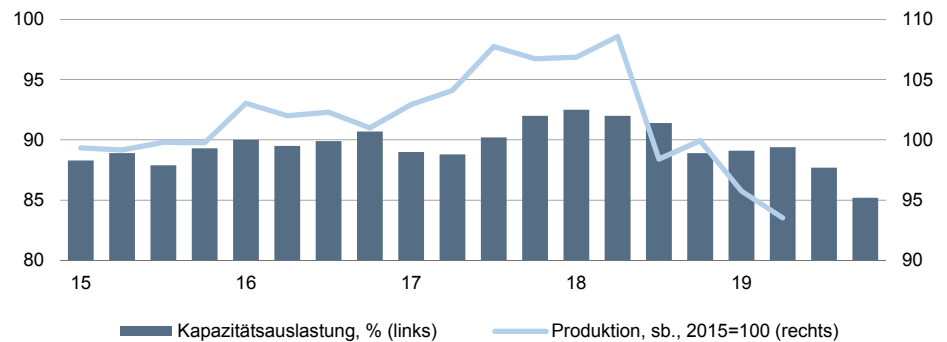


Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

Grafik 2: Die Trendwende bei den gesamten Geschäftserwartungen der Branche spiegelt sich noch nicht in den Unterkomponenten des ifo-Konjunkturtests wider. Produktions-, Export- und Beschäftigungserwartungen waren im Oktober negativ, wobei alle Zeitreihen sich zuletzt recht volatil entwickelten. Wir erwarten, dass die Beschäftigung in der Branche 2019 leicht sinkt.

Produktion und Kapazitätsauslastung in der deutschen Automobilindustrie

3

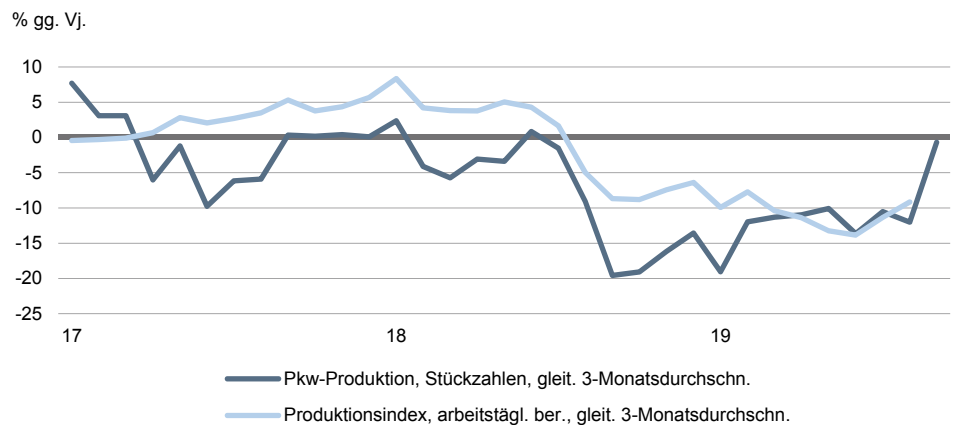


Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Grafik 3: Die Kapazitätsauslastung in der deutschen Automobilindustrie lag Anfang des 4. Quartals 2019 deutlich unter dem Durchschnitt von 2018 und fiel auch etwas unter den langjährigen Mittelwert. Der erneute Rückgang der Kapazitätsauslastung war eine Enttäuschung, könnte aber den Tiefpunkt im aktuellen Zyklus markieren. Wir erwarten eine Stabilisierung der globalen Autonachfrage im Rest von 2019 und einen moderaten Anstieg 2020. Daher dürfte die Kapazitätsauslastung im 1. Halbjahr 2020 wieder steigen (siehe Grafik 6).

Automobilproduktion in Deutschland

4



Quellen: Statistisches Bundesamt, VDA

Grafik 4: Die stückzahlmäßige Pkw-Produktion in Deutschland lag in den ersten Monaten von 2019 deutlich unter dem Vorjahreswert. Im September war jedoch ein Plus von 4% gg. Vj. zu verzeichnen. Das Minus fällt beim Produktionsindex, der auch qualitative Komponenten umfasst (z.B. bessere Ausstattung), grundsätzlich weniger kräftig aus. Der Produktionsindex könnte im 3. Quartal noch einmal leicht gg. Vj. sinken, danach dürfte er sich aber wieder erholen. Ohnehin dürften im 2. Halbjahr 2019 im Vorjahresvergleich wieder positive Wachstumsraten erzielt werden, weil die Vergleichsbasis in H2 2018 durch den WLTP-Effekt nach unten gezogen wurde. Allerdings wird die inländische Produktion im Gesamtjahr deutlich schrumpfen. Für 2020 rechnen wir dagegen mit einem Fertigungsplus.

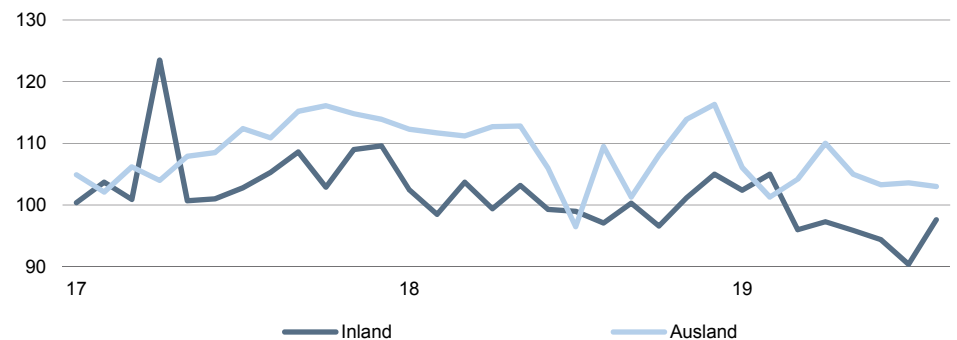


Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

Auftragseingang in der deutschen Automobilindustrie

5

sb., 2015=100



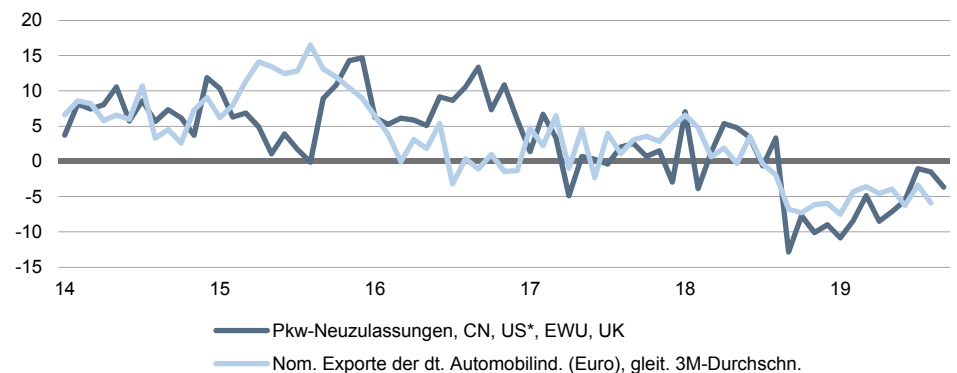
Quelle: Statistisches Bundesamt

Grafik 5: Die Auftragseingänge aus dem Inland und die Auslandsbestellungen entwickelten sich im August gg. Vm. unterschiedlich (+8% bzw. -0,6%). Insgesamt zeichnet sich bei den Auftragseingängen in den letzten Monaten jedoch eine Stabilisierung ab. Die Pkw-Neuzulassungen tendierten in den ersten neun Monaten von 2019 seitwärts auf hohem Niveau. Bei den Auslandsbestellungen könnte sich im 4. Quartal eine leichte Erholung einsetzen.

Globale Autonachfrage und Exporte der deutschen Automobilindustrie

6

% gg. Vj.



* Light vehicles

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

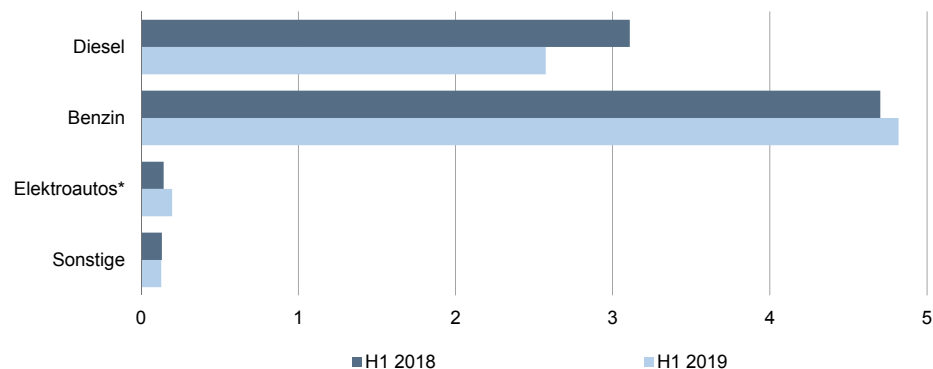
Grafik 6: Die schwache Autonachfrage in wichtigen deutschen Exportmärkten zum Jahresende 2018 und den ersten Monaten von 2019 hatte rückläufige Ausfuhr der deutschen Automobilindustrie zur Folge. Die Exporte dürften im Gesamtjahr sinken. Allerdings ist eine relative Belebung der globalen Autonachfrage in Sicht. Aus China waren zuletzt politische Signale zu vernehmen, dass die chinesische Autonachfrage (die seit Monaten sehr schwach ausfällt) in Kürze gestützt werden könnte.



Pkw-Neuzulassungen in der EU nach Antriebsart

7

Mio., Einheiten



* Batterieelektrisch, Plug-in-Hybride, Range Extender, Brennstoffzelle

Quelle: ACEA

Grafik 7: Abgesehen vom aktuellen Konjunkturzyklus setzen Autohersteller und Kfz-Zulieferer ihre Anstrengungen fort, die Produktion von Elektrofahrzeugen bzw. entsprechenden Zulieferteilen und Ausrüstungen in ihren Fabriken zu steigern. Immer mehr Modelle befinden sich im Angebot. Gemessen an der gesamten Pkw-Produktion bleibt der Anteil der Elektrofahrzeuge jedoch auch 2020 noch klein (wahrscheinlich unter 5%). Insofern schlägt sich dieser evolutionäre Wandel bei den Antriebstechnologien noch nicht so stark in den Produktionszahlen nieder. Grundsätzlich positiv für den Produktionswert ist, dass Elektrofahrzeuge derzeit im Durchschnitt teurer sind als entsprechende Fahrzeuge mit Verbrennungsmotor. Allerdings wird die inländische Produktion dadurch negativ beeinflusst, dass manche Produktionsstätten umstrukturiert werden, um die Produktion von Elektrofahrzeugen hochfahren zu können (Kapazität steht während der Umbauphase nicht vollständig zur Verfügung). Der technologische Wandel stellt die globale (und nicht nur die deutsche!) Automobilindustrie vor große Herausforderungen, denn er wird bislang vor allem durch strenge staatliche CO₂-Grenzwerte für Pkw und weniger durch Marktkräfte getrieben. Die Autokäufer sind bislang noch zurückhaltend, zumindest solange keine kräftigen Subventionen gewährt werden. Hohen Investitionen steht also ein kleiner Markt gegenüber (in der EU im 1. Halbjahr 2019: 2,4%). Aber noch einmal: Dies ist kein spezifisches Problem der deutschen Automobilindustrie.

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



EZB-Presskonferenz: Kontinuität

- Für Mario Draghi ist der Vorhang gefallen. Viel Aufheben um seine Person machte der scheidende EZB-Präsident auf seiner letzten Pressekonferenz freilich nicht und hat damit demonstriert, dass die Währungshüter, nicht zuletzt ihr Präsident, sich vor allem einem verpflichtet fühlen: der EZB und ihrem Mandat. Zum Abschied setzte Draghi somit unterschwellig – aber nachdrücklich – auf Kontinuität. Die Wahrung der Preisstabilität bleibt das oberste Ziel der EZB, unabhängig davon, wer an ihrer Spitze steht.
- Hinsichtlich der Ausrichtung der Geldpolitik scheint seine Nachfolgerin Christine Lagarde zumindest vorerst nicht unter Zugzwang zu stehen. Denn, so Draghi, an den Märkten herrsche Klarheit, welche Geldpolitik die EZB verfolgt. Daher habe Lagarde viel Zeit, um sich ein eigenes Bild zu machen. Aufgrund dieser Aussagen gehen wir nicht länger davon aus, dass die EZB den Einlagenzinssatz im Dezember erneut um 10 Bp. reduziert. Vorausgesetzt es treten keine Risiken ein, dürften weitere Zinssenkungen erst einmal vom Tisch sein.
- Ob es nach dem Amtsantritt von Lagarde am 1. November tatsächlich ein „Weiter so“ gibt, bleibt abzuwarten. Manches könnte sie anders machen als ihr Vorgänger. So erwarten wir, dass sie unter anderem in der Kommunikation neue Akzente setzen wird, was – zumindest zu Beginn – für volatile Signale sorgen dürfte. Kritisch hinterfragen könnte sie auch die geldpolitische Strategie. Wie weit sie dabei geht, ist offen. Hinzu kommt die Fiskalpolitik. Hier muss Lagarde vor allem eine engere Koordination zwischen Geld- und Fiskalpolitik erreichen. Zum anderen gilt es zu klären, wo die Grenzen zwischen fiskal- und geldpolitischem Stimulus verlaufen.

Draghi als Diener der Institution

Für Mario Draghi ist der Vorhang gefallen. Viel Aufheben um seine Person machte er auf seiner letzten Pressekonferenz freilich nicht. So gab er sich mit Blick auf die Erfolge, die er während seiner achtjährigen Amtszeit verzeichnen konnte, bescheiden, und auch im Ton zeigte er sich stets versöhnlich. Das Bild, das Draghi dabei vermittelte, war das eines bescheidenen Notenbankers, für den die Erfüllung seiner Aufgabe stets an erster Stelle stand. Schließlich seien die Währungshüter, nicht zuletzt ihr Präsident, vor allem der EZB und ihrem Mandat verpflichtet, so der Tenor bei der Pressekonferenz. In diesem Sinne setzte Draghi zum Abschied unterschwellig – aber nachdrücklich – auf Kontinuität.

Im Folgenden beleuchten wir, was seine Äußerungen für die künftige Geldpolitik bedeuten könnten.

EZB wird ihr Mandat weiter verfolgen. Auf sein Erbe angesprochen, betonte Draghi, dass die Erfüllung des EZB-Mandats für ihn stets oberste Priorität hatte. Vorrangiges Ziel der EZB sei die Preisstabilität. Diesem Mandat werde sie stets treu bleiben. Obwohl dies auf der Hand liegt – schließlich ist die EZB gemäß Maastricht-Vertrag zur Wahrung der Preisstabilität verpflichtet – könnte diese Aussage auch als Hinweis interpretiert werden, dass die EZB auch unter ihrer neuen Präsidentin bereit sein sollte, alles zu tun was nötig ist, um ihr Mandat zu gewährleisten. So, wie sie es in der Vergangenheit getan hat.

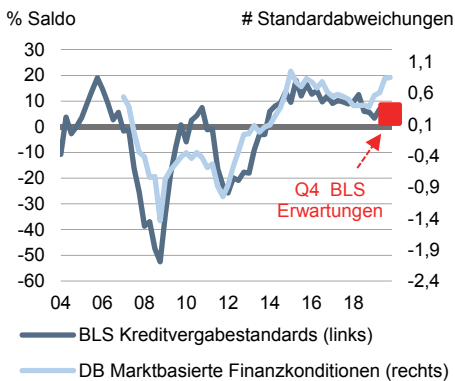
Lagarde vorerst nicht unter Zugzwang. Zwei Aussagen Draghis sprechen für diese Annahme. So betonte er unter anderem, dass an den Märkten Klarheit herrsche, welche Geldpolitik die EZB verfolgt. Tatsächlich wurden weitere Zinssenkungen in den kommenden Monaten an den Märkten inzwischen weitge-



Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

Entkoppelung als mögliches Zeichen dafür, dass der Umkehrzins erreicht ist

1



hend ausgepreist. Damit, so Draghi, bleibe Lagarde viel Zeit, um sich ein eigenes Bild zu machen. Und das obwohl die EZB ihre wirtschaftliche Einschätzung zuletzt nach unten korrigiert hat. So räumt sie inzwischen ein, dass sich die aktuellen Unsicherheiten über das exportorientierte Verarbeitende Gewerbe hinaus auf andere Sektoren negativ auswirken, was die Unternehmen dazu veranlasst Investitionen aufzuschieben. Angesichts dieser Aussagen Draghis ist davon auszugehen, dass die EZB auf ihrer nächsten Sitzung im Dezember trotz leichter Abwärtsrevisionen der gesamtwirtschaftlichen Projektionen an ihrem derzeitigen Kurs festhält.

Prognoseänderung: Wir erwarten daher nicht länger, dass die EZB den Einlagenzinssatz im Dezember um weitere 10 Bp. senkt und haben unser Basisszenario entsprechend angepasst. Vorausgesetzt es treten keine Risiken ein, die eine weitere geldpolitische Lockerung erfordern, dürften Zinssenkungen vorerst vom Tisch sein. Insbesondere das Risiko eines ungeordneten Brexit ist zuletzt geringer geworden. Nach wie vor ist aber nicht auszuschließen, dass die USA Zölle auf Autoimporte aus der EU verhängen. Zudem könnten die andauernden Unsicherheiten tiefere Bremsspuren in der Wirtschaft hinterlassen als in unserem Basisszenario erwartet.⁷ Selbst im Baugewerbe zeichnete sich zuletzt eine Verlangsamung ab.⁸

Zinsen bleiben noch lange auf niedrigem Niveau. Zu den jüngst vom IWF im Rahmen seiner Sitzungen geäußerten Sorgen bezüglich der potenziellen Nebenwirkungen der lockeren Geldpolitik äußerte sich Draghi zurückhaltend und verwies stattdessen auf den vom IWF in Hinblick auf eine anhaltende Niedrigzinspolitik vollzogenen Paradigmenwechsel. Inwieweit hierdurch die Tragfähigkeit des Bankensystems bedroht ist, bleibt abzuwarten. Wir sehen durchaus Anlass zur Sorge. Wie wir in der letzten Ausgabe unseres Ausblicks Deutschland ausgeführt haben, laufen die finanzmarkt- und bankbasierten Finanzierungsbedingungen seit einiger Zeit auseinander. Über die Ankurbelung der Kreditvergabe durch die Banken hat die lockere Geldpolitik inzwischen auch in der Gesamtwirtschaft ihre Wirkung entfaltet. Laut jüngstem Bank Lending Survey dürfte sich die Nachfrage nach Krediten wieder stabilisieren. Eine Erholung ist freilich nicht in Sicht. Die Reversal rate, ab der eine weitere Lockerung mehr schadet als nutzt, könnte also bald erreicht sein. Für diese Annahme spricht auch unsere jüngste Analyse der Renditekurve, die eine Reversal rate von -0,60 bis -0,65% impliziert. Mit aktuell -0,50% liegt der Einlagenzinssatz nur unwesentlich höher.⁹

Deutschland: PMI impliziert Kontraktionsrisiko für den Arbeitsmarkt

2



Ende der Anleihekäufe nicht in Sicht. Im Gegensatz zu anderen EZB-Vertretern sieht Draghi noch „eine lange Zeit“ Spielraum für Nettoankäufe im monatlichen Volumen von EUR 20 Mrd., ohne dass die derzeit geltenden Obergrenzen pro Emission/Emittent verletzt würden. Diese Einschätzung wird auch von unseren Fixed Income-Strategen geteilt. Im Übrigen verwies er erneut darauf, dass diese Grenzen selbst gesteckt und zudem lageabhängig seien. Mit anderen Worten: Sollte es erforderlich sein, kann die EZB die Obergrenzen jederzeit anheben. Wann diese erreicht seien, so Draghi weiter, hänge letztlich auch von der Emissionstätigkeit ab.

Ruf nach der Fiskalpolitik wird etwas lauter. Mit Blick auf einen stärkeren Einsatz der Fiskalpolitik beließ es Draghi zwar nach wie vor bei Andeutungen, zeigte sich aber beharrlich in der Sache. Bei Unterstützung seitens der Fiskalpo-

⁷ Economic uncertainty: Rising and spreading. Deutsche Bank Research. Focus Europe. 23. Oktober 2019.

⁸ Brace for impact: Uncertainty and the labour market. Deutsche Bank Research. Focus Europe. 11. Oktober 2019.

⁹ Shadow analysis: A yield curve implied estimate of the reversal rate. Deutsche Bank Research. Focus Europe. 22. Oktober 2019.

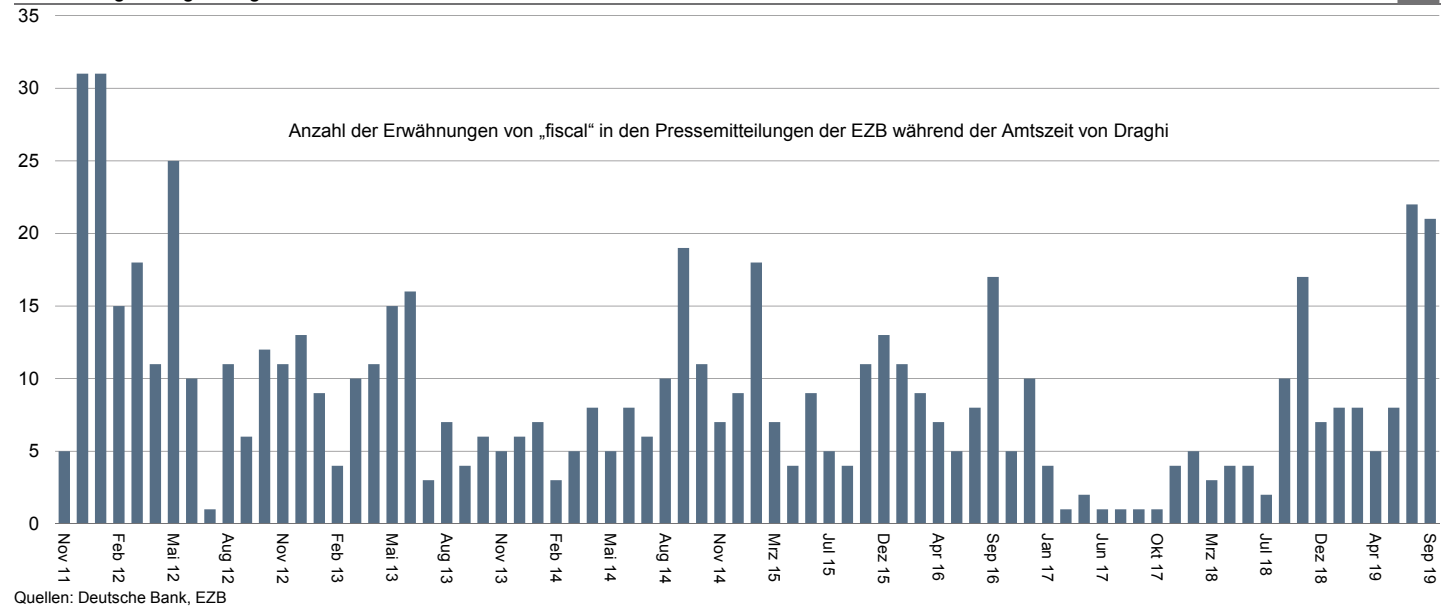


Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

litik sei früher mit einer Normalisierung der Zinsen und der Geldpolitik zu rechnen. Entsprechend geringer wären die Nebenwirkungen. Neu war jedoch, dass die Geldpolitik auch bei einer Lockerung der Fiskalpolitik noch für einen längeren Zeitraum akkommodierend bleiben dürfte, womit die EZB ihre Bereitschaft zur impliziten Koordination signalisierte. Sonst drohen bei einer fiskalpolitischen Lockerung Verdrängungseffekte.^{10 11}

Draghis zunehmender Bezug zur Fiskalpolitik: 2011-2013 richtete sich dies gegen die „Fiskalkonsolidierung“, in den letzten Monaten hat er auf das Gegenteil gedrängt

3



Weiter zu Lagarde. Mit Amtsantritt von Christine Lagarde am 1. November könnten – wie wir in unserer EZB-Vorschau aufzeigten – in den folgenden drei Bereichen Änderungen anstehen:

- **Kommunikation.** Manches spricht dafür, dass die Kommunikation der neuen EZB-Präsidentin zunächst für mehr Volatilität an den Märkten sorgen dürfte – zumindest so lange bis diese gelernt haben, ihre Signale zu interpretieren. Die hohe wirtschaftliche Unsicherheit und ein tief gespaltener Rat könnten die Kommunikation der geldpolitischen Maßnahmen für Lagarde zusätzlich erschweren.
- **Überprüfung der geldpolitischen Strategie.** Auf den Prüfstand gehören das Inflationsziel sowie die Instrumente – einschließlich ihrer potenziellen Nebenwirkungen. Ob Lagarde darüber hinaus auch die Entscheidungsprozesse und das Abstimmungsverfahren ins Visier nimmt, um die tiefen Gräben im Rat zu überwinden, bleibt abzuwarten.
- **Fiskalpolitik.** Hier steht Lagarde vor zwei Aufgaben. Zum einen muss sie eine engere Koordination zwischen Geld- und Fiskalpolitik erreichen, zum anderen gilt es zu klären, wo die Grenzen zwischen fiskal- und geldpolitischem Stimulus verlaufen. Da die Geldpolitik zunehmend an ihre Grenzen stößt und eine nachhaltige Annäherung an das Inflationsziel nicht in Sicht ist, ist nunmehr ein gemeinsames Agieren von Fiskal- und Geldpolitik erforderlich. Hierfür braucht es eine politische Debatte, an deren Ende ein Konsens steht.¹²

¹⁰ How to avoid a stagnation trap. Deutsche Bank Research. Focus Europe. 20. August 2019.

¹¹ Beginning to rethink fiscal policy. Deutsche Bank Research. Focus Europe. 3. Oktober 2019.

¹² ECB Preview: (Dis)continuous monetary policy. Deutsche Bank Research. Focus Europe. 18. Oktober 2019.



Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

Europa und der Euroraum stehen im Jahr 2020 vor drängenden Fragen. Nicht nur in der Geldpolitik. Nur wenn an vielen Stellschrauben gedreht wird, ist Europa für die Zukunft gerüstet. Mit dem Abschied Mario Draghis als EZB-Präsident neigt sich eine Ära ihrem Ende zu. Die Stabilität des Euro kann zukünftig nicht allein von Lagarde und ihrer Geldpolitik abhängen. Stellt sich Europa seinen Problemen nicht, riskiert es einen Verlust an Glaubwürdigkeit. Es braucht Lösungen. Genau hier könnte Lagardes Stärke liegen.

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

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



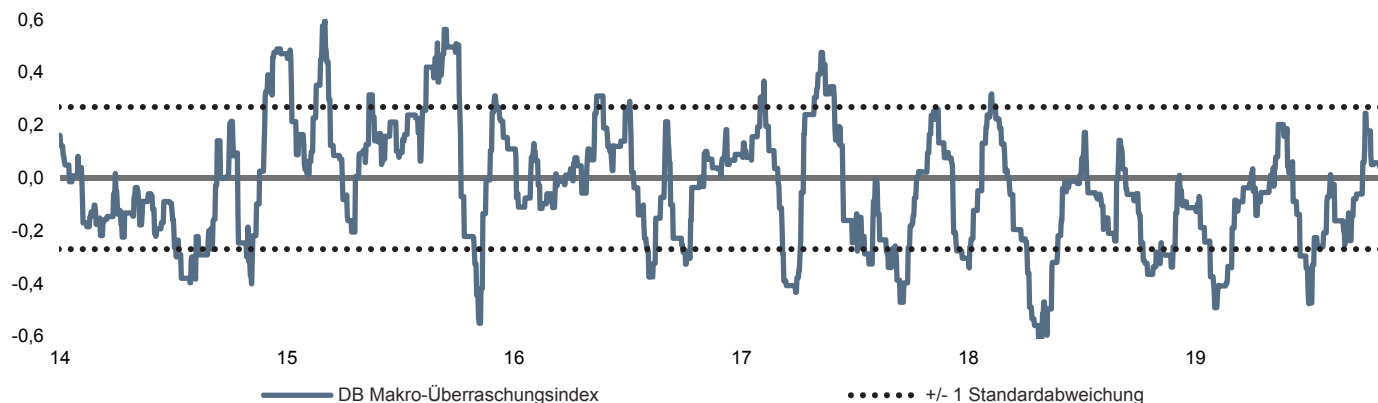
Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

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
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	8 2019	27.09.2019	-2,7	-2,6	-0,1	0,0	0,6
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	8 2019	30.09.2019	-0,1	0,5	-0,6	-0,3	0,4
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	9 2019	30.09.2019	-9,0	5,0	14,0	0,4	0,7
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	9 2019	01.10.2019	41,7	41,4	0,3	0,3	0,8
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	9 2019	03.10.2019	51,4	52,5	-1,1	-1,3	0,1
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	8 2019	07.10.2019	-0,6	-0,3	-0,3	-0,2	0,4
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	8 2019	08.10.2019	0,3	0,0	0,3	0,4	0,7
GRBTEXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	8 2019	10.10.2019	-1,5	-1,0	-0,5	-0,3	0,4
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	8 2019	10.10.2019	16,9	17,9	-1,0	-0,6	0,3
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	8 2019	10.10.2019	16,4	18,8	-2,4	-1,1	0,2
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	8 2019	10.10.2019	0,6	0,5	0,1	0,1	0,5
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	9 2019	11.10.2019	1,2	1,2	0,0	0,2	0,4
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	10 2019	15.10.2019	-22,8	-26,4	3,6	0,5	0,7
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	10 2019	15.10.2019	-25,3	-23,6	-1,7	-0,3	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	10 2019	24.10.2019	51,2	51,2	0,0	0,0	0,5
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	10 2019	24.10.2019	41,9	41,9	0,0	0,0	0,5
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	9 2019	28.10.2019	-2,5	-3,0	0,5	0,8	0,9
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	10 2019	30.10.2019	6,0	3,0	-3,0	-0,3	0,3
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	10 2019	30.10.2019	1,1	1,0	0,1	0,6	0,7
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	9 2019	31.10.2019	0,1	0,2	-0,1	0,1	0,5

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

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



Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
06.11.2019	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	August	0,2	-0,6
07.11.2019	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	August	-0,2	0,7
08.11.2019	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	August	18,6	18,4
08.11.2019	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	August	0,4	-1,5
08.11.2019	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	August	0,3	0,6
14.11.2019	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.)	Q3 2019	-0,5	-0,1
22.11.2019	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Details	Q3 2019	0,4	0,0
22.11.2019	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Oktober	43,0	41,9
22.11.2019	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Oktober	52,0	51,2
25.11.2019	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Oktober	95,2	94,6
28.11.2019	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	September	1,2	1,1
29.11.2019	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	September	5,0	5,0
02.12.2019	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	August	0,5	0,1

*lt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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



Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	1,625	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	-0,75	1,50	1,50	0,20	2,00
Dez 19	1,625	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	-0,85	1,50	1,50	0,25	2,00
Mrz 20	1,625	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	-0,85	1,50	1,50	0,25	2,00
Jun 20	1,625	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	-0,85	1,50	1,50	0,25	2,00

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	1,89	0,01	-0,40	0,82
Dez 19	1,90	0,05	-0,45	0,85
Mrz 20	1,75	0,05	-0,45	0,85
Jun 20	1,75	0,05	-0,45	

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	1,71	-0,18	-0,38	0,66
Dez 19	1,85	-0,15	-0,40	1,12
Mrz 20	1,70	-0,10	-0,35	1,13
Jun 20	1,70	0,00	-0,32	

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,12	108,18	0,86	1,29	1,10	10,68	7,47	10,14	4,25	327,99	25,51
Dez 19	1,13	108,00	0,93	1,22	1,13	11,00	7,46	10,15	4,35	335,00	25,70
Mrz 20	1,16	106,00	0,93	1,25	1,14	11,00		10,11	4,40	330,00	25,60
Jun 20	1,19	104,00	0,93	1,28	1,14	11,00		10,08	4,38	325,00	25,55

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen

Deutschland: Datenmonitor

	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Mai 2019	Jun 2019	Jul 2019	Aug 2019	Sep 2019	Okt 2019
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	102,1	99,6	98,4	94,9		98,2	97,5	95,9	94,3	94,6	94,6
ifo Geschäftserwartungen	98,4	94,9	94,8	91,4		95,2	94,0	92,1	91,3	90,9	91,5
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	101,6	98,0	95,1	90,9		95,6	94,2	91,5	90,7	90,6	91,0
Produktion (% gg. Vp.)	-1,2	-0,7	-1,6			0,8	-1,3	-0,5	0,7		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	0,4	-4,2	-0,9			-2,0	2,7	-2,1	-0,6		
Grad der Kapazitätsauslastung	87,1	86,3	85,3	83,9	82,6						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	0,1	3,9	0,6			-2,2	3,9	-1,8	-1,8		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	10,0	-2,2	-5,3			-3,6	2,6	0,0	-2,6		
ifo Bauhauptgewerbe	116,6	111,7	113,2	112,8		114,1	112,9	113,2	112,4	112,7	112,3
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,4	-0,2	-1,7	-3,1		-1,4	-3,1	-2,9	-3,9	-2,4	-4,1
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-8,1	0,2	0,9	6,8		-0,5	1,9	-0,4	-0,1	0,1	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	0,9	-5,2	1,4			-3,9	5,2	-4,2	0,9		
Exporte (% gg. Vp.)	0,9	0,7	-1,8			1,4	-0,2	0,8	-1,5		
Importe (% gg. Vp.)	0,0	0,4	-0,9			-0,4	1,3	-2,4	0,6		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	55,8	57,0	53,5			18,9	17,5	20,5	18,4		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	5,0	5,0	5,0	5,0		5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-48,0	-31,3	21,0	21,7		62,0	0,0	2,0	3,0	-9,0	7,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,2	1,1	1,0	0,8		1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	
ifo Beschäftigungsbarometer	104,2	102,4	100,6	98,8		100,3	100,0	99,5	98,1	98,9	98,7
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	2,2	1,6	1,6	1,0		1,3	1,5	1,1	1,0	0,9	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,4	1,5	1,5	0,9		0,9	1,5	0,9	0,8	1,0	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)											
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-0,3	1,5	0,2	6,3		-3,4	0,1	10,0	2,3	6,7	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	68,8	63,8	68,6	62,1		70,3	63,2	64,4	59,6	62,3	59,6
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	34,3	31,7	33,8	33,7		35,4	33,4	34,0	35,6	31,5	34,0
EC Unternehmensumfrage	17,6	14,4	7,1	2,2		8,4	6,2	2,6	3,0	1,1	2,3
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	2,9	3,2	4,1								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,8	3,0	3,3								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,2	2,5	4,1								
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	4,5	5,1	4,8	5,1		4,7	4,8	5,0	6,1	5,1	
Trend von M3*						5,0	5,1	5,0	4,8	5,3	5,4
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	3,9	4,1	4,6	4,5		4,4	4,6	4,6	4,8	0,0	
Kredite an öffentliche Haushalte	-6,3	14,1	5,7			6,3	5,7	7,0	7,8		

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

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



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

- ▶ Schwache Konjunktur und Groko-Turbulenzen 4. November 2019
- ▶ Klimapaket:
Kein Kurswechsel in der Fiskalpolitik 30. September 2019
- ▶ Nur eine „technische Rezession“?
Die Risiken sind entscheidend! 20. August 2019
- ▶ Schwarz-Grün im Bund –
schmerzhaft Kompromisse drohen 8. Juli 2019
- ▶ Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe 17. Mai 2019
- ▶ Export und Autos bremsen die Konjunktur aus 8. April 2019
- ▶ Die Achillesferse der deutschen Wirtschaft 6. März 2019

© 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