



Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe

17. Mai 2019

Autoren

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

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

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

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

Orçun Kaya
+49 69 910-31732
orcun.kaya@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 Wirtschaft – noch nicht über den Berg	3
Deutsche Automobilkonjunktur	6
Maschinenbau: Schlechter Jahresauftakt ...	9
Steuerschätzung: Realitätscheck für die Haushaltspolitik	11
Digitalsteuer: Skepsis angebracht	14
Lockere finanzielle Bedingungen in Deutschland und ihre Wirkung	15
EZB: Zwischen kräftigem Q1-BIP und Handelsstreit	17
DB Makro-Überraschungsindex	19
Datenkalender	20
Finanzmarktprognosen	21
Datenmonitor	22

Deutsche Wirtschaft – noch nicht über den Berg. Nachdem das Wachstum im ersten Quartal mit 0,4% gg. Vq. positiv überrascht hat, gehen wir davon aus, dass die deutsche Wirtschaft im zweiten Quartal stagniert und auch im zweiten Halbjahr kaum Fahrt aufnimmt. Weder die harten Daten noch die Stimmungsindekatoren deuten auf ein Ende der Talfahrt im Verarbeitenden Gewerbe hin. Unsere BIP-Prognose für das Gesamtjahr 2019 haben wir trotzdem von 0,5% auf 0,7% gg. Vj. angehoben.

Deutsche Automobilkonjunktur. Produktion und Kapazitätsauslastung nahmen zu Jahresbeginn 2019 leicht zu. Allerdings befinden sich alle Stimmungsindekatoren noch im negativen Bereich. Der globale Pkw-Absatz ist im Vorjahresvergleich noch immer rückläufig.

Maschinenbau: Schlechter Jahresauftakt im Gesamtjahr kaum zu kompensieren. Die Auftragseingänge sanken in Q1 2019 gegenüber Q4 2018 um 7,3%, die Produktion lag rd. 1% unter dem Vorquartal. Dies macht deutlich, dass die Flaute der deutschen Industriekonjunktur nicht durch die Sondereffekte zu erklären ist, sondern vielmehr der globalen Nachfrageschwäche geschuldet ist.

Steuerschätzung: Realitätscheck für die Haushaltspolitik. Es zeichnet sich ab, dass die Haushaltsdefizite des Bundes in den nächsten Jahren noch größer ausfallen dürften als bisher in den Finanzplanungen abgebildet. Die Flüchtlingsrücklage wird wohl nicht mehr zur vollständigen Defizitdeckung ausreichen. Die Steuerflaute erschwert die Einhaltung der „Schwarzen Null“ und birgt daher ein erhebliches Konfliktpotenzial über den weiteren finanzpolitischen Kurs der Bundesregierung.

Digitalsteuer: Skepsis angebracht. Der Siegeszug der Digitalisierung hat Reformen des internationalen Systems der Besteuerung multinationaler Unternehmen noch dringender gemacht. Die internationale Gemeinschaft arbeitet an Lösungen, die 2020 präsentiert werden sollen. Die Bundesregierung und die französische Regierung bevorzugen wohl eine Form der Mindestbesteuerung.

Lockere finanzielle Bedingungen in Deutschland und ihre Wirkung. Die finanziellen Bedingungen in Deutschland sind laut unserem Financial Conditions Index deutlich günstiger geworden. Die Kreditspreads verringerten sich, die Spreads der Anleihen sanken und die Kreditstandards der Banken waren weitgehend locker. Lockere finanzielle Bedingungen führten jedoch nicht zu einer übermäßigen Kreditaufnahme, bislang zumindest.

EZB: Zwischen kräftigem Q1-BIP und Handelsstreit. In unserem Basisszenario für die Juni-Sitzung rechnen wir mit großzügigen TLTRO3-Konditionen („MRO minus“ für Banken, die den Vorgaben für die Kreditvergabe entsprechen) und einem Tiering, obgleich für letzteres eine Mehrheit im Rat noch unsicher scheint.



Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe

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

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

** BIP-Prognosen in Überarbeitung

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2017	2018P	2019P	2020P	2019				2020			
					Q1	Q2	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	2,2	1,4	0,7	1,2	0,4	0,0	0,1	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3
Privater Konsum	1,8	1,0	0,9	1,2	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Staatsausgaben	1,6	1,0	1,5	1,3	-0,1	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	2,9	2,6	3,2	2,7	1,5	0,2	0,6	0,6	0,5	0,4	0,4	0,5
Ausrüstungen	3,7	4,2	2,3	2,2	1,0	0,5	0,5	0,5	0,3	0,0	0,0	0,3
Bau	2,9	2,4	4,8	3,7	2,5	0,0	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7
Lager, %-Punkte	0,1	0,5	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0
Exporte	4,6	2,0	1,6	3,2	0,6	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Importe	4,8	3,3	3,5	3,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7
Nettoexport, %-Punkte	0,2	-0,4	-0,7	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0
Konsumentenpreise*	1,7	1,9	1,7	1,4								
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,2	4,9	4,7								
Industrieproduktion**	2,9	1,1	0,0	1,0								
Budgetsaldo, % BIP	1,0	1,7	0,8	0,5								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	64,5	60,9	58,3	56,0								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,0	7,4	6,5	6,1								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	261,2	249	226	220								

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

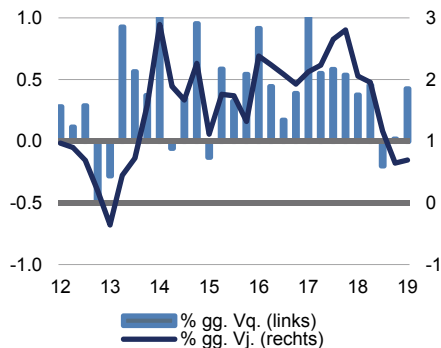
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research



Deutsche Wirtschaft – noch nicht über den Berg

2019 Q1 BIP: +0,4% gg. Vq.

1



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

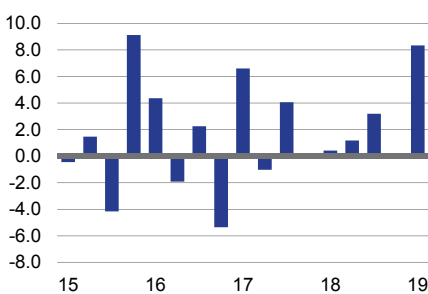
- Nachdem das Wachstum im ersten Quartal mit 0,4% gg. Vq. positiv überrascht hat, gehen wir davon aus, dass die deutsche Wirtschaft im zweiten Quartal stagniert und auch im zweiten Halbjahr kaum Fahrt aufnimmt.
- Weder die harten Daten noch die Stimmungsindikatoren deuten auf ein Ende der Talfahrt im Verarbeitenden Gewerbe hin. Hinzu kommt das erneute Aufflammen der geopolitischen Spannungen. All dies spricht dafür, dass die Erholung in H2 schwächer als erwartet ausfallen dürfte.
- Unsere Prognose für das Gesamtjahr 2019 haben wir trotzdem von 0,5% auf 0,7% gg. Vj. angehoben. Ausschlaggebend hierfür ist der aus dem kräftigen Anstieg in Q1 resultierende Basiseffekt. Dieser bedeutet freilich, dass – unter ansonsten gleichen Voraussetzungen – das Wachstum der deutschen Wirtschaft im Jahr 2020 wohl hinter unserer bisherigen Prognose von 1,4% gg. Vj. zurückbleibt.

Positive Überraschung in Q1

Zulassungen von Nutzfahrzeugen

2

% gg. Vq. (sb)



Quelle: Europäische Zentralbank

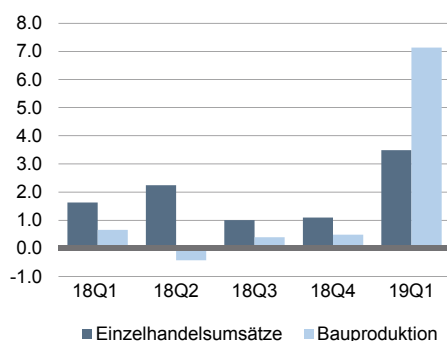
Im ersten Vierteljahr ist das deutsche Bruttoinlandsprodukt um 0,4% gg. Vq. gewachsen (Q4 18: 0,0%) und lag damit im Rahmen der Konsenserwartungen, nachdem diese auf Basis robuster Monatszahlen zur Industrieproduktion und der Einzelhandelsumsätze für Januar bis März in Richtung 0,4% gestiegen waren. Die noch zu Jahresbeginn vorherrschenden Erwartungen wurden dagegen deutlich übertroffen. Wir befürchteten zunächst sogar, dass die deutsche Wirtschaft in Q1 schrumpfen könnte. Denn sowohl beim ifo-Geschäftsklima als auch beim Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe fiel der Rückgang im ersten Quartal noch kräftiger als im Schlussquartal 2018 aus. Lediglich beim EMI-Gesamtindex zeichnete sich zuletzt eine Stabilisierung ab.

Ausführlichere Informationen zur Verwendungsstruktur des BIP gibt das Statistische Bundesamt wie immer erst zu einem späteren Zeitpunkt bekannt (23. Mai 2019). Positive Impulse kamen laut der Pressemitteilung des Amtes insbesondere von den Investitionen – vermutlich vor allem im Bausektor –, aber wohl auch bei gewerblichen Fahrzeugen, deren Zulassungen in Q1 um 8,3% gg. Vj. anzogen (Q4 -0,2%), sowie den privaten Konsumausgaben, die ebenfalls kräftig gegenüber dem Vorquartal zulegen. Zu verdanken war dies zum guten Teil einer Reihe von Sonderfaktoren. So profitierte der Bau vom milden Wetter. Gegenüber dem Vorquartal verbuchte das Bauhauptgewerbe in Q1 einen kräftigen Produktionszuwachs von 3,9%. Im Vergleich zum Vorjahr betrug der Anstieg 7,1%. Im März rutschten die saldierten Meldungen über schlechte Wetterbedingungen (ifo-Umfrage) sogar in den negativen Bereich. Auch der Konsum hat sich nach der blutleeren Entwicklung im zweiten Halbjahr 2018 wieder deutlich erholt. Positiv bemerkbar machten sich hier wohl die kräftigen Lohnsteigerungen und der weiterhin robuste Arbeitsmarkt. Zudem legten die Verbraucher zuletzt wohl wieder weniger Geld zurück, nachdem die Sparquote im Jahresverlauf 2018 um 0,9% gestiegen war. Die Konsumausgaben des Staates hingegen waren rückläufig. Im Schlussquartal 2018 hatte hier noch ein kräftiger Zuwachs von 1,6% gg. Vq. zu Buche gestanden. Vom Außenbeitrag dürften keine Impulse gekommen sein.

BIP in Q1 wetterbedingt gestiegen & Einzelhandelsumsätze holen auf

3

% gg. Vj.

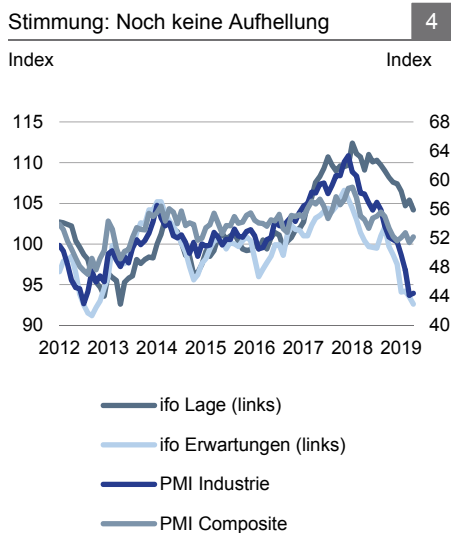


Quelle: Statistisches Bundesamt



Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe

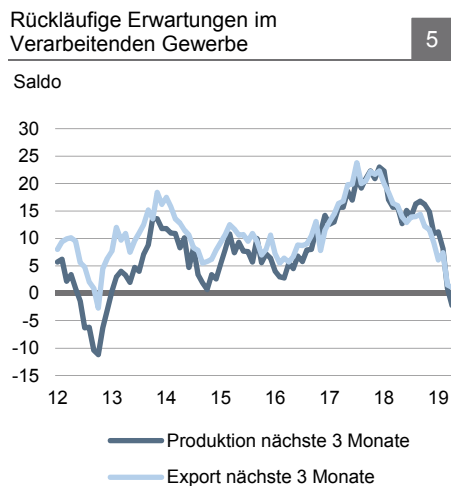
Für Q2 deuten die Zeichen angesichts der Talfahrt in der Industrie aber wieder auf Stagnation



Quellen: ifo, IHS Markit

Für das zweite Quartal rechnen wir mit einer Gegenbewegung, da die temporären Faktoren, die das Wachstum in Q1 ankurbelten, nun auslaufen. Zum einen dürfte sich angesichts der jüngsten ifo-Umfrageergebnisse der kräftige Zuwachs der Bauproduktion kaum wiederholen. Zum anderen zeichnet sich mit Blick auf die Erwartungskomponenten (ifo/Einkaufsmanagerindex) bei der Industrieproduktion nach der Stagnation im ersten Quartal (-0,1% gg. Vq.) nach wie vor keine Wende zum Besseren ab. Auch in der Automobilindustrie scheint nach dem WLTP-Schock des vergangenen Jahres eine Normalisierung in weiter Ferne. So schätzten die Unternehmen im April sowohl ihre aktuelle Lage als auch die Erwartungen schlechter ein. Die abermals enttäuschten Erwartungen hinsichtlich des Brexit dürften wohl auch belasten. Noch größere Risiken für Stimmung und Wachstum könnten jedoch durch die erneute Eskalation im US-Chinesischen Handelskonflikt drohen. Erste Besserungsansätze in einigen Umfragen, angesichts vorübergehend optimistischeren Tweets und der Nachrichtenlage, dürften wohl wieder einen Rückschlag erhalten haben. Hinzu kommen die zunehmenden Spannungen im Nahen Osten. Präsident Trumps Ankündigung, seine Entscheidung über die Verhängung von höheren Strafzöllen auf europäische Autoimporte in die USA um 180 Tage verschieben zu wollen, ist da wohl nur ein kleiner Hoffnungsschimmer.

Zusammenhang zwischen Exporten und Investitionen dürfte Wachstum belasten



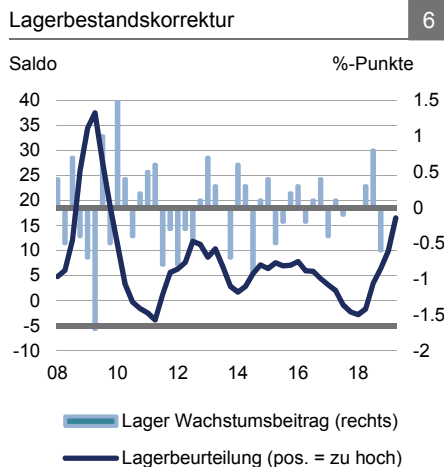
Quelle: ifo

Die hohe Korrelation mit dem sich weiterhin auf Talfahrt befindenden Welthandel erweist sich zunehmend als Bremsklotz für das deutsche Wirtschaftswachstum. Seit Februar bewegen sich die globalen Exportaufträge (Einkaufsmanagerindex) um die 49.0. Zwar stiegen die deutschen Auslandsaufträge im März um 4,2% gg. Vm. und haben somit den kräftigen Einbruch von 5,8% im Februar zumindest zum Teil wieder wettgemacht. Zu verdanken war dies aber in erster Linie einigen Großaufträgen für Transportausrüstung aus dem Euroraum. Ohne diese Orders stand lediglich ein mageres Plus von 0,2% gg. Vm. zu Buche. Für das erste Quartal ergab sich damit, nachdem die Aufträge zuvor vier Monate in Folge geschrumpft waren, ein Minus von 5,2% gegenüber dem Vorquartal (-7,4% gg. Vj.). Auch die Umfragedaten zu den Exporten verharren entweder auf niedrigem Niveau (Einkaufsmanagerindex) oder befinden sich weiter im Rückwärtsgang (ifo). Infolge des trüben Exportausblicks und der zunehmenden geopolitischen Unsicherheit tendieren wohl auch die Investitionen nach unten. Im ersten Quartal sanken die Bestellungen für Investitionsgüter aus dem Inland (ohne Pkw und Flugzeuge) um 3,2% gg. Vq. (-2,5% gg. Vj.). Zudem ist der seit Q1 2018 rückläufige Auslastungsgrad der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten im ersten Halbjahr weiter eingebrochen, liegt aber mit 85,4 immer noch über dem langfristigen Durchschnitt (83,6).

Die Lagerinvestitionen sanken im vierten Quartal um 0,6 %-Punkte. Im Vorquartal wurde hier noch ein Plus von 0,8 %-Punkten verbucht (Wachstumsbeitrag). Der WLTP-Effekt lässt grüßen. Abgeschlossen ist die Korrektur freilich nicht, wie die Beurteilung der Lagerbestände im Rahmen der Ifo-Umfrage nahelegt.



Wachstum getragen von Konsum und Bautätigkeit



Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Die Einzelhandelsumsätze verzeichneten im ersten Quartal einen Zuwachs von 1,6% gg. Vq. Der Arbeitsmarkt zeigt sich weiter robust. Im März ging die Arbeitslosenquote weiter auf 4,9% zurück. Der Beschäftigungsaufbau setzt kaum verlangsamt fort (Q1 1,1% gg. Vj.), auch wenn der Teilindex für Beschäftigung beim Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe zuletzt unter 50 sackte. Das Verbrauchervertrauen blieb im bisherigen Jahresverlauf weitgehend stabil. Für Impulse bei den Bauinvestitionen sorgen die nach wie vor lockeren Finanzierungsbedingungen und die verstärkte Förderung des Wohnungsbaus durch die deutsche Regierung. All dies spricht dafür, dass nach der für Q2 erwarteten Gegenbewegung wieder mit kräftigen Expansionsraten zu rechnen ist.

Trotz eingetrübter Aussichten BIP-Wachstum von 0,7% für 2019 erwartet

Auch wenn das Wachstum im ersten Quartal positiv überrascht hat, die Aussichten für den weiteren Jahresverlauf haben sich eingetrübt. So rechnen wir für Q2 mit einer Gegenbewegung zu dem Wachstumsschub des ersten Quartals. Denn die Sonderfaktoren, insbesondere in Hinblick auf die Bautätigkeit, laufen nun aus. Noch schwerer wiegt allerdings, dass eine Entschärfung der geopolitischen Spannungen und in deren Zuge eine Belebung der Weltwirtschaft in H2 in den letzten Wochen zunehmend unwahrscheinlicher geworden ist. Entsprechend haben die ZEW-Konjunkturerwartungen nach sechs Anstiegen in Folge im Mai einen ersten Rückschlag erlitten und sanken auf -2,1 (April: 3,1). Im Vergleich zu ifo und Einkaufsmanagerindex – die bessere Proxis für das BIP des laufenden sowie des nächsten Quartals sind – ist die ZEW-Umfrage ein verlässlicherer Indikator für das BIP-Wachstum in den kommenden zwei oder drei Quartalen. Dennoch: Unter der Annahme, dass die deutsche Wirtschaft dieses Quartal stagniert und in Q3 mit einer Rate von lediglich 0,1% wächst, müsste das BIP im Schlussquartal deutlich schrumpfen, damit unsere bisherige Jahresprognose von 0,5% eintreten könnte. Ganz auszuschließen ist dies nicht. Freilich nur wenn sich die geopolitischen Spannungen weiter verschärfen. Derzeit gehen wir in unserem Basisszenario aber nicht von einer weiteren Eskalation aus. Daher haben wir unsere BIP-Prognose auf 0,7% angehoben. Das flache Wachstumsprofil des laufenden Jahres reduziert – ceteris paribus – die jährliche Wachstumsrate das Jahres 2020, die wir nun nur noch bei 1,2% sehen, wovon 0,4 Prozentpunkte einem positiven Arbeitstageffekt zu verdanken sind.

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



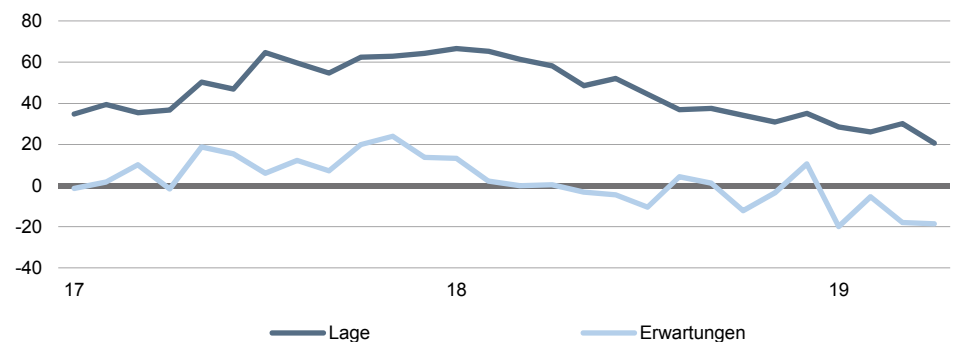
Deutsche Automobilkonjunktur

Die Automobilindustrie ist – gemessen am Umsatz – die größte deutsche Industriebranche. Ihre Entwicklung ist daher ausschlaggebend dafür, ob die deutsche Industrie die seit dem 3. Quartal 2018 anhaltende Rezession überwinden kann. Derzeit bewältigt die Branche den WLTP-induzierten Einbruch von H2 2018, sieht sich aber gleichzeitig mit einer deutlich abgeschwächten globalen Nachfrage konfrontiert. Während der Auftragseingang aus dem Ausland am aktuellen Rand schrumpfte, scheint sich die Produktion zuletzt zu stabilisieren. Gleichwohl dominieren bei der jüngsten ifo-Umfrage (Daten für April) die pessimistischen Einschätzungen vor allem bezüglich der Produktionstätigkeit. Aus außenwirtschaftlicher Sicht ist für die deutsche Autoindustrie bedeutsam, dass die US-Regierung vorerst nicht die Zölle auf Autoimporte aus der EU erhöhen wird. Diese Entscheidung kann im weiteren Jahresverlauf aber noch revidiert werden.

ifo Geschäftsklima

1

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



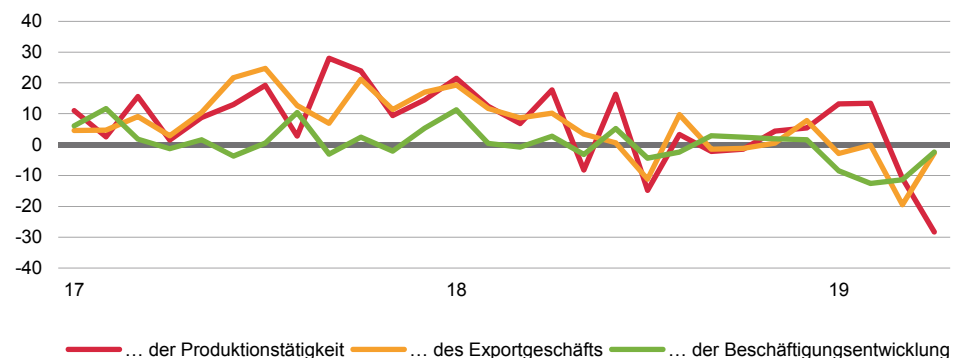
Quelle: ifo

Grafik 1: Seit Jahresbeginn liegen die Geschäftserwartungen der deutschen Automobilindustrie im negativen Bereich. Hierfür ist u.a. die schwächere globale Autonachfrage maßgeblich. Dagegen schätzen die Unternehmen ihre aktuelle Lage deutlich günstiger ein. Das dürfte auch am hohen Auftragsbestand in der Branche liegen, der im Februar allerdings leicht gesunken ist.

ifo-Erwartungen hinsichtlich ...

2

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



Quelle: ifo



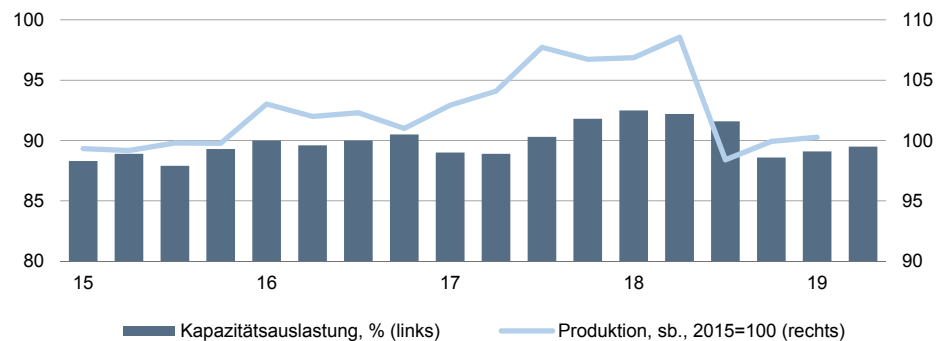
Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe

Grafik 2: Die pessimistische Erwartungshaltung der Branche spiegelt sich auch in den Unterkomponenten des ifo-Konjunkturtests wider. Gerade die Produktionserwartungen gaben zuletzt deutlich nach, was angesichts der schwächeren Autokonjunktur und handelspolitischer Irritationen (Brexit, drohende US-Zölle) nicht verwunderlich ist. Export- und Beschäftigungserwartungen haben sich immerhin verbessert. Die Beschäftigung dürfte 2019 leicht sinken.

Produktion und Kapazitätsauslastung

3

Automobilindustrie in Deutschland



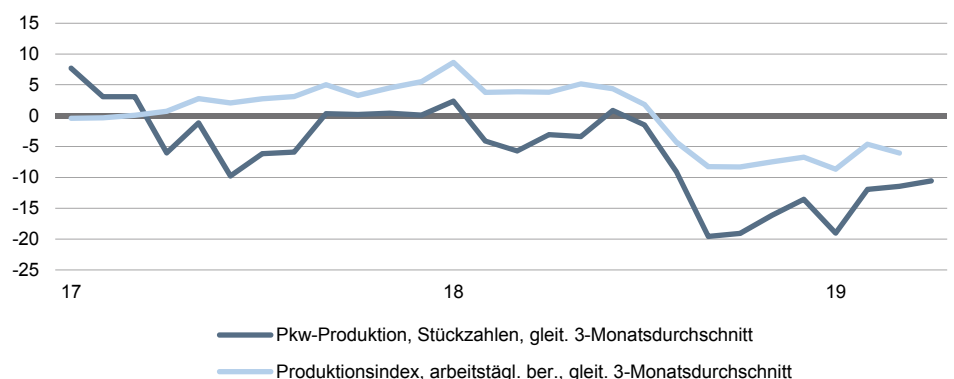
Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Grafik 3: Die Kapazitätsauslastung in der deutschen Automobilindustrie lag zum Jahresanfang 2019 deutlich unter dem Niveau der ersten drei Quartale von 2018, aber noch immer über dem langjährigen Mittelwert. Der abermalige leichte Anstieg der Kapazitätsauslastung zu Beginn des 2. Quartals deutet darauf hin, dass der Tiefpunkt bei der inländischen Produktion im 1. Halbjahr 2019 erreicht sein könnte.

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. Das Ergebnis im April (-15% gg. Vj.) enttäuschte erneut. Das Minus wird beim Produktionsindex, der auch qualitative Komponenten umfasst (z.B. bessere Ausstattung der Fahrzeuge), weniger kräftig ausfallen. Der Produktionsindex nahm im 1. Quartal laut Bundesamt um 0,3% gg. Vq. zu. 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.

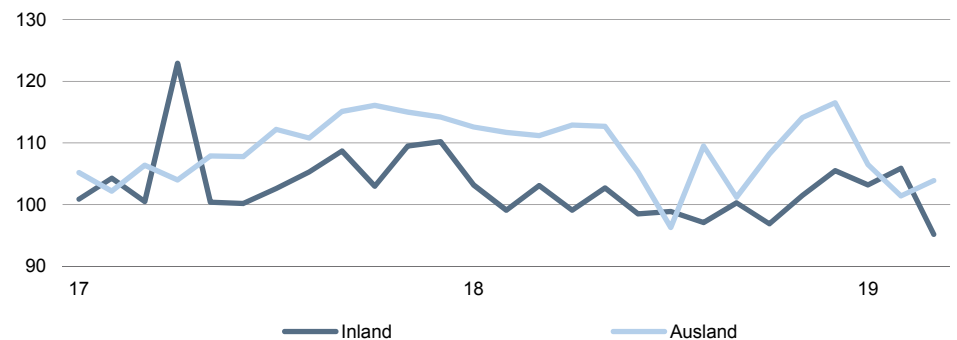


Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe

Auftragsingang, sb.

5

Automobilindustrie in Deutschland, 2015=100



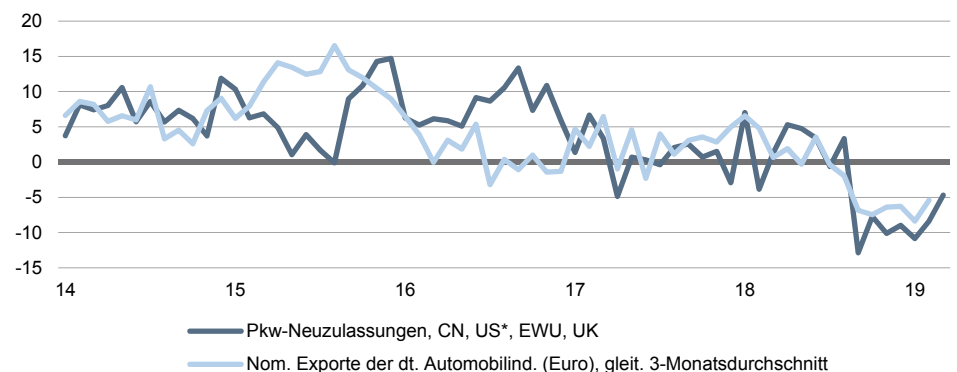
Quelle: Statistisches Bundesamt

Grafik 5: Die Auftragsgänge aus dem Inland gaben im März deutlich nach. Dagegen konnte der Abwärtstrend bei den Auslandsaufträgen zuletzt gestoppt werden. Die Pkw-Neuzulassungen tendierten in den ersten vier Monaten von 2019 seitwärts auf hohem Niveau. Bei den Auslandsbestellungen ist ab dem 2. Halbjahr wieder 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 Anfang 2019 hatte rückläufige Ausfuhren der deutschen Automobilindustrie zur Folge. Im Durchschnitt des gesamten 1. Halbjahrs 2019 dürften die Exporte gg. Vj. sinken.

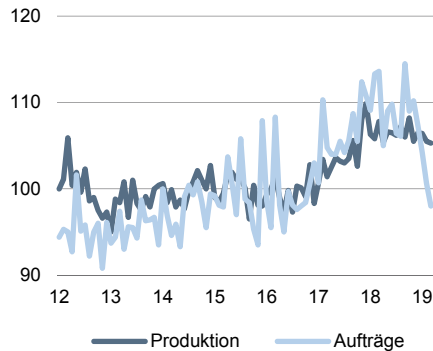
Eric Heymann (+49 69 910-31730, eric.heyman@db.com)



Maschinenbau: Schlechter Jahresauftakt 2019 im Gesamtjahr kaum zu kompensieren

Schlechter Jahresauftakt

Maschinenbau in Deutschland, sb., 2015=100



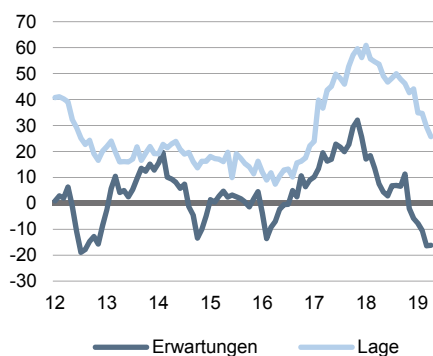
Quelle: Statistisches Bundesamt

- Der deutsche Maschinenbau begann das Jahr 2019 ohne merklichen Fertigungsüberhang aus dem Vorjahr. Die Auftragseingänge sanken im 1. Quartal 2019 gegenüber dem Schlussquartal 2018 um 7,3%. Die hohen Auftragsbestände in der konjunktursensiblen Branche stützen zwar immer noch die Fertigung. Gleichwohl lag die Produktion im ersten Quartal 2019 rd. 1% unter dem Vorquartal. Diese macht deutlich, dass die Flaute der deutschen Industriekonjunktur nicht (alleine) durch die vielzitierten Sondereffekte wie WLTP oder das Niedrigwasser des Rheins zu erklären ist, sondern vielmehr der globalen Nachfrageschwäche nach Industriegütern geschuldet ist.
- Selbst bei der von uns erwarteten Besserungstendenz der Produktion im zweiten Halbjahr dürfte der Maschinenbau 2019 nicht um einen Fertigungsrückgang um 1 bis 2% herumkommen. Das wäre der erste Produktionsrückgang seit 2013 (damals: -1,6%). In Relation zum drastischen Produktionseinbruch 2009, als die Fertigung des Maschinenbaus infolge der globalen Wirtschaftskrise um 26% sank, wäre der diesjährige Rückgang aber merklich besser zu verkraften. Die Maschinenbauer müssen also nicht in Hektik verfallen.

2018 war für den Maschinenbau das fünfte Wachstumsjahr in Folge. Die deutschen Maschinenbauer konnten die Fertigung – auch dank eines Fertigungsüberhangs aus dem Jahr 2017 – um preisbereinigt 2,2% steigern. Das Fertigungshoch wurde 2018 im Oktober erreicht; seither ist die Tendenz abwärts gerichtet. Dies zeigt auch die Kapazitätsauslastung der Maschinenbauer, die Anfang Oktober 2018 noch 90,5% betrug, bis Anfang April 2019 aber auf 87,4% korrigierte.

Stimmung deutlich verschlechtert

Geschäftsklima im Maschinenbau in DE, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo

Laut ifo-Institut schätzen die Maschinenbauer ihre Geschäftslage deutlich pessimistischer als noch vor Jahresfrist ein. Die Einschätzungen haben bis zuletzt nachgegeben, liegen aber immer noch deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt. Dagegen befinden sich die Geschäftserwartungen seit November 2018 im negativen Bereich. Zwar sind sie im April erstmals seit 6 Monaten nicht weiter gefallen, aber es dürfte zu früh sein, dies als nachhaltige Trendumkehr zu bewerten. Nach unserer Einschätzung deuten die Stimmungsindikatoren und die Aufträge nicht darauf hin, dass bereits das 2. Quartal eine Besserung für den Maschinenbau bringt.

Verantwortlich für das Abflachen der Maschinenbaukonjunktur ist eine Vielzahl von Einflussfaktoren. Für den exportorientierten Maschinenbau (Exportquote 63%; also höher als im Durchschnitt des gesamten Verarbeitenden Gewerbes: 50%) ist die Eintrübung der Weltkonjunktur relevant. Das Auslandsgeschäft bremsen nicht nur die Irritationen rund um den USA/China-Konflikt, die zuletzt wieder gestiegen sind. Das ist auch deshalb relevant, weil es sich um die beiden größten Kundenländer handelt, die 2018 zusammen 22% der deutschen Maschinenexporte aufnahmen (USA 11%, China: 10,7%). Dämpfend wirk(t)en auch die US-Sanktionsdrohungen Richtung Europa, nicht zuletzt Deutschland; und hier wichtiger Maschinenbaukunden wie der heimischen Autoindustrie. Für diese ist Nordamerika nicht nur ein wichtiges Absatzgebiet, sie betreibt dort – und in Mexiko – auch wichtige Produktionsstätten. Auch die Themen Russland und Brexit sind für die Maschinenbauer und ihre Kunden produktionsrelevant, und kosten Dynamik. 2018 gingen 47% der deutschen Maschinenexporte in die EU-28. Für die deutschen Maschinenbauer sind damit die vielfältigen Irritationen rund um die Weltkonjunktur sehr relevant, da sie ihren Absatz schmälern.

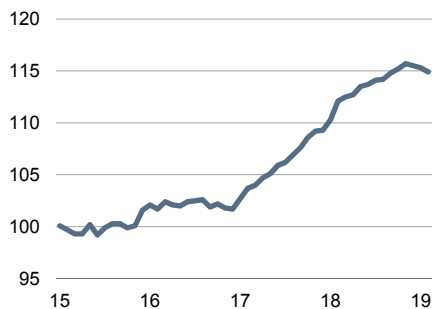


Globale Konflikte dämpfen 2019 Maschinenbaukonjunktur

Höhepunkt überschritten

3

Maschinenbau in Deutschland,
Auftragsbestand, sb., 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Mittlerweile haben die Unsicherheiten aus dem globalen Handelszwist und in Europa im Geschäft mit wichtigen Industriekunden deutliche Spuren hinterlassen. Die Palette der betroffenen Maschinenbaukunden reicht von der Autoindustrie über Teile der Elektrotechnik bis hin zur Metallindustrie. Die eingetrübten Aussichten in diesen Kundenbranchen führen zu mehr Zurückhaltung in der Anschaffung neuer Maschinen(lösungen). Eine größere Ausnahme ist die heimische Bauindustrie. Deren nach wie vor gute Branchenkonjunktur führt zu einer immer noch recht stabilen Inlandsnachfrage bei Baumaschinen und Baustoffanlagen. Eine zweite positive Ausnahme ist das Geschäft mit Bergbaumaschinen. Deutschen Maschinenbauern kommt dabei die immer noch recht stabile Entwicklung im globalen Eisen- und NE-Metallgeschäft zugute.

Eine allmähliche Stabilisierung im Maschinenbau könnte ab dem 3. Quartal einsetzen. Doch trotz der von uns erwarteten Fertigungsbelegung dürfte auf das Gesamtjahr 2019 gerechnet ein Produktionsrückgang im Maschinenbau um 1 bis 2% resultieren. Stützend wirkt der hohe Auftragsbestand, wenngleich dieser in den letzten Monaten leicht gesunken ist.

Positiv für die Maschinenbaukonjunktur wäre eine Abschwächung des aktuellen USA/China-Wirtschaftskonflikts. Die im langfristigen Vergleich überaus niedrigen Zinsen könnten eine allmähliche Investitionsbelegung stützen und damit der Maschinenbaukonjunktur zugutekommen, wobei diese Situation natürlich nicht neu ist. Sollte der Euro bis Ende 2019 etwas stärker werden, würde dies die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Maschinenbauer im Nicht-Euro-Bereich dämpfen. Eine Stabilisierung der Weltkonjunktur und damit insbesondere in Nordamerika und China wäre aber für den deutschen Maschinenbau höher zu veranschlagen.

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

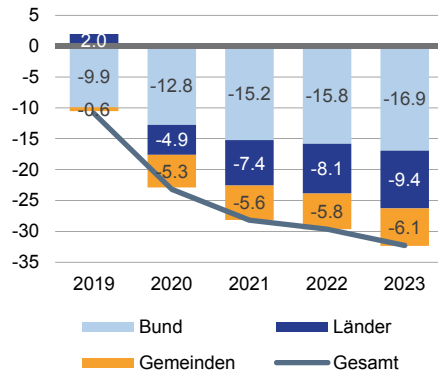


Steuerschätzung: Realitätscheck für die Haushaltspolitik

Die schwache Konjunktur belastet die Entwicklung der Steuereinnahmen

1

Steuermindereinnahmen: Schätzungen vom Mai 2019 im Vgl. zum Oktober 2018, EUR Mrd.

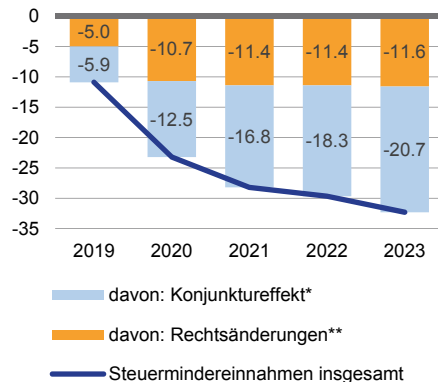


Quellen: Arbeitskreis Steuerschätzung, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Aber auch Steuerrechtsänderungen mindern das Steueraufkommen

2

Steueraufkommen (Gesamtstaat), Schätzungen vom Mai 2019 im Vgl. zum Okt. 2018, EUR Mrd.



* Schätzabweichung aus gesamtwirtschaftlichen Gründen und infolge unvorhergesehener Verhaltensänderungen der Wirtschaftssubjekte.
** einschließlich Änderungen bei EU-Abführungen

Quellen: Arbeitskreis Steuerschätzung, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Steuerrechtsänderungen und schwächelnde Konjunktur verdüstern den Ausblick für die Steuereinnahmen

Nun ist offiziell, was längst keine Überraschung mehr war! Die Wachstumsschwäche der deutschen Wirtschaft wird sich deutlich negativ auf die Staatsfinanzen auswirken, weil sie zu erheblichen Steuermindereinnahmen bei allen Gebietskörperschaften (Bund, Länder, Gemeinden) führt. Zwar kann der Staat nach den jüngsten Schätzergebnissen des Arbeitskreises Steuerschätzung auch künftig mit höheren Steuereinnahmen rechnen, jedoch dürften die Steuerzuwächse deutlich kleiner ausfallen als noch letzten Herbst angenommen.

Hintergrund ist, dass die Bundesregierung im April 2019 ihre Wachstumsprognose für das laufende Jahr nochmals kräftig von 1,0% auf nur noch 0,5% herabgesetzt hat (DB-Prognose für 2019: 0,7%). In ihrer Herbstprognose, die die Grundlage für die vorherige Steuerschätzung (vom Oktober 2018) war, ging die Regierung für 2019 sogar noch von einem realen BIP-Zuwachs von 1,8% aus.

Auf Basis der jüngsten Steuerschätzung vom Mai 2019 dürften bis einschließlich 2023 Steuereinnahmen von insgesamt EUR 124,3 Mrd. fehlen. Größter Verlierer dürfte dabei der Bund sein: Ihm entgehen in den nächsten fünf Jahren voraussichtlich insgesamt 70,6 Mrd. an Steuermitteln (im Vergleich zu den Oktober-Schätzergebnissen). Die Mindereinnahmen von Ländern und Gemeinden dürften ebenfalls beträchtlich sein, jedoch mit EUR 27,7 Mrd. bzw. EUR 23,3 Mrd. deutlich geringer als beim Bund ausfallen (siehe Grafik 1).

Neben den nach unten korrigierten Makroannahmen (BIP-Wachstum, Wachstum der Löhne sowie Unternehmens- und Vermögenseinkommen)¹ wirken sich auch einige von der Bundesregierung umgesetzte Steuerrechtsänderungen aufkommensmindernd aus (wie z.B. das „Starke-Familien-Gesetz“ oder der Abbau der kalten Progression). Nach Berechnungen des Bundesfinanzministeriums bzw. der Steuerschätzer geht mit EUR 50,1 Mrd. ein bedeutender Teil der Mindereinnahmen (Gesamtstaat) auf solche Steuerrechtsänderungen zurück, der schlechteren Konjunktur sind weitere 74,2 Mrd. geschuldet. In diesem Jahr halten sich die durch Steuerrechtsänderungen und den Konjunkturabschwung bedingten Effekte auf das Steueraufkommen des Gesamtstaates in etwa die Waage (siehe Grafik 2).

Auf Bundesebene ist der Rückgang bei den über den Prognosezeitraum 2019–23 erwarteten (kumulierten) in etwa hälftig durch Steuerrechtsänderungen und negative konjunkturelle Entwicklungen getrieben: Während der „Rechteeffekt“ (einschließlich von Änderungen bei EU-Abführungen) zu Mindereinnahmen von insgesamt EUR 35,5 Mrd. führt, gehen dem Bund durch die schlechtere Konjunktur („Konjunkturreffekt“) schätzungsweise rund EUR 35,1 Mrd. an Steuereinnahmen verloren.

¹ Die jüngste Steuerschätzung basiert auf einer realen BIP-Wachstumsrate von 0,5% für 2019 und 1,5% für 2020 (zuvor: jeweils 1,8%). Für das nominale BIP werden Zuwächse von 2,8% für 2019 (zuvor: 3,8%), 3,5% für 2020 (3,7%) und jeweils 3,0% für 2021–23 (3,2%) erwartet. Die erwarteten Zuwächse bei den (für die Lohnsteuerentwicklung maßgeblichen) Bruttolöhnen und Bruttogehältern wurden für 2019 auf 4,4% angehoben (zuvor: 4,2%), jedoch für 2020 leicht auf 3,9% nach unten angepasst (4,0%). Diese Anpassungen sind eine Folge der noch immer sehr guten Arbeitsmarktentwicklungen. Für die Jahre 2021–23 wurde die Prognose auf jeweils 2,8% (2,9%) zurückgenommen. Kräftige Abwärtskorrekturen gab es jedoch bei den für die gewinnabhängigen Steuerarten maßgeblichen Unternehmens- und Vermögenseinkommen. So wurde die Wachstumsprognose für 2019 auf -1,5% (von zuvor 2,9%) und für 2020 auf 2,9% (3,5%) nach unten revidiert.



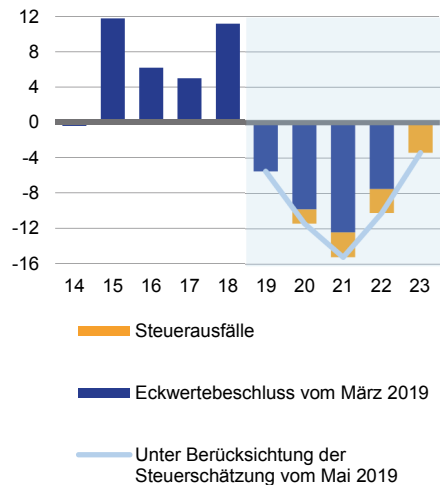
Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe

Flüchtlingsrücklage reicht wohl nicht mehr zur Defizitdeckung aus

Finanzierungsdefizite des Bundes fallen noch größer aus als gedacht

3

Finanzierungssaldo des Bundes*, EUR Mrd.



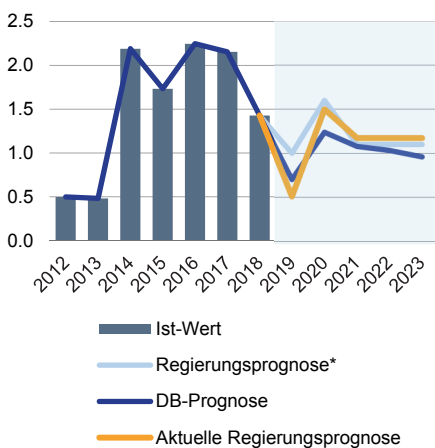
* ohne Einzahlungen in und Entnahmen aus Rücklagen

Quellen: Arbeitskreis Steuerschätzung, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Reales BIP-Wachstum: DB-Prognose vs. Regierungsprognose

4

% gg. Vj.



* Deutsches Stabilitätsprogramm (17. April 2019)

Quellen: Destatis, Eurostat, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Zur Erinnerung: In ihrem Eckwertebeschluss vom März 2019 rechnete die Bundesregierung bereits mit dauerhaften Finanzierungsdefiziten im Bundeshaushalt bis mindestens zum Haushaltsjahr 2022. In der Finanzplanung war erst wieder ab 2023 ein ausgeglichener Bundeshaushalt (ohne Entnahmen aus Rücklagen) vorgesehen. Laut Eckwertebeschluss sollten sämtliche Finanzierungsdefizite im Finanzplanungszeitraum über einen vollständigen Verbrauch der Flüchtlingsrücklage² gedeckt werden (siehe Grafik 6 und 7). Dieser Rückgriff auf aus vergangenen Haushaltsjahren herrührende (und noch nicht verfallene) Kreditermächtigungen sollte sicherstellen, dass die Bundesregierung auch im gegenwärtigen Konjunkturabschwung ihr haushaltspolitisches Ziel der „Schwarzen Null“ halten kann (Nettokreditaufnahme von Null).

Nach der jüngsten Steuerschätzung zeichnet sich jedoch unweigerlich ab, dass die Haushaltsdefizite des Bundes in den nächsten Jahren noch größer ausfallen dürften als bisher in den Finanzplanungen abgebildet. Auch wenn das für 2019–23 kumulierte Steueraufkommen des Bundes nach den jüngsten Steuerschätzungen vom Mai 2019 um EUR 70,6 Mrd. niedriger ausfallen dürfte als noch zuletzt im Oktober 2018 prognostiziert, fällt der haushaltsbelastende Effekt bezogen auf die bisherigen Finanzplanungen wohl deutlich niedriger aus. Dies liegt daran, dass Bundesfinanzminister Scholz in seiner Finanzplanung bereits für einen Großteil der durch die schlechtere Konjunktur und Steuerrechtsänderungen hervorgerufenen Steuermindereinnahmen Vorsorge getroffen hat. Laut Auskunft des Bundesfinanzministeriums dürften sich die Steuereinnahmen des Bundes im Vergleich zu den unterstellten Werten im Eckwertebeschluss vom März insgesamt – also über den gesamten Planungszeitraum 2019–23 – um „lediglich“ EUR 10,5 Mrd. ermäßigen. Dementsprechend dürften sich die Finanzierungsdefizite des Bundes in den folgenden Haushaltsjahren auch nur um diesen Betrag ausweiten (siehe Grafik 3)³. Auch wenn der vorgenannte Betrag deutlich geringer ist als das, was die jüngsten Abwärtskorrekturen bei der Steuerschätzungen auf den ersten Blick nahelegen, geht von der derzeitigen Steuerflaute ein erhebliches Konfliktpotenzial für die weitere Zusammenarbeit in der Regierungskoalition aus.

Schlechtere Konjunktur und expansiver Kurs lassen Haushaltsüberschüsse abschmelzen

Unsere Prognosen für den gesamtstaatlichen Haushalt (nach Maastricht-Definition) spiegeln die schlechtere konjunkturelle Entwicklung bereits wider. Wir erwarten für 2019 und 2020 ein reales BIP-Wachstum von lediglich 0,7% und 1,2%, sodass die Konjunktur in diesem und nächstem Jahr insgesamt weitestgehend neutral auf den Staatshaushalt wirken dürfte. Wir gehen davon aus, dass der gesamtstaatliche Überschuss von einem Rekordwert von 1,7% des BIP 2018 auf 0,8% 2019 und 0,5% 2020 zurückgehen wird – eine Folge der schlechteren Konjunktur und der expansiven Maßnahmen der Regierung (Gemeinschaftsdiagnose-Schätzung : rund 0,7% des BIP in diesem Jahr). Die Regierung ging in ihrem Stabilitätsprogramm (vom April 2019) davon aus, dass der gesamtstaatliche Überschuss 2019/20 bei ¾% des BIP liegen dürfte (siehe Grafik 5). Allerdings galten diese Prognosen noch auf Basis einer höheren realen

² Diese betrug Ende 2018 rund EUR 35,2 Mrd. (ca. 1,0% des BIP).

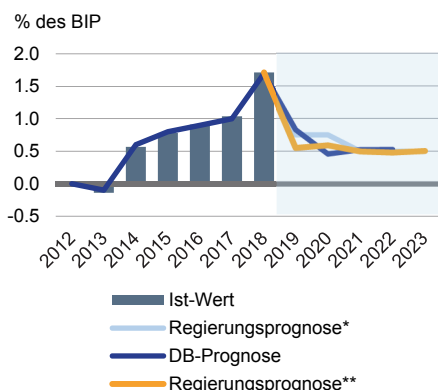
³ Die Steuerausfälle (gegenüber den März-Eckwerten) dürften rund EUR 1,6 Mrd. 2020, EUR 2,8 Mrd. 2021, EUR 2,7 Mrd. 2022 und EUR 3,4 Mrd. 2023 betragen. Demnach dürften sich die Finanzierungsdefizite des Bundes um die vorgenannten Beträge in den Jahren 2020–23 entsprechend vergrößern – sofern keine fiskalischen Gegenmaßnahmen (wie z.B. Steuererhöhungen oder Ausgabenkürzungen) ergriffen werden.



Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe

Gesamtstaatlicher Finanzierungssaldo:
DB Prognose vs. Regierungsprognose

5

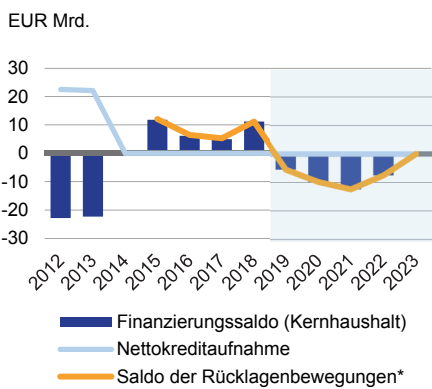


* Deutsches Stabilitätsprogramm (17. April 2019)
** Prognosen aus dem Deutschen Stabilitätsprogramm unter Berücksichtigung der mittlerweile herabgesetzten Wachstumsprognosen der Bundesregierung. Approximiert anhand einer gesamtstaatlichen Budgetsemielastizität in Höhe von 0,551.

Quellen: Destatis, Eurostat, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Nach den bisherigen Planungen kann die „Schwarze Null“ nur dank der Flüchtlingsrücklage gehalten werden

6

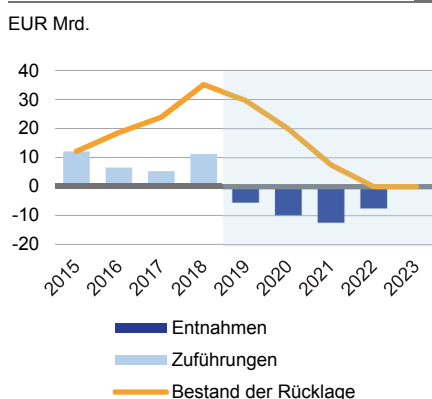


* nur Flüchtlingsrücklage

Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Die „Flüchtlingsrücklage“ sollte schon nach den bisherigen Plänen bis 2022 vollständig aufgebraucht sein

7



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

BIP-Wachstumsprognose von 1,0% für 2019 (siehe Grafik 4). Trotz der schlechteren Konjunktur dürfte der deutsche Staat weiterhin moderate Haushaltsüberschüsse erzielen und daher die gesamtstaatliche Schuldenstandquote weiter fallen. Diese dürfte unserer Prognose nach von 60,9% des BIP 2018 auf dann nur noch 58,3% Ende 2019 und 56,0% Ende 2020 zurückgehen.

Steuerflaute erschwert Einhaltung der „Schwarzen Null“ und bringt daher erhebliches Konfliktpotenzial über den weiteren finanzpolitischen Kurs der Bundesregierung

Denn ohne positive Überraschungen bei den Steuereinnahmen (eine stets höchst willkommene und regelmäßige Hilfe in vergangenen Haushaltsjahren) und/oder weiteren Einsparungen bei den Staatsausgaben wird die Flüchtlingsrücklage in den nächsten fünf Jahren wohl nicht mehr wie geplant zur vollständigen Deckung der Finanzierungsdefizite ausreichen (siehe Grafiken 3, 6 und 7). Daher erscheint es wenig wahrscheinlich, dass die CDU deutlichere Steuersenkungen durchsetzen können (wie z.B. über eine vollständige Abschaffung des Solidaritätszuschlags). Ebenso unwahrscheinlich scheint jedoch auch, dass die SPD mit ihrem Prestigeprojekt der Grundrente („Respektrente“) für langjährige Geringverdiener wie derzeit geplant tatsächlich Ernst machen könnte. Entgegen den Vereinbarungen im Koalitionsvertrag will Arbeitsminister Heil (SPD) auf eine Bedürftigkeitsprüfung verzichten, was zu erheblichen Mehrausgaben führen dürfte. Die CDU besteht hingegen auf eine solche Prüfung. Ursprünglich wurden die jährlichen Mehrausgaben für die Grundrente auf rund EUR 5 Mrd. beziffert. Ohne Bedürftigkeitsprüfung könnten sie sich jedoch schnell auf ca. EUR 10 Mrd. verdoppeln und somit die Finanzplanung des Bundes weiter verschärfen.

Nach der jüngsten Steuerschätzung sind zwei Dinge klar. Erstens, die Zeiten des finanziellen Überschusses sind nun endgültig vorbei. Und zweitens, die Bundesregierung muss endlich klare(re) haushaltspolitische Prioritäten setzen. Etwaige Koalitionskonflikte werden sich künftig nicht mehr so leicht wie in der Vergangenheit, nämlich über Mehrausgaben, lösen lassen. Zumindest nicht, wenn die „Schwarze Null“ auch weiterhin Bestand haben soll – ein Haushaltsziel der Groko, das sowohl für die CDU-Führung als auch SPD-Finanzminister Scholz derzeit noch immer Priorität hat, aber unter vielen Politikern und Ökonomen mittlerweile zunehmend infrage gestellt wird. Anlass zur Sorge geben die jüngsten aus dem Arbeitsministerium kursierenden Ideen zur Finanzierung der Grundrente ohne Bedürftigkeitsprüfung. Denn diese deuten darauf hin, dass in Zeiten knapper Steuergelder schlicht die Beitragszahler der Krankenkassen und Arbeitslosenversicherung – zumindest in Teilen – die Rechnung für die kostspielige Rentenpolitik der Regierung bezahlen könnten. Sollte die Regierung tatsächlich die Sozialkassen noch stärker zur Finanzierung sozialpolitischer Projekte heranziehen (und nicht wie geboten aus Steuerzuschüssen finanzieren) und damit die von den Arbeitgebern und -nehmern gezahlten Sozialbeiträge zweckentfremden, wäre dies ein schwerer Schlag für die politische Glaubwürdigkeit der Groko sowie für das Vertrauen der Bürger in die Nachhaltigkeit der deutschen Sozialversicherungen und Staatsfinanzen.

Wir gehen spannenden und richtungsweisenden Monaten entgegen, die sowohl für die „Schwarze Null“ als auch die Berliner Regierungskoalition entscheidend werden dürften.

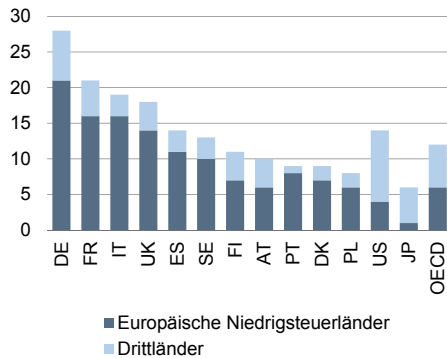
Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)



Digitalsteuer: Skepsis angebracht⁴

Errechnete Verluste an Unternehmenssteuern durch Gewinnverlagerung

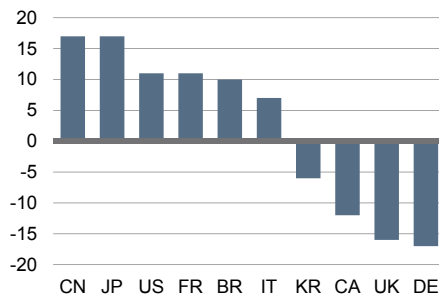
Verlust in % des Körperschaftsteueraufkommens durch Verlagerung in .., Stand 2015



Quelle: Torslov, T.R. et al. (2018). The Missing Profits of Nations, NBER Working Paper, Online Appendix

Gewinner u. Verlierer einer Reform der Unternehmensbesteuerung in den G20

Prozent jeweiliger nationaler Bemessungsgrundlage*, %



* ausgewählte Länder, Annahme: Reform analog der Pläne der EU-Kommission für eine Gemeinsame Konsolidierte Bemessungsgrundlage (GKKB)

Quelle: IW-Köln

Die Digitalsteuer wird heiß debattiert. Frankreich, Großbritannien, Italien, Österreich und Spanien haben die Einführung bereits beschlossen. Hingegen konnten sich die EU-Finanzminister im März nicht auf ein EU-weites Modell einigen. Damit wollte die EU-Kommission drohenden Wettbewerbsverzerrungen und einer Zersplitterung des Binnenmarktes durch nationale Alleingänge entgegenwirken.

Aber alle Ansätze, die auf Besteuerung der Erträge statt der Gewinne zielen, weisen gravierende Mängel auf. Werden Kosten nicht berücksichtigt, droht Substanzbesteuerung. Das schadet v.a. margenschwächeren, jüngeren Unternehmen.

Angesichts weithin als unzureichend empfundener Steuerzahlungen großer Konzerne der Digitalwirtschaft dürfte der Handlungsdruck für die Politik groß bleiben. Freilich wird die Steuerlücke oft überzogen dargestellt, auch resultiert sie teilweise aus politisch gewollten Vergünstigungen.

Experten plädieren für international abgestimmte Lösungen. Darauf zielt die von OECD und G20 initiierte BEPS-Initiative. Diese sieht drei steuerpolitische Herausforderungen digitaler Geschäftsmodelle: 1. umfangreiche Geschäftstätigkeit aus weiter Ferne, 2. erweiterte Möglichkeiten zur Gewinnverlagerung wegen des hohen Einsatzes immaterieller Vermögenswerte, wie Lizenzen und Marken, 3. soll der Beitrag, den Nutzer in der digitalen Welt zur Wertschöpfung leisten, vor Ort im Bestimmungsland und nicht am Unternehmenssitz besteuert werden.

Während der zweite Punkt durch laufende Modifikationen des internationalen Steuerrechts adressiert wird, erfordern die anderen beiden Probleme neue Ansätze. Aber keiner der Vorschläge dazu scheint konsensfähig zu sein. So wirft das Vorhaben, Wertschöpfungsbeiträge durch Nutzer zu besteuern, schwierige Abgrenzungsfragen auf. Worin besteht die Wertschöpfung? Wo findet sie statt? Wie lassen sich daraus abgeleitete Gewinne auf beteiligte Länder verteilen?

Angesichts der Expansion digitaler Dienste – Stichwort: ‚smart everything‘ – besteht die Gefahr, dass Einfallstore für umfassende, willkürliche Besteuerung unternehmerischer Aktivitäten entstehen. Die wäre nicht zuletzt für die deutsche Industrie, die viel in die Digitalisierung ihrer Produkte investiert, problematisch.

Disruption, der Kernbegriff der Digitalisierungsdebatte, könnte auch für die internationale Steuerpolitik gelten. Jedenfalls steckt in manchen der jetzt ebenfalls debattierten weitreichenden neuen Regeln genügend Sprengkraft, um das herkömmliche System der Unternehmensbesteuerung aus den Angeln zu heben.

Unter den Konzepten für ein erweitertes Regelwerk sind neben einer (internationalen) Digitalsteuer Mindeststeuern ins Blickfeld gerückt. Protagonisten berufen sich dabei u.a. auf entsprechende Elemente der jüngsten Steuerreform in den USA. Derzeit steht aber noch nicht fest, welchen Weg die Staatengemeinschaft einschlagen wird, obgleich bis Ende 2020 ein Konsens präsentiert werden soll. Bei einer Neuaufteilung des internationalen Steuerkuchens könnte Deutschland zu den Verlierern gehören.

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

⁴ Zusammenfassung des Deutsche Bank Research EU-Monitors Digitalsteuer: Skepsis angebracht, 2. Mai 2019



Lockere finanzielle Bedingungen in Deutschland und ihre Wirkung

Financial Conditions Index für Deutschland 1

Zur Konstruktion des Financial Conditions Index für Deutschland ziehen wir 19 Indikatoren heran (für genauere Einzelheiten vgl. Angelopoulos, Balfoussia und Gibson (2013)). Dabei handelt es sich um die Kreditvergabe an Nicht-Finanzunternehmen, die Kreditvergabe an die privaten Haushalte, den Spread zwischen dem Zinssatz für Nicht-Finanzunternehmen und dem Einlagensatz für Nicht-Finanzunternehmen, den Spread zwischen dem Zinssatz für Überziehungskredite für Nicht-Finanzunternehmen und dem Einlagensatz für Nicht-Finanzunternehmen, den Spread zwischen dem Zinssatz auf Konsumentenkredite und dem Einlagensatz für die privaten Haushalte, den Spread zwischen dem Zinssatz für Hypothekenkredite und dem Einlagensatz für die privaten Haushalte, die Anleiheemissionen von Nicht-Finanzunternehmen, die Anleiheemissionen von Banken, den Spread zwischen dem 3-Monats-Euribor und dem Eonia, den Spread zwischen dem 2-Jahres-Euribor und dem Eonia, den Spread zwischen dem 10-Jahres-Euribor und dem Eonia, die Angaben in der EZB-Umfrage zur Kreditvergabe der Banken (BLS) in Bezug auf den Zugang der Banken zu Kapitalmarktfinanzierungen, die Liquiditätsposition der Banken, die Aussichten für den Immobilienmarkt, die Kreditwürdigkeit der Verbraucher, die monatliche Veränderung des VSTOXX, die monatliche Veränderung des DAX, die Entwicklung der Inflation gg. Vj. und den Immobilienpreisindex. Diese Indikatoren werden sämtlich aus den Statistiken der EZB bezogen. Mit Ausnahme des Euribor, der Eonia-Sätze und des VSTOXX-Index verwenden wir ausschließlich Daten aus Deutschland. Alle Daten mit Ausnahme der BLS-Umfrage sind ab Januar 2003 monatlich verfügbar. Für die BLS-Umfragen wiederholen wir die Werte monatlich. Zuletzt haben wir alle Indikatoren auf den Durchschnittswert bezogen und durch die Standardabweichungen geteilt, um die möglichen Auswirkungen von Ausreißern zu minimieren. Wir haben eine Hauptkomponentenanalyse für unsere Daten durchgeführt und die sechs wichtigsten Faktoren ermittelt, die Veränderungen unserer Indikatoren widerspiegeln. Zur Konstruktion des endgültigen Index ziehen wir die in der Hauptkomponentenanalyse ermittelten Gewichtungen heran.

Literatur: Angelopoulos, Balfoussia und Gibson (2013), Building a Financial Conditions Index for the Euro Area and Selected Euro Area Countries, ECB Working Paper Nr. 1541.

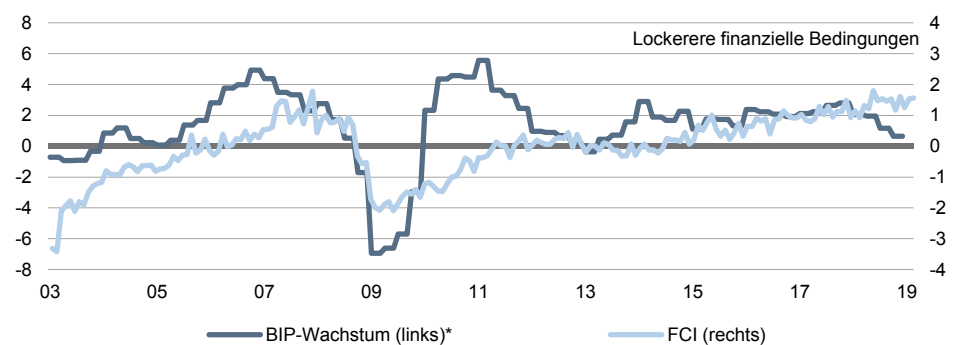
Quelle: Deutsche Bank Research

Seit dem Beginn des quantitativen Lockerungsprogramms der EZB im Jahr 2015 sind die finanziellen Bedingungen in Deutschland laut unserem Financial Conditions Index (FCI) stetig lockerer geworden. Auch wenn der Rückgang an den Aktienmärkten der letzten Tage und der sich verschärfende Handelsstreit einige Indikatoren negativ beeinflusst haben, bleibt der FCI im Großen und Ganzen innerhalb seines langfristigen Trends. Unser Index ist ein Kompositindikator für die finanziellen Bedingungen und spiegelt die Entwicklung des Kreditwachstums, der Kreditmargen, der Aktien- und Rentenmärkte, der Kreditvergabe der Banken und des makroökonomischen Umfelds wider (weitere Einzelheiten zur Methode und den berücksichtigten Variablen werden im Kasten erläutert). Er ist daher deutlich informativer als Standardindikatoren wie z.B. die Kurzfristzinsen; diese wurden häufig als Indikator für die finanziellen Bedingungen herangezogen, bevor die Leitzinssätze so lange Zeit auf ein derartig niedriges Niveau gesenkt wurden. Der FCI für Deutschland i) gibt Aufschluss über die Kreditkosten, die für den privaten Sektor an den Finanzmärkten und bei einer Kreditaufnahme bei Finanzinstituten anfallen und sich aus verschiedenen Faktoren (nicht nur den Kurzfristzinsen) ergeben, ii) spiegelt die Entwicklung der Risikobereitschaft der Banken wider, die neben den Kreditkosten ein wichtiger Indikator für die Verfügbarkeit von Krediten hinaus ist, und iii) erfasst Kursbewegungen, die ihrerseits Aufschluss über das Vermögen des privaten Sektors und die künftige Ausgabenbereitschaft geben. Damit trägt er dazu bei, die Verknüpfungen zwischen den Makrodaten und den finanziellen Bedingungen zu erfassen und finanziellen Stress frühzeitig zu erkennen.

Die Entwicklung des FCI für Deutschland seit dem Jahr 2008 lässt sich in drei verschiedene Phasen einteilen: 1) deutliche Verschärfung während der Finanzkrise und in den Jahren danach, 2) gewisse Normalisierung während der Staatsschuldenkrise, 3) deutliche Lockerung seit Beginn des QE-Programms der EZB. Im Jahr 2019 erreichte der FCI seinen Höchststand und lag sogar über dem Vorkrisenniveau. Dazu tragen unter anderem die Einengung der Kreditmargen und die niedrigeren Anleihespreads bei, welche den negativen Effekt der schwächeren DAX-Performance seit Mitte 2018 kompensieren. An den Kreditvergabestandards der Banken hat sich kaum etwas geändert, da die Kreditinstitute weiterhin Zugang zu Kapitalmarktfinanzierungen hatten und ihre Liquiditätsausstattung solide war. Zudem haben sich die Aussichten für den Immobilienmarkt und die Bonität der Verbraucher nicht verschlechtert. Dies trug wahrscheinlich zu einer weiteren Lockerung der Finanzierungsbedingungen in Deutschland bei. Die Nettokreditvergabe an Nicht-Finanzunternehmen bzw. an

Entkoppelung von finanziellen Bedingungen und BIP-Wachstum in Deutschland 2

% gg. Vj. links, Zahl der Standardabweichungen vom Mittelwert rechts



*wiederholte Werte pro Quartal

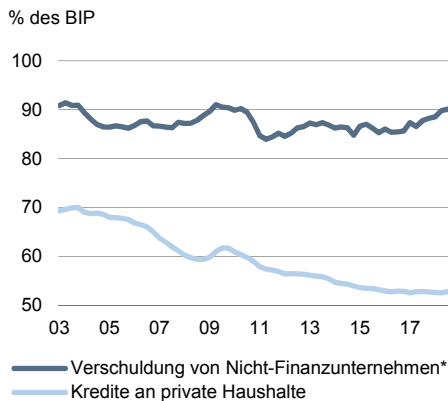
Quellen: Deutsche Bank Research, Haver Analytics LP



Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe

Keine Belege für übermäßige Verschuldung in Deutschland

3



*Schuldverschreibungen, Kredite, Altersvorsorgeansprüche, Handelskredite und -vorschüsse

Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

private Haushalte blieb daher mit EUR 23 Mrd. bzw. EUR 13 Mrd. in Q1 2019 hoch. Kurz, die finanziellen Bedingungen in Deutschland reagieren positiv auf die anhaltende Lockerung der Geldpolitik.

Was impliziert der FCI für Deutschlands künftige Wachstumsraten? Mit rund 45% ist die Korrelation⁵ zwischen den finanziellen Bedingungen und dem Wirtschaftswachstum moderat, wenngleich sie sich ab 2013 etwas verstärkt hat. Dementsprechend ging die Lockerung des FCI in den vergangenen fünf Jahren mit einem stabilen BIP-Wachstum von rund 2–2,5% gg. Vj. einher. Seit Mitte 2018 hat sich das BIP-Wachstum allerdings von der Entwicklung des FCI abgekoppelt. Nun stellt sich die Frage, ob ein stagnierendes Wachstum zu restriktiveren finanziellen Bedingungen führt. Eine einfache Kausalitätsanalyse⁶ der Beziehung zwischen BIP-Wachstum und FCI zeigt, dass dies wahrscheinlich nicht der Fall ist. Lockere finanzielle Bedingungen können zwar zumindest kurzfristig das Wachstum stimulieren, ein langsames Wachstum schlägt sich aber nicht unbedingt in restriktiveren finanziellen Bedingungen nieder.

Lockere finanzielle Bedingungen können das Wachstum zwar kurzfristig stützen, ein übermäßiges Kreditwachstum kann jedoch in Kombination mit sinkenden Kreditvergabestandards und einer höheren Risikobereitschaft mittelfristig zu einer beträchtlichen Konjunkturverlangsamung oder sogar einer Rezession führen. Im Falle Deutschlands deuten die Indikatoren für die Verschuldung allerdings nicht auf eine solche Entwicklung hin. Die Kredite an private Haushalte sind im Verhältnis zum BIP seit rund zehn Jahren stetig gesunken. Auch die Verschuldung der Nicht-Finanzunternehmen ist seit dem Jahr 2010 weitgehend konstant. Insgesamt haben die lockeren finanziellen Bedingungen in Deutschland also nicht zu einer übermäßigen Kreditaufnahme geführt, welche die finanzielle Stabilität gefährden könnte. Insgesamt deutet die jüngste Entwicklung des FCI für Deutschland also auf ein solides Umfeld hin; die Geldpolitik der Zentralbank wird in der Tat in Form lockererer finanzieller Bedingungen an die Gesamtwirtschaft weitergegeben.

Orçun Kaya (+49 69 910-31732, orcun.kaya@db.com)

⁵ Wir beziehen uns auf dynamische bedingte Korrelationen in einem multivariablen allgemeinen autoregressiven bedingten Heteroskedastizitätsmodell.

⁶ In einem Vektor-Autoregressions-(VAR-)Rahmenwerk verwenden wir das BIP-Wachstum und den auf den Mittelwert bezogenen FCI-Index als abhängige Variablen. Zur Vereinfachung berücksichtigen wir lediglich die Lags der abhängigen Variablen. Die Lags werden anhand der Akaike-Informationskriterien ausgewählt, denen zufolge die optimale Lag-Länge für das Modell bei vier liegt. Zur Ermittlung der Kausalität wenden wir nach der VAR-Schätzung einen Granger-Kausalitätstest an.



EZB: Zwischen kräftigem Q1-BIP und Handelsstreit

Mit dem überraschend starken BIP-Wachstum in der EWU von 0,4% gg. Vq. in Q1 dürfte zunächst einmal das Risiko, dass die EZB ihre Projektion von 1,1% für das Jahr 2019 reduzieren muss, deutlich abgenommen haben. Das Q1-Wachstum war aber zum Teil Sondereffekten zu verdanken (Witterung, Normalisierung der Lagerentwicklung nach starkem Abbau in Q4). Durch die erneute Eskalation im US-chinesischen Handelskonflikt und ein auch weiterhin nicht erkennbares Ende der Brexit-Sage ist überdies der Ausblick eher wieder fragiler geworden. Die Erwartung der EZB, dass das Wachstum in Q3 wieder 0.4% erreichen wird, erscheint vor diesem Hintergrund zumindest optimistisch. Insgesamt dürfte die EZB daher wenig Anlass sehen, ihre Jahresprojektion anzuhängen.

Risiko einer Verschiebung der geldpolitischen Entscheidung auf Juli gesunken. Das überraschend starke BIP-Wachstum in Q1 hat per se den Spielraum der EZB vergrößert, ihre geldpolitische Entscheidung vom 6. Juni auf die Folgesitzung am 25. Juli zu verschieben. Zwar liegen auch zum Zeitpunkt der Juli-Sitzung die BIP-Daten für Q2 noch nicht vor; die erste Schätzung steht erst eine Woche später am 31. Juli an. Dennoch könnte der Rat sehr viel besser abschätzen, ob sich das überraschend kräftige Wachstum von Q1 fortgesetzt hätte. Allerdings dürfte die infolge des verschärften Handelskonflikts gestiegene Unsicherheit einem Aufschub im Wege stehen. Zudem möchte die EZB den Finanzinstituten möglicherweise volle drei Monate Zeit geben, um sich auf die endgültigen Bedingungen des ersten TLTRO3-Tenders im September einzustellen und entsprechendes Vertrauen zu schaffen.

Geringeres Risiko einer weiteren Senkung des Einlagensatzes, zumindest im Jahr 2019. Bei der Pressekonferenz im April deutete Draghi u.a. überraschend an, eine weitere Senkung des Einlagenzinssatzes sei erforderlichenfalls eine Option. Wir meinen, die Makroerwartungen müssten für einen derartigen Schritt noch einmal deutlich nach unten korrigiert werden, wofür die Datenentwicklung derzeit nicht spricht. Unseres Erachtens wollte Draghi dem EZB-Rat geldpolitischen Handlungsspielraum verschaffen, von dem wohl aber eher sein Nachfolger im Jahr 2020 profitieren könnte.

Wir erwarten ein „Tiering“, Meinungsbildung in der EZB aber noch im Gange. In unserem Basisszenario für die EZB-Sitzung im Juni rechnen wir mit großzügigen TLTRO3-Konditionen („MRO minus“ für Banken, die den Vorgaben für die Kreditvergabe entsprechen) und einem Tiering, d.h. gestaffelte Zinssätze für die Einlagen der Geschäftsbanken bei der EZB. Laut der EZB hängt beides davon ab, wie die bankbasierten Finanzierungsbedingungen eingeschätzt werden und wie der Konjunkturausblick ausfällt. Dabei ist das Tiering das komplexere und umstrittenere Unterfangen. Deshalb steigt das Risiko, dass sich dafür zunächst keine Mehrheit im Rat findet, wenn der Konjunkturausblick nicht so schlecht wie befürchtet ausfällt. Dies entspricht unserer Einschätzung, in welcher Reihenfolge die EZB auf eine Eintrübung der Konjunkturerwartungen reagieren dürfte: Zuerst ist mit großzügigen TLTRO3-Konditionen zu rechnen, dann mit Tiering und schließlich mit einer Senkung des Einlagensatzes.

Coeurés Kommentare lassen vermuten, dass es der EZB derzeit an guten Argumenten für ein Tiering mangelt. Benoît Coeurés Widerstand gegen ein Tiering hätte den Markt kaum überraschen sollen; Coeuré hat in den vergangenen Jahren immer falkenhaftere Positionen vertreten und könnte sich dadurch als Kandidat für die EZB-Präsidentschaft in Stellung bringen wollen. Angesichts seiner Position und der Informationen, die ihm zur Verfügung stehen, zeigen seine Äußerungen insbesondere, dass die EZB an ihren internen Einschätzungen zu den Auswirkungen des negativen Einlagensatzes auf das Bankensystem festhält:



Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe

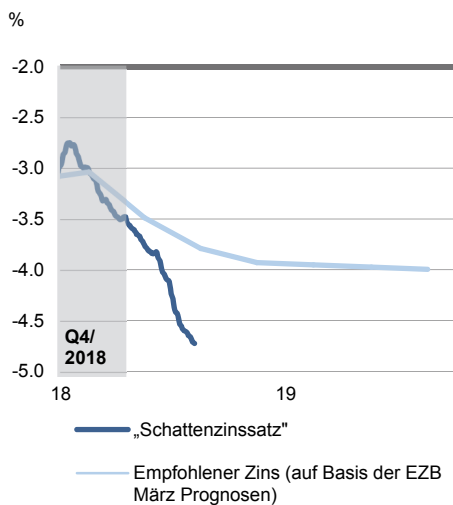
„Schattenzinssatz“^{**}



* Bereinigt und BIP-gewichtet

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

Der „Schattenzinssatz“ liegt unter dem Niveau der März-Prognosen der EZB



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

1

(a) der negative Einlagensatz hat (derzeit) keine offensichtlichen negativen Auswirkungen auf das Kreditvergabeverhalten der Banken in den Kernländern, die angeblich am meisten unter der Negativzinspolitik leiden; (b) ein Tiering bietet den Banken im Vergleich zu anderen Optionen wie z.B. Kostensenkungen wohl nur marginale Vorteile; (c) die Auswirkungen des negativen Einlagensatzes auf die Kreditvergabe können sich aber im Zeitablauf ändern, sodass ein Tiering nicht auf Dauer auszuschließen ist.

Tiering ist an das Risiko anhaltend niedriger Zinsen gekoppelt. Unseres Erachtens könnte ein Tiering in einem von zwei Szenarien eingeführt werden. Erstens in dem Falle, dass sich der konjunkturelle Ausblick so deutlich verschlechtert, dass die Geldpolitik durch weitere Leitzinssenkungen gelockert werden muss und ein Tiering zum Schutz der Banken erforderlich wird. Zweitens in dem Falle, dass die Zinsen aufgrund einer langsamen Erholung und langsamen Inflationsnormalisierung länger als erwartet negativ bleiben. Jüngsten Studien zufolge sind die kurz- bis mittelfristigen Auswirkungen auf den Bankensektor nicht eindeutig festzustellen. Größere Einigkeit herrscht dagegen darüber, dass die langfristigen Auswirkungen wahrscheinlich negativ sind. Das Eintreten des ersten Szenarios ist mit dem starken Q1 BIP unwahrscheinlicher geworden. Das zweite dürfte aber angesichts der wieder gestiegenen wirtschaftspolitischen Unsicherheiten eher an Wahrscheinlichkeit gewonnen haben. Wir erwarten daher, trotz der derzeit noch offenen Debatte, dass die EZB letztlich ein Tiering einführen wird. Das Risiko einer „Japanisierung“ wird am Markt immer mehr zum Thema.

Anzeichen für weiterhin niedrige Zinsen in der „Schattenanalyse“⁷. Bei unserer jüngsten „Schattenanalyse“⁸ haben wir unser neues Rahmenwerk zur Analyse des EZB-Verhaltens verwendet und so gezeigt, dass der Schattenzinssatz (eine Zusammenfassung der Renditekurve) bei Makrodaten, die den Wachstums- und Inflationsprognosen der EZB vom März entsprechen, bis Ende 2020 auf seinem aktuellen Niveau verharren sollte. Dementsprechend muss sich der Makroausblick der EZB gar nicht weiter verschlechtern, damit das Risiko eines anhaltend niedrigen Zinsniveaus ansteigt. Vielmehr müsste er sich spürbar verbessern, wenn wir davon ausgehen sollen, dass der Leitzins nicht mindestens bis 2020 niedrig bleibt. (Dass der Schattenzinssatz weiter sinkt und inzwischen niedriger ist, als die Makroprognosen der EZB vermuten ließen, lässt darauf schließen, dass der Markt entweder zu pessimistisch ist oder nicht damit rechnet, dass die konjunkturelle Belebung von Dauer ist.) Die kurze Verlängerung der Forward Guidance bis Ende 2019 zeigt, dass der Rat sich nur langsam mit der Vorstellung langfristig niedriger Zinsen anfreundet. Je stärker sich die EZB in dieser Hinsicht jedoch der Marktauffassung anpasst (der Markt erwartet frühestens 2021 eine Zinsanhebung), desto mehr nimmt der Druck zu, einen Staffelfinanzierung einzuführen, um die entsprechenden Kosten zu dämpfen.

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

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

⁷ Shadow Analysis: using our new policy framework to decipher Draghi. DB Focus Europe. 12. April 2019



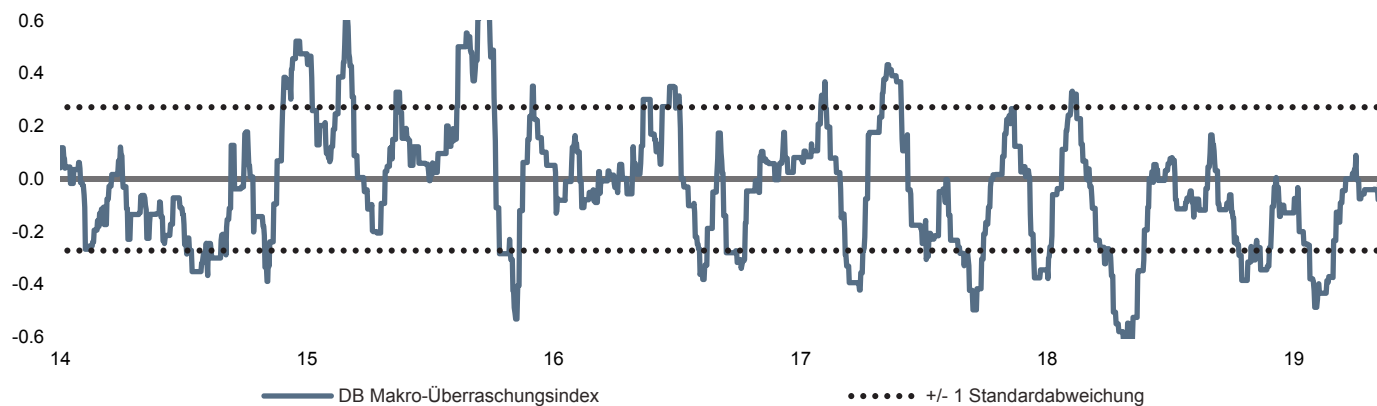
Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe

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
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	2 2019	08.04.2019	17,5	19,0	-1,5	0,0	0,2
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	2 2019	08.04.2019	-1,6	-0,6	-1,0	-0,4	0,3
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	3 2019	11.04.2019	1,3	1,3	0,0	0,2	0,4
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	4 2019	16.04.2019	3,1	0,5	2,6	0,4	0,7
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	4 2019	16.04.2019	5,5	8,5	-3,0	-0,5	0,2
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	4 2019	30.04.2019	-12,0	-7,0	5,0	0,0	0,5
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	3 2019	30.04.2019	1,7	2,1	-0,4	0,0	0,4
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	3 2019	02.05.2019	-0,2	-0,5	0,3	0,5	0,7
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	4 2019	02.05.2019	44,4	44,5	-0,1	-0,1	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	4 2019	06.05.2019	55,7	55,6	0,1	0,1	0,6
GRIORTMM Index	Auftrageingänge (% gg. Vm.)	3 2019	07.05.2019	0,6	1,4	-0,8	-0,4	0,3
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	3 2019	08.05.2019	0,5	-0,5	1,0	0,9	0,8
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	3 2019	10.05.2019	22,7	20,0	2,7	1,0	0,9
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	3 2019	10.05.2019	30,2	26,0	4,2	0,9	0,8
GRBTEXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	3 2019	10.05.2019	1,5	-0,4	1,9	1,0	0,8
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	3 2019	10.05.2019	0,4	0,5	-0,1	0,0	0,5
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	4 2019	14.05.2019	2,0	2,0	0,0	0,2	0,4
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	5 2019	14.05.2019	8,2	6,3	1,9	0,2	0,6
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	5 2019	14.05.2019	-2,1	5,0	-7,1	-0,9	0,2
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	3 2019	15.05.2019	0,4	0,4	0,0	-0,2	0,3

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.



Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
23.05.2018	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Details	Q1 2019	0,4	0,0
23.05.2019	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Mai	45,5	44,4
23.05.2019	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Mai	55,0	55,7
23.05.2019	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Mai	100,0	99,2
29.05.2019	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Mai	4,9	4,9
31.05.2019	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	April	0,8	-0,2
31.05.2019	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Mai	1,6	1,4
06.06.2019	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	April	0,5	0,6
07.06.2019	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	April	19,5	20,0
07.06.2019	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	April	-0,9	1,5
07.06.2019	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	April	0,2	0,4
07.06.2019	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	April	0,3	0,3

*Ilt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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



Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	2,375	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	0,16	2,00
Jun 19	2,375	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	0,30	2,00
Sep 19	2,375	-0,10	0,00	1,00	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	0,25	2,00
Dez 19	2,375	-0,10	0,00	1,00	-0,50	0,00	0,20	1,25	1,50	0,25	2,00

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	2,53	0,05	-0,31	0,81
Jun 19	2,55	0,05	-0,33	1,00
Sep 19	2,50	0,05	-0,30	1,13
Dez 19	2,70	0,05	-0,30	1,13

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,38	-0,06	-0,10	1,07
Jun 19	2,45	0,05	0,20	1,65
Sep 19	2,40	0,05	0,35	1,70
Dez 19	2,40	0,05	0,40	1,73

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	109,46	0,87	1,29	1,13	10,76	7,47	9,80	4,30	325,15	25,76
Jun 19	1,16	110,00	0,84	1,38	1,13	10,60		9,70	4,35	320,00	25,70
Sep 19	1,10	107,50	0,93	1,18	1,14	10,70		9,65	4,35	321,50	25,60
Dez 19	1,13	105,00	0,93	1,22	1,15	10,80	7,46	9,60	4,35	323,00	25,50

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe

Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Nov 2018	Dez 2018	Jan 2019	Feb 2019	Mrz 2019	Apr 2019
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	102,5	103,4	102,1	99,3		102,3	101,2	99,6	98,7	99,7	99,2
ifo Geschäftserwartungen	98,9	99,9	98,5	94,8		98,7	97,3	94,8	94,0	95,6	95,2
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	105,2	104,6	101,6	97,8		101,9	100,6	98,9	97,8	96,7	95,4
Produktion (% gg. Vp.)	0,3	-1,4	-1,1	-0,1		-1,1	0,7	-0,3	0,1	0,3	
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,3	-1,0	0,5	-4,1		-0,7	1,0	-2,1	-4,0	0,6	
Grad der Kapazitätsauslastung	87,8	87,8	87,1	86,3	85,3						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	5,8	-0,1	-1,0			-0,9	-1,4	-1,0	13,4		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-5,2	0,7	11,3			6,1	13,2				
ifo Bauhauptgewerbe	111,7	116,4	116,8	111,3		116,3	116,1	111,6	110,6	111,8	112,4
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung											
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	1,7	-0,6	0,7	1,6		1,6	-3,0	2,9	0,5	-0,2	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	1,9	1,2	-8,1	0,2		-9,9	-6,7	-1,4	2,7	-0,5	-1,1
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-1,1	-2,2	0,9	-5,2		-3,2	1,5	-2,6	-5,8	4,2	
Exporte (% gg. Vp.)	1,0	-0,2	0,9	0,8		-0,1	1,5	0,1	-1,2	1,5	
Importe (% gg. Vp.)	2,1	2,3	-0,1	0,5		-1,3	0,6	1,4	-1,6	0,4	
Nettoexporte (EUR Mrd.)	59,6	52,7	56,1	57,4		18,7	19,8	18,6	18,7	20,0	
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	5,2	5,2	5,0	5,0		5,0	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-39,7	-36,3	-45,7	-32,7		-16,0	-13,0	-3,0	-20,0	-7,0	-12,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,3	1,2	1,2	1,1		1,2	1,2	1,1	1,1	1,1	
ifo Beschäftigungsbarometer	104,0	104,8	104,2	102,5		103,7	104,1	103,0	102,8	101,6	101,5
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	2,0	2,2	2,2	1,6		2,2	1,7	1,7	1,7	1,4	2,1
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,3	1,4	1,4	1,5		1,1	1,2	1,8	1,6	1,0	1,9
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	2,6										
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	2,6	-0,5	-0,3	1,5		-0,1	-2,2	-2,3	2,9	3,7	4,2
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	74,5	75,1	68,0	63,1		64,7	56,5	59,4	64,0	66,1	71,2
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	17,3	21,4	21,5	19,0		21,2	21,9	20,1	19,1	17,7	19,9
EC Unternehmensumfrage	13,8	15,8	17,6	14,4		17,3	21,1	18,9	13,0	11,4	6,7
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	1,7	3,4	2,7								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,9	3,5	2,8								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	1,6	3,0	2,0								
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	3,6	4,1	4,5	5,1		4,4	4,5	4,0	4,4	5,1	
Trend von M3*						4,3	4,5	4,3	4,3	4,5	
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	4,3	4,3	3,9	4,1		3,8	3,9	3,7	3,9	0,0	
Kredite an öffentliche Haushalte	-7,0	-2,7	-6,3	14,1		-6,4	-6,3	-9,0	-1,4	14,1	

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

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



Nicht über den Berg, Politik ist keine Hilfe



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

- ▶ 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
- ▶ Die R-Frage 5. Februar 2019
- ▶ Ausblick 2019:
Verlangsamung, aber keine harte Landung 13. Dezember 2018
- ▶ 2019: Nur noch 1,3% BIP-Wachstum.
Neuwahlen werden wahrscheinlicher 2. November 2018
- ▶ Staatshaushalt glänzt (noch) trotz zunehmender
Gegenwinde 4. Oktober 2018
- ▶ Wolken über der noch märchenhaften
Wirtschaftslage 4. September 2018
- ▶ Turbulenter Sommerauftakt 3. Juli 2018

© 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