



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaftes Kompromisse drohen

8. Juli 2019

Autoren

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

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

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

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

Stefan Schneider
+49 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
Schwarz-grüne Koalition erforderte schmerzhaftes Kompromisse	3
Deutscher Warenexport: Politische Unsicherheiten belasten	14
Deutsche Industrieproduktion dürfte 2019 um 1,5% sinken – 2020 wegen Handelsstreits und Brexit extrem ungewiss	20
Arbeitsmarkt noch robust, aber Konjunkturabschwung spürbar	22
Deutsche Automobilkonjunktur	24
EZB: Der Druck im Kessel steigt	27
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland	33
Datenkalender	34
Datenmonitor	35
Finanzmarktprognosen	36

Original in englischer Sprache: 5. Juli 2019

Schwarz-grüne Koalition erforderte schmerzhaftes Kompromisse. Falls es zu vorgezogenen Bundestagswahlen käme, könnte daraus eine schwarz-grüne Koalition resultieren. Angesichts vieler unterschiedlicher Positionen würde ein solches Bündnis von beiden Seiten große Kompromissbereitschaft erfordern. Eine solche Regierung müsste ihren Fokus und die staatlichen Finanzen auf Klimaschutz und Energiewende lenken. Unternehmen und Konsumenten wären mit hohen Kosten konfrontiert. Auch die Finanzpolitik stünde vor einem Dilemma. Ein größerer Teil der Staatsausgaben müsste für Subventionen und die Minderung sozialer Folgen der forcierten Energiewende aufgebracht werden. Bürger und Unternehmen könnten nicht mit nennenswerten Steuersenkungen rechnen.

Deutscher Warenexport: Politische Unsicherheiten belasten. Strukturelle Schätzungen für die wichtigsten deutschen Absatzmärkte berücksichtigen das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts und die Veränderung der Devisenkurse. Die US-Handelspolitik oder auch der Brexit fließen nur indirekt über die Veränderung dieser Makrovariablen ein. Unsere Modelle zeigen, dass die Entwicklung der Devisenkurse oftmals ähnlich bedeutend ist wie das Wirtschaftswachstum.

Deutsche Industrieproduktion dürfte 2019 um 1,5% sinken – 2020 wegen Handelsstreits und Brexit extrem ungewiss. Wir erwarten nun für das Jahr 2019 ein Minus im Verarbeitenden Gewerbe von 1,5% (bisher: 0%). Seit Jahresbeginn enttäuschten Produktion und Aufträge. Zudem belasten weiterhin zahlreiche (handels-)politische Unsicherheiten. Im Jahr 2020 dürften sich diese Belastungsfaktoren reduzieren, weshalb wir mit einer Gegenbewegung in gleicher Höhe rechnen.

Arbeitsmarkt noch robust, aber Konjunkturabschwung spürbar. Eine Statusüberprüfung der ALG II-Berechtigten führte zu einem deutlichen Anstieg der sb. Arbeitslosenzahl. Dieser Sondereffekt dürfte auch die Arbeitslosenzahlen im Juli erhöhen. Nach dessen Abklingen erwarten wir aufgrund der schwächeren Konjunktur im weiteren Jahresverlauf keinen weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit. Darauf deuten auch die Frühindikatoren hin.

Deutsche Automobilkonjunktur. Gemessen am Umsatz ist die Automobilbranche der größte deutsche Industriesektor. Gegenwärtig bewältigt er noch immer den WLTP-induzierten Einbruch, während gleichzeitig die globale Nachfrage lahm. Mit einer Erholung rechnen wir erst wieder in H2 2019.

EZB: Der Druck im Kessel steigt. Wir haben unsere EZB-Prognose revidiert, nachdem der Rat auf seiner jüngsten geldpolitischen Sitzung am 6. Juni eine erhöhte Bereitschaft für erneute Lockerungen signalisiert hatte, sollten unvorhergesehene Risiken eintreten. Für September rechnen wir mit einer Senkung des Einlagenzinssatzes um 10 Bp. In Kombination mit der Aussicht auf ein Tiering würde sich vermutlich eine größere Wirkung entfalten als bei einer Zinsreduzierung allein. Eine erste Zinserhöhung erwarten wir nun frühestens in Q4 2021.



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

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

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

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2017				2018				2019P				2020P			
	2017	2018	2019P	2020P	2017	2018	2019P	2020P	2017	2018	2019P	2020P	2017	2018	2019P	2020P
BIP	2,2	1,4	0,7	1,2	0,4	0,0	0,1	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3	0,2	0,3
Privater Konsum	1,8	1,1	1,7	1,0	1,2	0,0	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Staatsausgaben	1,6	1,0	1,3	1,4	-0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	2,9	2,6	2,6	2,6	1,1	0,2	0,5	0,6	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Ausrüstungen	3,7	4,2	1,9	1,8	1,2	0,0	0,0	0,5	0,3	0,0	0,0	0,3	0,0	0,0	0,3	0,3
Bau	2,9	2,4	4,7	3,6	1,9	0,5	0,8	0,8	0,8	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Lager, %-Punkte	0,1	0,5	-0,7	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exporte	4,6	2,0	2,1	2,0	1,0	0,5	0,5	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Importe	4,8	3,3	3,3	2,4	0,7	0,7	0,7	0,7	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Nettoexport, %-Punkte	0,2	-0,4	-0,4	0,0	0,2	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Konsumentenpreise*	1,7	1,9	1,7	1,4												
Arbeitslosenquote, %	5,7	5,2	5,0	4,9												
Industrieproduktion**	2,9	1,1	-1,5	1,5												
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	249,1	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



Schwarz-grüne Koalition erforderte schmerzhaft Kompromisse

Seit dem Rücktritt von Andrea Nahles von ihren Ämtern als Partei- und Bundestagsfraktionsvorsitzende der SPD wird über vorgezogene Neuwahlen in Deutschland spekuliert. Zwar beteuern sowohl CDU/CSU als auch SPD ihren Willen, die große Koalition in Berlin fortzusetzen. Gleichwohl ist das Bündnis fragiler geworden. Der Wunsch der Parteien, sich politisch stärker zu profilieren, dürfte angesichts der Stimmenverluste bei der Europawahl und anhaltend schwacher Umfragewerte zunehmen und zu weiteren Konflikten führen.

Aufgrund des aktuellen Höhenflugs der Grünen könnte die große Koalition nach Neuwahlen – rein arithmetisch – durch eine schwarz-grüne (oder grün-schwarze) Koalition aus CDU/CSU und Grünen abgelöst werden, wobei nach den aktuellen Umfragen nicht einmal klar wäre, wer die meisten Stimmen auf sich vereinen würde. Obwohl manche Kommentatoren den beiden Parteien häufig unterstellen, dass sie in wichtigen Politikfeldern sehr ähnliche Positionen vertreten, würde eine solche Koalition von beiden Seiten eine immense Kompromissbereitschaft erfordern. Denn tatsächlich unterscheiden sich die politischen Positionen in vielen Bereichen gravierend. Dazu zählen die Steuer- und Sozialpolitik, die Verteidigungspolitik, die Europapolitik, die Einwanderungs- und Flüchtlingspolitik sowie v.a. auch die Klima- und Energiepolitik.

Wir sehen zwar auch in diesen Politikfeldern Möglichkeiten, dass sich die Parteien auf gemeinsame Grundsätze und Positionen einigen könnten. Die dafür notwendige Kompromissbereitschaft birgt aber auch das Risiko, einen Teil der eigenen Wählerschaft zu verprellen oder zumindest zu irritieren. Nach der Bundestagswahl 2017 war es letztlich die FDP, die sich aus den Verhandlungen über eine Jamaika-Koalition zurückgezogen hatte. Aber auch ein Bündnis aus CDU/CSU und den Grünen wäre wohl eine schmerzhaft Geburt.

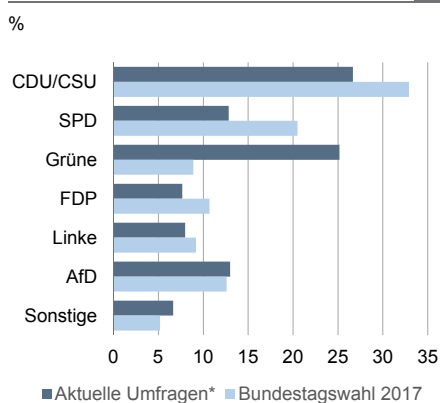
Eine neue Regierungskonstellation auf Bundesebene hat stets Implikationen für die wirtschaftliche Entwicklung des Landes. Zwar gibt es auf Ebene der Bundesländer bereits Koalitionen zwischen der CDU und den Grünen, die auch relativ geräuschlos bzw. erfolgreich funktionieren. Allerdings liegen viele Politikfelder, die besonders großes Konfliktpotenzial bieten, in der Verantwortung des Bundes. Und hier wäre eine schwarz-grüne Koalition ein Novum. Insofern sind Aussagen über die wirtschaftlichen Folgen eines solchen Bündnisses mit besonderen Unsicherheiten verbunden.

Im Folgenden zeigen wir für die Steuer- und Sozialpolitik, die Verteidigungspolitik, die Europapolitik, die Einwanderungs- und Flüchtlingspolitik sowie die Klima- und Energiepolitik Felder auf, wo eine schwarz-grüne Koalition Kompromisse erzielen könnte, die mehr als nur Symbolcharakter hätten und die etablierte wirtschaftliche Prozesse und Strukturen spürbar verändern würden. Wir führen dabei aber auch Bereiche auf, in denen die grundsätzlichen Positionen bislang noch sehr verschieden sind und wo sich keine einfachen Lösungen abzeichnen.

Erhebliche Kluft in Grundausrichtung der Steuer- und Sozialpolitik

In der Steuer- und der Sozialpolitik zeigt sich eine erhebliche Kluft zwischen Union und Grünen. Sie reicht über divergierende Vorstellungen bei einzelnen Maßnahmen hinaus und betrifft Kernziele politischen Handelns. In beiden Bereichen geht es für die Grünen um die Durchsetzung ihrer gesellschaftspolitischen Ideen. So stehen ihre steuerpolitischen Vorschläge unter dem Motto Gerechtigkeit („Wir teilen den Wohlstand gerechter“). Daneben genießen familien- und gesellschaftspolitische Ziele höchste Priorität. Wirtschaftspolitische Erwägungen,

Aktuelle Stärke der Parteien & Ergebnis der Bundestagswahl 2017



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

Quelle: Wahlrecht.de; Anfang Juli 2019

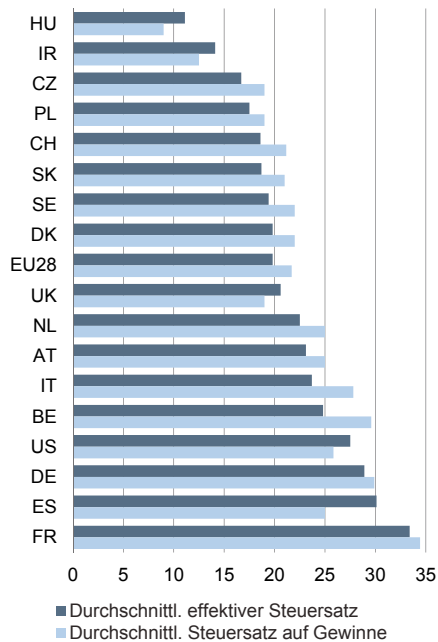


Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Steuersätze für Kapitalgesellschaften

2

Stand 2018, %



Quellen: OECD, ZEW, Mannheim

wie verbesserte Anreize für Investitionen auch jenseits unmittelbar ökologischer Projekte, fehlen hingegen weitgehend auf der grünen Agenda.

Die Position der CDU/CSU hebt sich davon deutlich ab. Anders als noch im Vorfeld der letzten Bundestagswahl haben sich inzwischen führende Unionspolitiker eindeutig dafür ausgesprochen, die Unternehmenssteuern zu senken. Dies ist auch eine Reaktion auf die jüngste Runde im internationalen Wettlauf um Investitionen und Arbeitsplätze, die durch die Ende 2017 in Kraft getretene US-Steuerreform eingeleitet wurde. Dazu passt die (für die Groko ausgesetzte, aber weiterhin bestehende) Forderung nach vollständiger Abschaffung des Solidaritätszuschlags bei der Einkommen- und der Körperschaftsteuer. Denn für die große Zahl der Personengesellschaften in Deutschland fungiert die Einkommensteuer gleichsam als Unternehmenssteuer.

Für die Grünen ist der internationale Steuerwettbewerb prinzipiell kein Grund, Unternehmenssteuersätze in Deutschland zu senken. Ihre Bestrebungen zielen vielmehr v.a. darauf, Möglichkeiten zur Steuervermeidung und -umgehung zu beschneiden. Dies wollen sie durch mehr Kooperation auf internationaler und europäischer Ebene sowie eine bessere Ausstattung der deutschen Steuerbehörden erreichen. Zudem treten die Grünen für eine „Digitalkonzernsteuer, die sich am Umsatz orientiert“ ein. Letzteres wird von der Union abgelehnt.

Eine besondere fiskalpolitische Herausforderung wäre die Dotierung des von den Grünen kürzlich geforderten Klimafonds. Die dafür angedachten EUR 100 Mrd. (knapp 3% des BIP) wollen die Grünen durch Kürzung von Subventionen (für die Landwirtschaft, für Diesel und Kerosin u.a.), den Verzicht auf Steuerentlastungen (Fortbestand des Solidaritätszuschlags) und Neuverschuldung finanzieren. Ein wesentlicher Teil dieser Vorschläge widerspricht offenkundig bisheriger CDU/CSU-Politik. Kompromisse könnten hier darin bestehen, den Fonds in seinem Umfang zu verringern und zu einem nennenswerten Teil über höhere Steuern auf Energie und/oder CO₂-Emissionen zu finanzieren (siehe Ausführungen unten).

Bei der Sozialpolitik bestehen ebenfalls fundamentale Differenzen. Hier streben die Grünen mit dem Vorschlag einer Garantiesicherung (einer Art vermögens- und bedarfsabhängigem Grundeinkommen) einen Umbruch des tradierten deutschen Sozialsystems an. Für die CDU und insbesondere die Vorsitzende Kramp-Karrenbauer hingegen gehört Reziprozität, wie sie sich im Äquivalenzprinzip der Sozialversicherungen und bei der Grundsicherung (Hartz IV) manifestiert, zu den Kernelementen der Sozialpolitik.

Diese prinzipiellen Unterschiede schließen aber Gemeinsamkeiten in anderen Bereichen und in Einzelfragen nicht aus. So betonen beide Parteien die wachsende Bedeutung von Bildung für mehr Chancengleichheit, soziale Mobilität und gesamtwirtschaftlichen Wohlstand. Ein Streitpunkt bei der Bildungsförderung könnte indes die Rücksichtnahme auf Länderkompetenzen sein, die die Grünen hier eher für problematisch erachten.

Kaum Aussicht auf hinreichende steuerliche Entlastung der Unternehmen

Beim Thema Steuern dürften sich beide Seiten auf die (weitere) Entlastung von geringen und mittleren Einkommen und von Familien einigen können. Diese Maßnahmen und insbesondere auch die von der Union angestrebte vollständige Abschaffung des Solidaritätszuschlags könnten im Rahmen umfangreicherer Korrekturen des Einkommensteuertarifs erfolgen. Kompromisse dürften hier aber große Mühe bereiten, wenn die CDU/CSU eine Anhebung der Steuersätze für höhere Einkommen weiterhin strikt ablehnt und die Grünen den Solidaritätszuschlag beibehalten wollen.



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Ein Streitpunkt könnte auch die von den Grünen geforderte Abschaffung von Steuervorteilen für (Ehe-)Paare ohne Kinder sein. Ob sich eine schwarz-grüne Regierung über Maßnahmen zur Förderung von Forschung und Entwicklung sowie von Innovationen (v.a. in umwelt- und klimafreundliche Technologien) hinaus auf eine Reduzierung der Unternehmenssteuersätze einigen könnte, erscheint derzeit offen. Der Fokus der Grünen richtet sich mehr auf die Besteuerung digitaler Geschäftsmodelle. Die Partei dürfte hier eine raschere Gangart einfordern und in einer schwarz-grünen Bundesregierung darauf drängen, Lösungen nicht nur auf internationaler, sondern auch auf europäischer Ebene zu suchen.

Auf jüngste Forderungen der Grünen nach höheren Steuereinnahmen aus „großen Vermögen“, die v.a. eine entsprechende Modifikation der Erbschaftssteuer betreffen dürften (eine Vermögenssteuer wurde in jüngerer Zeit nicht mehr gefordert), würden sich die CDU und insbesondere die CSU wohl nicht einlassen. Hinsichtlich des Petitions der Grünen, die Abgeltungssteuer auf Kapitalanlagen, d.h. Dividenden und Veräußerungsgewinne bei Aktiengeschäften wieder abzuschaffen, könnte sich die Union offener zeigen, obgleich viele gute Gründe für die Beibehaltung der gegenwärtigen Regelung sprechen. Die Abgeltungssteuer ist aus unserer Sicht ein verwaltungstechnisch relativ einfach handhabbares System, das überhöhte Besteuerung von Dividenden verhindert.

CDU lehnt sozialpolitischen Systemwechsel ab, ...

Der von den Grünen geforderte mehrfache Systemwechsel in der Sozialpolitik dürfte der CDU/CSU schwerfallen. In der Groko hat sich die Union ähnlichen Forderungen der SPD und selbst einem Einstieg in neue Systeme bislang widersetzt. Das gilt für die Grundrente ohne Bedürfnisprüfung für langjährig Versicherte ebenso wie für die Grundsicherung für Kinder und v.a. für eine einheitliche („Bürger-“)Krankenversicherung. Ob die CDU/CSU hier in allen Fällen bei ihrem Nein bleiben könnte, dürfte wesentlich von den Machtverhältnissen in einer neuen Koalition, d.h. dem Stimmengewicht der Grünen bei Neuwahlen, abhängen. Möglicherweise länger währende Debatten über grundlegende Reformen sollten notwendigen Korrekturen von Schwachstellen etwa bei der Grundsicherung (unzureichende Beschäftigungsanreize bei geringen Verdiensten) nicht entgegenstehen.

... aber mehr Nachhaltigkeit bei der Rentenpolitik wahrscheinlich

Anders als die Groko bietet eine schwarz-grüne Koalition aber die Perspektive für mehr Nachhaltigkeit bei der Alterssicherung. So dürfte eine solche Regierung die verfehlte Groko-Politik der Abkehr von den auf nachhaltige Finanzierbarkeit zielenden Rentenreformen der Nullerjahre nicht fortsetzen. Stattdessen könnte eine solche Koalition für (noch) mehr Flexibilität beim Übergang von Erwerbstätigkeit in die Rente sorgen. Vor allem liegt seitens der schwarz-grünen Landesregierung in Hessen ein Konzept für ein ergänzendes, prinzipiell privatwirtschaftlich organisiertes Alterssicherungssystem vor, das in modifizierter Form (ohne einen staatlichen Fonds als Standardanbieter) der kapitalbasierten Vorsorge notwendigen neuen Schub vermitteln könnte.

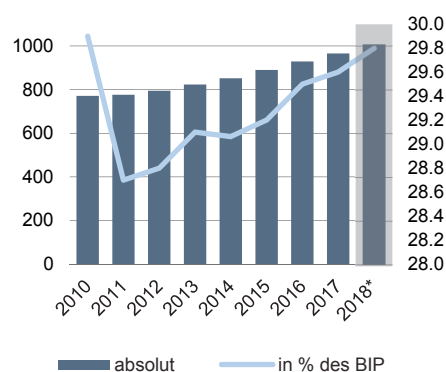
Verteidigungspolitik: Kein Thema, das Koalitionen zusammenbringt oder scheitern lässt

Im Gegensatz zur Union lehnen die Grünen das Ziel einer Erhöhung der Verteidigungsausgaben auf mittelfristig 2% des BIP (gg. dem für 2019 erwarteten Wert von 1,36%) klar ab. Auch die derzeitige Regierungskoalition verfehlt der

Expandierende Sozialausgaben

3

EUR Mrd (linke Skala), % des BIP (rechte Sala)



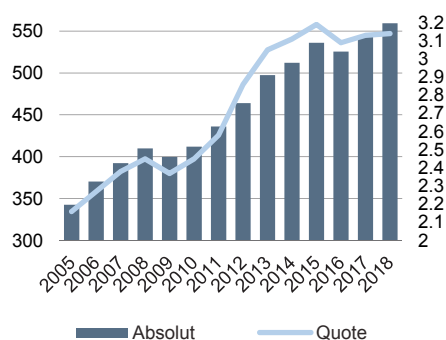
* Schätzung

Quellen: BMAS, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Empfänger der Grundsicherung im Alter*

4

Anzahl absolut in 1.000 und Anteil an Bevölkerung im Alter 65 und älter in %**



* Ab Beginn des gesetzlichen Rentenalters (2019): 65,66 J.)

** Ab 2012 grobe Berechnungen; zudem ab 2015 Verzerrungen durch Fluchtmigration

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

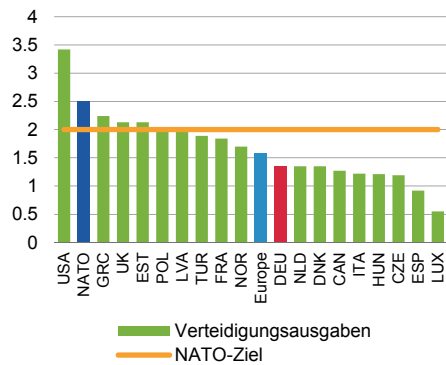


Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Großteil der EU-Länder verfehlt weiterhin das 2% Ziel der NATO

5

Verteidigungsausgaben (2019 geschätzt), % d. BIP



Quelle: NATO

mittelfristigen Finanzplanung zufolge ihr ohnehin bereits reduziertes Ziel von 1,5% des BIP im Jahr 2024. Stattdessen könnten demnach die Verteidigungsausgaben bis 2023 sogar auf einen Wert von nur knapp über 1,2% des BIP zurückfallen. Beide möglichen Partner, Grüne und CDU/CSU, unterstützen aber Anstrengungen auf europäischer Ebene für verstärkte sicherheits- und verteidigungspolitische Kooperation im Rahmen der Ständigen Strukturierten Zusammenarbeit (PESCO); indes sind die Grünen mehr interessiert an Möglichkeiten für Kosteneinsparungen und an einer Stärkung der zivilen Seite der Sicherheitskooperation. Die Grünen lehnen es ab, im nächsten mehrjährigen Finanzrahmen der EU-Mittel von zivilen Zwecken hin zu den Verteidigungsausgaben umzuschichten. Darüber hinaus nehmen sie bezüglich von Rüstungsexporten eine sehr viel restriktivere Haltung ein als die CDU/CSU. Letztlich ist die Verteidigungspolitik aber kein Thema, das Koalitionen zusammenbringt oder scheitern lässt.

CDU/CSU und Grüne – nahezu Gegenspieler bei der Europapolitik

CDU/CSU und Grüne vereint eine eindeutig positive Haltung zur EU sowie zur Währungsunion. Indes unterscheiden sich ihre Vorstellungen davon, wie angesichts vielfältiger Herausforderungen innerhalb und außerhalb der EU der Prozess der Europäischen Integration stabilisiert und vorangebracht werden soll. Während des Europawahlkampfes betonten CDU und CSU immer wieder ihr starkes Bekenntnis zu Europa, aber dieses Bekenntnis blieb eher defensiv und am Status quo orientiert – etwa mit dem Slogan „Für Deutschlands Zukunft. Unser Europa“. Auch schien es an der Bereitschaft, Veränderungen anzustoßen, zu mangeln, trotz anhaltender Debatten über die Stabilität des Eurogebietes, die Verteidigungsfähigkeit oder Migration. Das Zögern, eine Vision für Reformen in der EU zu formulieren, zeigte sich zuvor bereits in der Antwort der CDU-Vorsitzenden Kramp-Karrenbauer auf Emmanuel Macrons Europa-Agenda. Während der französische Staatspräsident wiederholt die Notwendigkeit hervorhob, westliche bzw. europäische Werte gegen populistische, EU-feindliche Kräfte zu verteidigen, meinte die CDU-Vorsitzende, bei den Wahlen gehe es darum, „Europa richtig (zu) machen“ und auf den Systemwettbewerb mit China und den USA einzustellen.

Im Gegensatz dazu befürworten die Grünen einen auf verstärkte Integration zielenden Ansatz. Sie wollen eine Vertiefung der Wirtschafts-, der Währungs- und der Sozialunion und sie fordern mehr Initiative auf EU-Ebene beim Klimaschutz und bei der Verteidigungspolitik. Die Grünen treten für (in Deutschland) überaus umstrittene Themen ein, etwa für ein Europäisches Einlagensicherungssystem (EDIS), ein Budget für das Eurogebiet im Volumen von (mittelfristig) 1% des BIP, eine gemeinschaftliche Fiskalpolitik einschließlich einer dafür verantwortlichen Führungsperson mit Doppelfunktion als EU-Kommissar für Wirtschafts- und Finanzangelegenheiten und als Vorsitzender der Eurogruppe sowie für eine EU-weite Arbeitslosenversicherung. Damit liegen die Grünen näher bei den Positionen von Präsident Macron als bei den Vorstellungen von Deutschlands traditionellen Verbündeten bei ordnungspolitischen Fragen in der EU, nämlich den Niederlanden und einigen nordischen Ländern. Hinsichtlich wirtschaftsnaher Themen, wie der Forderung nach einer harmonisierten Körperschaftsteuer, EU-weiten Mindestlöhnen oder der Durchsetzung der Klimaziele, nehmen die Grünen eine eher harte Haltung ein.

Migration, Integration und Flüchtlinge – unterschiedliche Ansichten

Das Eintreten für liberale Regeln bei der Einwanderungs- und Flüchtlingspolitik gehört zur DNA der Grünen. Die Partei hat die ursprüngliche Flüchtlingspolitik von Bundeskanzlerin Merkel unterstützt, aber den Kurswechsel der Bundesregierung hin zu einer restriktiveren Politik teilweise heftig kritisiert. So haben die

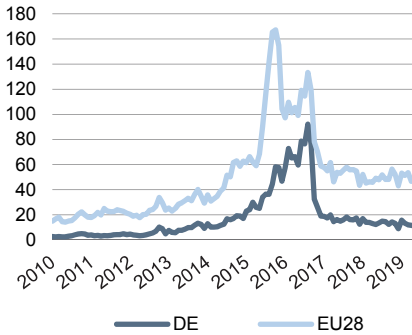


Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Asylbewerberzahlen seit 2017 auf relativ geringem Niveau

6

Erstanträge, Monatswerte, in 1000



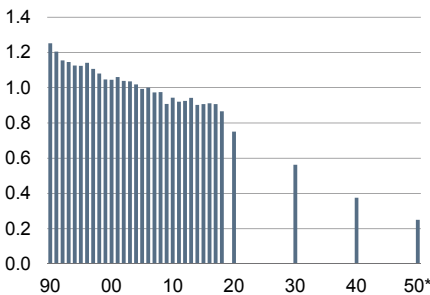
Quelle: Eurostat

Bundesländer, in denen die Grünen an der Regierung beteiligt sind, im Bundesrat wiederholt das Vorhaben der Bundesregierung blockiert, die Maghreb-Staaten zu sicheren Herkunftsländern zu erklären, und damit Abschiebungen dorthin wesentlich erschwert. Zudem wollen die Grünen unbürokratische Möglichkeiten für den Nachzug von Familienangehörigen schaffen. Das von der Groko beschlossene Kontingent von 1.000 Personen pro Monat lehnt die Partei ab. Weitere Differenzen bestehen u.a. beim Staatsbürgerschaftsrecht. So wollen die Grünen Einbürgerungen erleichtern und beschleunigen und allen in Deutschland geborenen Kindern das Recht auf einen deutschen Pass einräumen. Hingegen plädiert die CDU/CSU dafür, die Möglichkeiten für doppelte Staatsbürgerschaften eher einzuschränken. Insgesamt dürfte die Union bestrebt bleiben, in der Migrationsfrage keine Flanke gegenüber der AfD zu öffnen. Solange die Zahl der Asylbewerber in Deutschland auf dem relativ niedrigen Niveau der letzten Monate bleibt, dürften diese Gegensätze einer Allianz von CDU/CSU und Grünen indes nicht entgegenstehen. Kürzlich stimmten die Grünen im Bundesrat auch dem Fachkräfteeinwanderungsgesetz der Groko zu, obwohl sie bei der Einwanderung weitergehende Regeln eines Punktesystems befürworten.

Ambitionierte Klimaziele

7

Treibhausgasemissionen in Deutschland, CO₂-Äquivalente (Mrd. Tonnen)



* Klimaziel der Bundesregierung bis 2050: Verringerung der Treibhausgasemissionen um mind. 80% gg. 1990

Quellen: Umweltbundesamt, Deutsche Bank Research

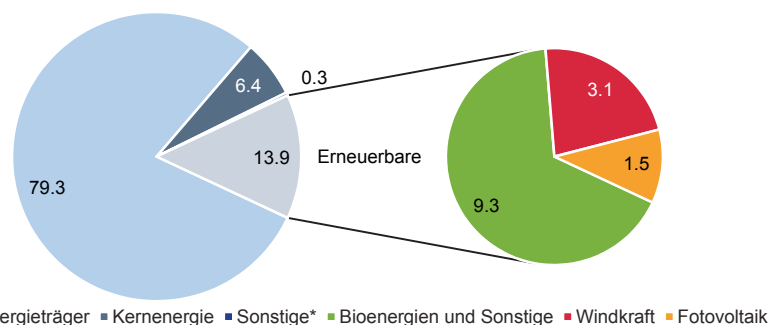
Sowohl CDU/CSU als auch Grüne bekennen sich bislang grundsätzlich zu den deutschen klimapolitischen Zielen sowie zum Pariser Klimaschutzabkommen. So strebt Deutschland an, seine Treibhausgasemissionen bis 2050 um 80 bis 95% gegenüber dem Jahr 1990 zu reduzieren. Es ist für die Klimaschutzdebatte hilfreich zu verdeutlichen, wie anspruchsvoll dieses Ziel ist: Zwischen 1990 und 2018 (also inklusive Wiedervereinigungseffekt) sanken die Treibhausgasemissionen in Deutschland im Durchschnitt um 1,3% pro Jahr. Von 2018 bis 2050 müssten die Emissionen dagegen durchschnittlich um 3,8% pro Jahr sinken, damit („lediglich“) eine Reduktion um 80% erreicht würde.

Die Zahlen verdeutlichen: Es sind leistungsfähige, zuverlässige sowie möglichst kostengünstige und CO₂-freie Energieträger für die Bereiche Wärme (Gebäude), Mobilität und Strom notwendig. Windkraft und Fotovoltaik, die von der Politik bislang ganz überwiegend favorisiert und gefördert werden, erfüllen diese Kriterien (bislang) nur äußerst unzureichend. Ihr Anteil am Primärenergieverbrauch lag in Deutschland 2018 unter 5%. Die Fokussierung der öffentlichen Debatte auf den Stromsektor, wo erneuerbare Energien 2018 bereits auf einen Anteil von 35% an der Bruttostromerzeugung kamen, führt zu einem verzerrten Bild vom Fortschritt bei der deutschen Energiewende. Auf Strom entfallen in Deutschland nur etwa 20% des gesamten Endenergieverbrauchs.

Fossile dominieren – Bioenergien wichtigste Säule der Erneuerbaren

8

Anteile einzelner Energieträger am Primärenergieverbrauch in Deutschland, 2018, %



* Abzüglich Stromaustauschsaldo

Quelle: AG Energiebilanzen



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Sollte es nicht gelingen, derartige Technologien zu entwickeln und großflächig zum Einsatz zu bringen, sind die langfristigen deutschen Klimaziele nur mit einer umfangreichen Abkehr von etablierten Konsumgewohnheiten und Produktionsprozessen zu erreichen. Dies wäre nicht nur mit höheren Energiekosten verbunden, sondern zöge wohl massive Eingriffe in Wahlfreiheiten der privaten Haushalte und Unternehmen sowie in deren Eigentumsrechte und Besitzstände nach sich. Eine Verichtsdebatte wäre unausweichlich. Bislang deutet die Politik diese nur vage an.

Diese Vorbemerkungen sind wichtig, denn bisweilen entsteht in der deutschen Klimaschutzdebatte der Eindruck, man müsse nur an ein paar Stellschrauben drehen, um die Klimaschutzziele zu erreichen, ohne dass die privaten Haushalte und Unternehmen dies großartig zu spüren bekämen. Dies ist nicht der Fall.

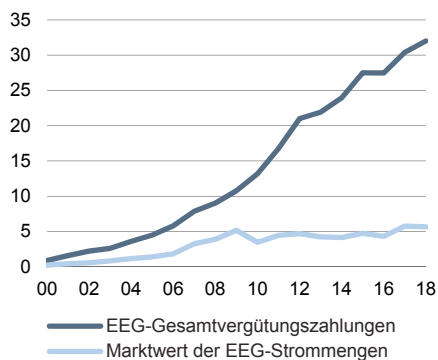
Dass sich bei den vielfältigen Zielen im Rahmen der deutschen Energiewende immer mehr Zielverfehlungen abzeichnen, hat bislang noch nicht dazu geführt, das Anspruchsniveau der Ziele grundsätzlich zu hinterfragen. Wir hatten in unserem Bericht zur deutschen Energiewende aus dem Jahr 2016 festgestellt, dass sich Deutschland zu viel in zu kurzer Zeit vorgenommen hat.¹ An dieser Einschätzung hat sich nichts geändert.

Klimaschutzpolitik: Herausforderungen für Regierung und Opposition unterschiedlich

Die Schere öffnet sich

9

EEG-Gesamtvergütungszahlungen und Marktwert der EEG-Strommengen, EUR Mrd.



Quelle: BMWi

Die Klimaschutzpolitik stellt Union und Grüne aktuell vor unterschiedliche Herausforderungen. CDU/CSU sind durch ihre Regierungsbeteiligung damit konfrontiert, dass klimapolitische Maßnahmen grundsätzlich nicht zum Nulltarif umgesetzt werden können, stets sozial- und wettbewerbsspolitische Implikationen haben und nicht selten auf Widerstand stoßen (z.B. Bürgerinitiativen gegen Windkraftanlagen oder einen Ausbau der Stromnetze). Diese Faktoren verlangsamten den Fortschritt beim Klimaschutz, und einfache Lösungen sind nicht existent. Aus ökonomischer Sicht muss sich die Bundesregierung sicherlich den Vorwurf gefallen lassen, dass sie die Effizienz der von ihr eingesetzten klimapolitischen Instrumente zu sehr vernachlässigt. Dabei hat sie natürlich eine Reihe von ökonomisch ineffizienten Instrumenten (z.B. das EEG) von früheren Regierungen übernommen.

Oppositionsparteien wie die Grünen haben in dieser Situation leichteres Spiel. Sie können recht abstrakt fordern, die Regierung müsse endlich mehr für den Klimaschutz tun, ohne selbst konkrete Aussagen über finanzielle Belastungen für Bürger und Unternehmen, über konkrete ordnungspolitische Maßnahmen oder über die Finanzierung des Klimaschutzes zu treffen. Allerdings konkretisieren die Grünen ihre klimapolitischen Vorstellungen allmählich. Da der Klimawandel in Deutschland ein mediales (durchaus umsatzträchtiges) Dauerthema ist und die Sorge vor den negativen Folgen des Klimawandels bei vielen Bürgern zunimmt, kann die Opposition die Regierung bei dem Thema vor sich her treiben. Die jüngsten Wahlergebnisse und Umfragewerte bestätigen dies.

¹ Vgl. Heymann, Eric (2016). Deutsche Energiewende: Zielverfehlungen in Sicht. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. Frankfurt am Main.



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Schwarz-grüne Klimaschutzpolitik: Verschiedene Szenarien denkbar

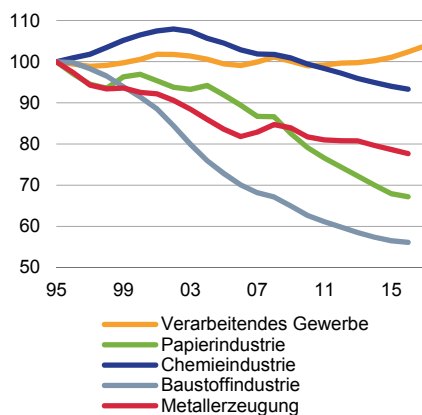
In einer Regierungskoalition müssten sich Union und Grüne auf eine gemeinsame Klimapolitik verständigen. Man kann Szenarien entwickeln, wie eine solche schwarz-grüne Klimapolitik aussähe und welche Folgen sie für private Haushalte und Wirtschaft hätten. Diese Frage hängt aus unserer Sicht von zwei wesentlichen Einflussfaktoren ab. Erstens ist dies die Art der eingesetzten klimapolitischen Instrumente. Zweitens ist das Anspruchsniveau der Ziele relevant.

Beide Einflussfaktoren können unterschiedliche Ausprägungen haben. So könnte eine schwarz-grüne Bundesregierung zum einen auf (wenige) marktwirtschaftliche Instrumente vertrauen (z.B. CO₂-Steuer oder Emissionshandel). Zum anderen ist denkbar, dass sie stattdessen auf viele ordnungspolitische Einzelinstrumente (z.B. Gebote, Verbote, Quoten) und technologiespezifische Subventionen setzt. Bezüglich des Anspruchsniveaus der Klimaschutzziele könnte eine schwarz-grüne Bundesregierung zum einen grundsätzlich die bereits existierenden Klimaziele fortschreiben und diese gegebenenfalls an die reale Entwicklung anpassen; in diesem Fall würden die deutschen Klimaziele in die EU-Klimapolitik eingebettet. Zum anderen ist es auch möglich, dass Deutschland (z.B. unter einem grünen Kanzler) die bestehenden nationalen Klimaschutzziele sogar noch verschärft.

Reales Nettoanlagevermögen sinkt in energieintensiven Branchen spürbar

10

Reales Nettoanlagevermögen in Deutschland, 1995=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Je nach Ausprägung der beiden Einflussfaktoren ergeben sich vier Szenarien, wobei die einzelnen Ausprägungen nicht einfach zu quantifizieren sind und sich keine trennscharfen Grenzen zwischen den Szenarien ziehen lassen. Im Szenario mit einem starken Fokus auf ordnungspolitische Instrumente und national verschärfte Klimaziele kämen die größten Belastungen auf private Haushalte und Unternehmen zu. Das Ordnungsrecht hat gegenüber marktwirtschaftlichen Instrumenten den Nachteil, dass die Kosten für das Erreichen der Ziele unnötig hoch ausfallen.² Eine nationale „Vorreiterrolle“ würde bedeuten, dass Deutschland im Vergleich zu anderen EU-Ländern größere Anstrengungen unternehmen müsste. Grundsätzlich wären energieintensive Branchen am stärksten betroffen. Der reale Kapitalstock in diesen Sektoren sinkt in Deutschland ohnehin schon seit Jahren. Auch Branchen, bei denen die Transportkosten eine große Rolle spielen, müssten höhere Lasten tragen, was freilich auch für die privaten Haushalte zuträfe. Jene Sektoren und Technologien, die von der Politik als förderungswürdig angesehen werden, würden dagegen von Subventionen profitieren. Einkommensschwache Haushalte wären (ohne Kompensation) stärker als wohlhabende Haushalte belastet. Letztere verzeichnen zwar einen höheren absoluten Energieverbrauch. Der Anteil der Energie- und Mobilitätskosten an den gesamten Einkommen ist bei ihnen jedoch geringer bzw. die Zahlungsbereitschaft und -fähigkeit ist größer.

Das wahrscheinlichste Szenario ist aus unserer Sicht, dass eine schwarz-grüne Bundesregierung an den aktuellen (ohnehin ambitionierten) klimapolitischen Ziele festhalten und vor allem auf ordnungspolitische Instrumente und Subventionen setzen würde, um diese zu erreichen. Wir halten einen mehr marktwirtschaftlichen Instrumentenmix auch deshalb für unwahrscheinlich, weil z.B. eine Erweiterung des EU-Emissionshandels auf weitere Sektoren auf EU-Ebene beschlossen werden müsste, was derzeit nicht in Sicht ist. Mit einem starken Fokus auf Ordnungspolitik und Subventionen würde Klimaschutzpolitik in Deutschland unnötig teuer bleiben.

² Vgl. Heymann, Eric (2019). CO₂-Steuer: Besser als der Status quo, aber nicht optimal. Deutsche Bank Research. Aktueller Kommentar. Frankfurt am Main.



Einigungspotenzial für Schwarz-Grün vorhanden

Grundsätzlich sehen wir in einigen symbolträchtigen Bereichen das Potenzial, dass sich CDU/CSU und Grüne einigen könnten. So könnte sich Schwarz-Grün auf einen schnelleren Kohleausstieg verständigen. Die Grünen hatten in ihrem Wahlprogramm für die Bundestagswahl 2017 einen Ausstieg bis 2030 als Ziel formuliert. Zwar ist der Kompromiss zum Kohleausstieg im Jahr 2038 noch recht frisch und Ergebnis schwieriger Verhandlungen. Aber es wäre möglich, den Ausstieg einige Jahre früher zu vollziehen. Vermutlich müssten die betroffenen Regionen stärker als bislang vereinbart entschädigt werden. Da Windkraft und Fotovoltaik nicht zuverlässig Strom liefern und kostengünstige und leistungsfähige Speichertechnologien im großindustriellen Maßstab nicht verfügbar sind, müssten voraussichtlich mehr Gaskraftwerke die wegfallenden Kohlekapazitäten ersetzen. Für Investoren von Gaskraftwerken existieren hier aber nicht unerhebliche Risiken, denn deren Auslastung und Wirtschaftlichkeit geraten durch den weiteren Zubau von Windkraft und Fotovoltaik unter Druck.³

Durchaus vorstellbar ist auch, dass sich eine schwarz-grüne Bundesregierung auf eine nationale CO₂-Steuer einigen könnte. Während aus der Union hierzu zuletzt noch keine einheitliche Position zu vernehmen ist, haben die Grünen eine CO₂-Steuer in Höhe von EUR 40 pro Tonne ins Spiel gebracht. Bei jährlich durchschnittlich etwa 10 Tonnen Treibhausgasemissionen pro Kopf (CO₂-Äquivalente) in Deutschland würde dies – rein rechnerisch und ohne Kompensation – eine zusätzliche Steuerlast von EUR 400 pro Person und Jahr ausmachen. Mit einer Rückvergütung könnte diese Steuerlast zwar vermindert werden. Gleichwohl würden dadurch Bürokratiekosten entstehen und der Lenkungseffekt der Steuer reduziert. Zudem beinhaltet eine solche „Linke-Tasche-rechte-Tasche-Politik“ ein Staatsverständnis, dass zumindest im bürgerlich-liberalen Lager der Union auf Widerstand stoßen dürfte. Sollte es zu einer CO₂-Steuer unter einer schwarz-grünen Bundesregierung kommen, wäre der anfängliche Steuersatz aus sozialpolitischen und wirtschaftlichen Gründen wohl niedriger als die von den Grünen geforderten EUR 40 pro Tonne.

Wie konkret fallen die nächsten Wahlprogramme aus?

Eine offene Frage ist, wie konkret die klima- und energiepolitischen Forderungen in den Wahlprogrammen von Union und Grünen vor einer nächsten Bundestagswahl ausfallen würden und wie konkret ein Koalitionsvertrag formuliert wäre. In vielen Bereichen würde auch eine grüne Regierungsbeteiligung nichts daran ändern, dass die CO₂-Emissionen nicht einfach gesenkt werden können, ohne die privaten Haushalte und Unternehmen – in welcher Form auch immer – zu belasten. Auf viele praxisnahe klimapolitische Herausforderungen gibt es keine einfachen Antworten. Es ist daher sehr unsicher, wie hier ein schwarz-grüner Kompromiss aussehen könnte. Hier ein paar Beispiele:

- Im Rahmen der Energiewende hat Deutschland eine Vielzahl von konkreten ökologischen Zielen formuliert. Die ökonomischen Ziele fallen dagegen sehr vage aus oder fehlen gänzlich. Eine typische politische Aussage lautet, dass Energie bezahlbar bleiben müsse. Was dies konkret heißt, ist unklar. Offen ist daher, ob eine schwarz-grüne Bundesregierung die ökonomische Komponente des Klimaschutzes bzw. Energiewende stärker berücksichtigen würde. Dies könnte z.B. in Form einer Obergrenze für die Förderung CO₂-armer Technologien oder einen maximalen Anteil von Steuern und Gebühren am Strompreis geschehen. Eine offene Frage wäre dann natürlich, wie hoch diese Limits ausfielen.

³ Vgl. Auer, Josef und Eric Heymann (2019). Kapazitätsauslastung im deutschen Stromsektor sinkt stetig. Deutsche Bank Research. Aktueller Kommentar. Frankfurt am Main.

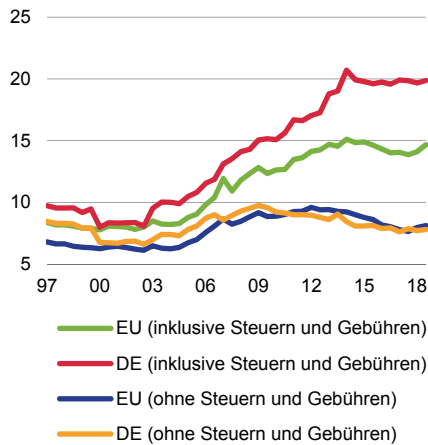


Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Steuern und Gebühren sind wichtige Treiber für Strompreise in Deutschland

11

Strompreise für gewerbliche Kunden*,
Cent pro Kilowattstunde



* Jährlicher Stromverbrauch zw. 500 und 2.000 MWh

Quelle: Eurostat

- Für das Problem der steigenden Systemkosten im Stromsektor gibt es noch keine befriedigenden Lösungen. Zwar sinken bei den erneuerbaren Energien erfreulicherweise die reinen Stromgestehungskosten und damit der Förderbedarf pro Kilowattstunde. Gleichzeitig nehmen jedoch die Überkapazitäten im Stromsektor stetig zu, was zu höheren Kosten führt. Ferner fallen zusätzliche Ausgaben für den Netzausbau, die Netzsteuerung oder für häufigere Zeiten mit Überschussstrom ohne wirtschaftliche Verwendung an. Werden diese Kosten künftig weiter primär über eine Umlage auf den Strompreis getragen? Oder würde eine schwarz-grüne Bundesregierung die Kosten der Energiewende vermehrt über den Haushalt abbilden, sodass es jährlich zu einer demokratischen Debatte über die Kosten und zu einem Wettbewerb mit anderen Verwendungszwecken käme?
- Bezüglich des Netzausbaus oder der Installation weiterer Windkraftanlagen ist offen, wie eine schwarz-grüne Bundesregierung mit lokalen Widerständen gegen solche Projekte umgehen würde. Sollen die Genehmigungsverfahren so geändert werden, dass derartige Widerstände leichter zu überwinden wären?
- Je größer der Anteil der erneuerbaren Energien im Stromsektor ist, desto mehr stellt sich die Frage, wie überschüssiger Strom gespeichert werden soll. Wie bereits erwähnt, sind bislang noch keine kostengünstigen und leistungsfähigen Speichertechnologien im großindustriellen Maßstab in Sicht. Wird hier ein neues Subventionsregime aufgebaut?
- Eine der größten Herausforderungen der Klimaschutzpolitik liegt darin, bis 2050 einen weitgehend klimaneutralen Gebäudebestand zu erreichen: Mit welchen Instrumenten soll z.B. die energetische Renovierung oder die Umstellung auf erneuerbare Energien im Wärmesektor vorangetrieben werden? Durch Subventionen? Das dürfte teuer werden. Durch Ordnungsrecht, also strenge Auflagen, Gebote oder Verbote? Das dürfte politisch nicht opportun sein und für viele Hauseigentümer unverhältnismäßig hohe Kosten verursachen. Angesichts des Fachkräftemangels im Bauhandwerk ist zudem die Frage nicht einfach zu beantworten, welche Firmen diese Mammutaufgabe eigentlich ausführen sollen.
- Auch bei der Verkehrswende stellt sich die Frage nach den konkreten klimapolitischen Instrumenten, die zum Einsatz kommen sollen. Würde eine schwarz-grüne Regierung die Steuern auf Kraftstoffe erhöhen und wenn ja, in welchem Umfang? Wie ginge man dann mit Berufspendlern um, die auf ihr Auto angewiesen sind? Würde die Elektromobilität noch stärker subventioniert werden, obwohl sie faktisch keine Null-Emissionsautos sind? Was wäre, wenn die Autokäufer dennoch überwiegend konventionelle Fahrzeuge kaufen? Würde eine schwarz-grüne Bundesregierung es bei den Strafzahlungen belassen, die fällig werden, wenn die Autohersteller die von der EU vorgegebenen durchschnittlichen CO₂-Grenzwerte für Neuwagen nicht erfüllen? Oder würde sie zusätzliche Maßnahmen ergreifen?
- Mit welchen Instrumenten ist im Schwerlastverkehr zu rechnen? Würde die Lkw-Maut erweitert und erhöht? Gäbe es Förderinstrumente für alternative Antriebstechnologien oder höhere Steuern auf Kraftstoffe und Fahrzeuge? Oder ist mit ordnungspolitischen Maßnahmen zu rechnen, die den Straßengüterverkehr eindämmen sollen (z.B. temporäre Fahrverbote)? Wie würde eine schwarz-grüne Bundesregierung die Emissionen von Baumaschinen behandeln, die bislang ganz überwiegend mit Dieselmotoren betrieben werden?



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

- Wie will man das anhaltende Wachstum des Luftverkehrs eindämmen? Würde Deutschland unter Schwarz-Grün eine Kerosinsteuer einführen oder die Luftverkehrsteuer erhöhen? Gäbe es gar Kontingente für Flugreisen? Oder würde man es bei international vereinbarten Instrumenten belassen, die ein CO₂-neutrales Wachstum des Luftverkehrs ermöglichen sollen?
- Wie würde eine schwarz-grüne Bundesregierung mit den wettbewerbspolitischen Aspekten der Klimaschutzpolitik umgehen? Würde es bei Ausnahmeregelungen für energieintensive Industrie etwa im Rahmen des EEG bleiben, um Carbon und Investment Leakage einzudämmen? Oder würden diese abgeschafft bzw. zurückgefahren? Wie wäre mit den prozessbedingten CO₂-Emissionen umzugehen, die bei der Herstellung bestimmter Produkte (z.B. Zement und andere Baustoffe) als Nebenprodukt anfallen?
- Welche Maßnahmen würde eine schwarz-grüne Bundesregierung ergreifen, um die Treibhausgasemissionen aus dem Agrarsektor zu senken? Würde eine Steuer auf Fleisch oder auf die Tierhaltung eingeführt? Wie würden die Emissionen von Landmaschinen berücksichtigt?

Die Liste der offenen Fragen ließe sich fortsetzen. Sie zeigen, wie schwer es fallen dürfte, politische Kompromisse zwischen Union und Grünen zu finden und die CO₂-Emissionen in Deutschland im angestrebten Maß zu senken. Die Fragen signalisieren auch, dass ein Umsetzen der anspruchsvollen deutschen Klimaziele sämtliche Lebensbereiche der Menschen und Wertschöpfungsketten der Unternehmen verändern und zu Umverteilungen führen würde.

Es ist absolut offen, welche Kosten und Einschnitte in Konsum- und Produktionsgewohnheiten die privaten Haushalte und Unternehmen für welches Maß an jeweils nationaler Treibhausgasreduktion zu tragen bereit wären. Ohne Verzicht wird es mit den heute verfügbaren Technologien nicht gehen. Wie hoch die Bereitschaft der Menschen ausfällt, zu verzichten bzw. Kosten zu tragen, hängt nicht zuletzt von den Anstrengungen in anderen Staaten ab.

Es ist zu vermuten, dass die grüne Wählerschaft, die sich eher aus den städtischen und einkommensstarken Haushalten sowie aus jungen Menschen ohne größere eigene Besitzstände rekrutiert, grundsätzlich eher verzichtsbereit ist. Garantiert ist dies freilich nicht. Zur klassischen Klientel der Union zählt dagegen die ländliche Bevölkerung mit mittleren (und unteren) Einkommen, die z.B. eine Verteuerung von Mobilität sehr viel stärker zu spüren bekäme (Pendler). Insofern hat die Union hinsichtlich ihrer Wählerschaft wohl mehr zu verlieren, wenn es darum geht, schwarz-grüne Kompromisse in der Klimaschutzpolitik einzugehen.

Fazit und Ausblick

Unsere Betrachtungen lassen erahnen, in welchem Maße eine schwarz-grüne Regierung ihren Fokus und verfügbare finanzielle Ressourcen des Staates auf den Klimaschutz und die Energiewende lenken müsste, wenn diese – wie von den Grünen und anderen Protagonisten angestrebt – mit höchster Priorität und nur geringer Kompromissbereitschaft hinsichtlich der Ziele umgesetzt werden sollten. Ebenso wären Unternehmen und Konsumenten stark betroffen, d.h. mit hohen Kosten konfrontiert. Das gilt vor allem für eine Energie- und Klimapolitik, die primär auf staatliche Eingriffe statt marktwirtschaftlicher Instrumente setzte. In diesem Fall müssten Wirtschaft und Bürger auch mit erheblichen Beschneidungen ihrer Handlungsmöglichkeiten rechnen. Dies könnte nicht ohne Folgen für die Wachstumskräfte bleiben. Ein solches Szenario impliziert auch ein Vorpreschen Deutschlands im Alleingang und damit – zumindest vorerst – einen Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit hier ansässiger Unternehmen.



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Lediglich ein Teil der damit verbundenen Einbußen an Wirtschaftsdynamik dürfte durch verbesserte Perspektive für Anbieter klima- und umweltverträglicherer Technologien ausgeglichen werden. Ein weiterer Kostenblock würde aus einem Einstieg in die Grundsicherung (Grüne: Garantiesicherung und Kindergrundsicherung) resultieren.

Für die Fiskalpolitik zeichnete sich dadurch ein Dilemma ab: Das Aufkommen an Steuern und Abgaben dürfte mit dem hohen Bedarf an finanziellen Mitteln kaum Schritt halten können. Ein größerer Teil der Staatsausgaben müsste zwangsläufig zum einen für Subventionen und die Minderung sozialer Folgen der forcierten Energiewende und zum anderen für eine Umstellung der sozialen Sicherungssysteme aufgebracht werden. Es wäre schwierig, diese Ausgaben in einem parteiübergreifenden Kompromiss solide zu finanzieren. Wollten die Koalitionspartner zudem Bildung und Ausbildung verstärkt fördern, bestünde für Bürger und Wirtschaft keine Aussicht auf nennenswerte Entlastung, selbst wenn die Politik eines ausgeglichenen Haushalts unter Schwarz-Grün ihren bislang hohen Stellenwert verlieren dürfte. Die Partnerländer in der EU dürften eine tendenziell etwas expansivere deutsche Fiskalpolitik begrüßen. Grundlegende Änderungen der deutschen Europapolitik wären indes nicht zu erwarten.

Inwieweit das hier skizzierte Szenario zum Tragen kommt, richtet sich wesentlich nach der Stärke der Grünen in einer möglichen schwarz-grünen Koalition. Das Ergebnis der Europawahl und die Umfragen vergangener Wochen deuten auf einen – gemessen an der Zahl der Bundestagssitze – nur relativ geringen Machtvorsprung von CDU/CSU hin. Die Erfahrungen aus der Bundestagswahl von 2013 lassen es unwahrscheinlich erscheinen, dass die Grünen mit einem eher linkslastigen steuerpolitischen Programm bei Neuwahlen auf der Erfolgswelle bleiben könnten. Sollte es für eine schwarz-grüne Mehrheit nicht reichen, hieße die Alternative zur derzeitigen Groko ohnehin Jamaika 2.0, ein ebenfalls nicht einfaches Unterfangen.

Insgesamt gibt es viele Sollbruchstellen für eine schwarz-grüne Koalition. Einige davon betreffen die Markenkern der potenziellen Partner und dürften sich kaum durch rhetorische Kompromisse oder kluges Zeitmanagement beseitigen lassen. Je nach Wahlergebnis würden beide aber wohl die Macht des Faktischen akzeptieren und Verantwortung für den Staat übernehmen. Das gilt umso mehr, als sich beide bewusst sein dürften, dass sie das Experiment in Zeiten zunehmender Fragmentierung der politischen Landschaft und erschwerter politischer Kompromisse eingehen würden. Wenn man allein die politischen Positionen betrachtete, erscheine es wohl einfacher, eine rein linksgerichtete Koalition (rot-rot-grün) zu etablieren. Darauf lässt auch die jüngste Senatsbildung in Bremen schließen.

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

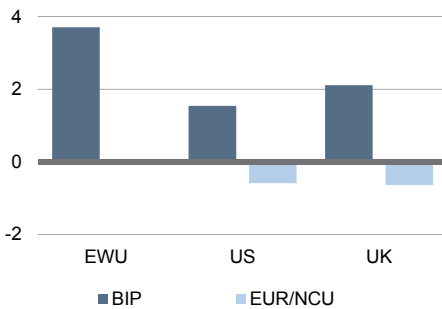
Eric Heymann (+49 69 910-31730, eric.heyman@db.com)



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Bilaterale Exportelastizitäten relativ zum BIP und zum Devisenkurs

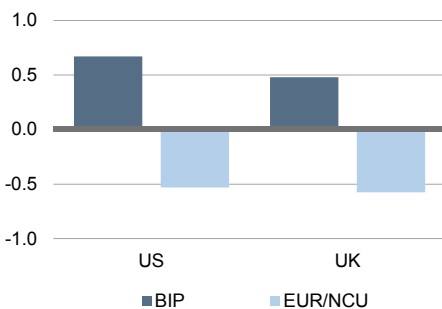
1



Quelle: Deutsche Bank Research

Bilaterale standardisierte Exportelastizitäten relativ zum BIP und zum Devisenkurs

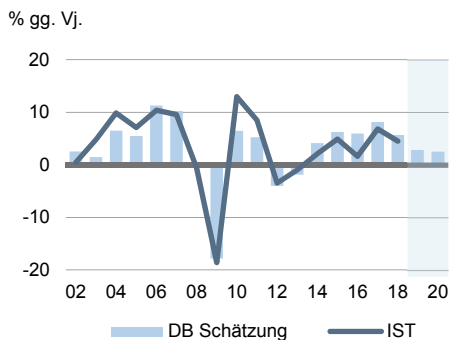
2



Quelle: Deutsche Bank Research

Euroland

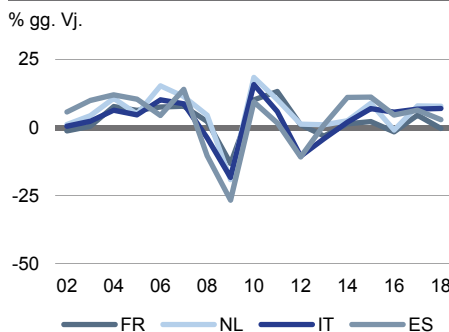
3



Quelle: Deutsche Bank Research

Hoher Gleichlauf der EWU-Exporte

4



Quelle: Deutsche Bank Research

Deutscher Warenexport: Politische Unsicherheiten belasten

- Für das Jahr 2019 und 2020 schätzen wir einen Anstieg der deutschen Exporte von rund 2%. Unsere hier präsentierten strukturellen Exportmodelle implizieren etwas kräftigere Wachstumsraten. Jedoch dürften diese Schätzungen (4% im Jahr 2019 und 2,5% im Jahr 2020) aufgrund der hohen globalen Unsicherheit die tatsächliche Entwicklung etwas überzeichnen.
- Wir schätzen strukturelle bilaterale Exportgleichungen für die wichtigsten deutschen Absatzmärkte: die Eurozone, die USA, UK und China. Unsere Modelle berücksichtigen das Wachstum des Bruttoinlandsprodukts und die Veränderung der Devisenkurse. Andere Entwicklungen, wie beispielsweise die Neuausrichtung der US-Handelspolitik oder auch der Brexit, fließen nur indirekt über die Veränderung dieser Makrovariablen ein.
- Unsere hier beschriebenen Regressionen basieren auf den Jahresdaten der letzten 20 Jahre. Variablen wie das Wachstum des Welthandels, die Veränderung von Rohölpreisen oder auch länderspezifische Konjunkturvariablen verbessern die Schätzungen nicht. Die Verwendung von vierteljährlichen Daten und Fehlerkorrekturmodellen verbessern unseres Erachtens die Modelle unwesentlich (siehe Appendix für weitere Details).
- Die Modellierung bilateraler nominaler Exporte in die Eurozone erfolgt einzig auf Basis des BIP-Wachstums der EWU. Dabei impliziert ein Anstieg des BIP der EWU um 1%-Punkt ein um mehr als 3%-Punkte höheres Wachstum der deutschen Exporte (Elastizität).
- Bei unseren Schätzungen der deutschen Exporte in die USA und nach UK berücksichtigen wir neben dem BIP-Wachstum die Veränderung des Devisenkurses. Für den US-Dollar und das britische Pfund berechnen wir jeweils Elastizitäten von rund -0,6. Eine Euro-Aufwertung um einen Prozentpunkt reduziert also das Exportwachstum in die USA bzw. nach Großbritannien um 0,6%-Punkte. Diese Elastizitäten sind sehr robust.
- Robust ist auch die BIP-Elastizität für UK von rund 2. Für die USA jedoch schwankt die BIP-Elastizität stark in Abhängigkeit der gewählten Spezifikation. Einfache lineare Regressionen berechnen sehr hohe Elastizitäten, Quantilsregressionen und die in der KI-Forschung verwendeten Ridge Regressionen dagegen deutlich niedrigere Werte. Aufgrund der Neuausrichtung der US-Handelspolitik tendieren wir eher zu den niedrigeren Werten, die der Größenordnung nach bei rund 1 ½ liegen.
- Der Standardansatz unter Verwendung von BIP-Wachstum und Devisenkursen zur Modellierung der deutschen Warenexporte nach China funktioniert nicht. So finden wir keinen signifikanten Zusammenhang zum chinesischen BIP-Wachstum. Auch die Veränderungen des Renminbi spielt eher eine untergeordnete Rolle. Das unserer Ansicht nach beste Proxy-Modell beruht auf dem koreanischen BIP-Wachstum und dem chinesischen Güterschienenverkehr. Diese Variablen in der identischen Schätzung erklären auch die Exporte der Eurozone ohne Deutschland nach China. Vorzeichen und auch die Größe der Koeffizienten sind in beiden Regressionen sehr ähnlich.

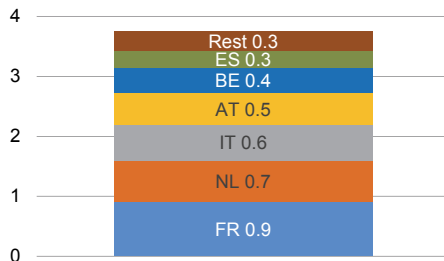
Deutsche Waren weltweit nachgefragt – hohe globale Diversifikation

In diesem Artikel analysieren wir wichtige Treiber für Deutschlands nominale Warenexporte und prognostizieren die Veränderung der Exporte für 2019 und 2020. Deutsche Waren werden in vielen Ländern nachgefragt, wobei die globale



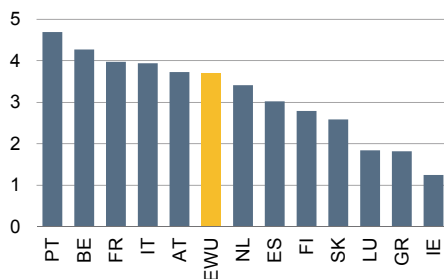
Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Exportelastizität relativ zum BIP in die Eurozone und gewichtet mit Exportanteilen in einzelne Länder **5**



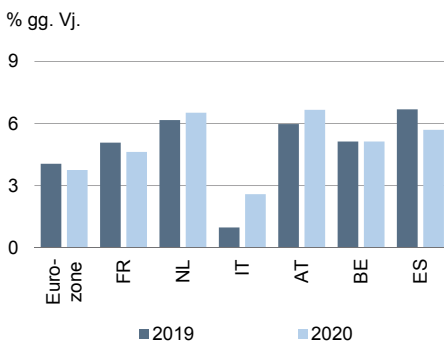
Quelle: Deutsche Bank Research

Deutsche Exporte in Euroländer: Bilaterale Elastizitäten relativ zum BIP **6**



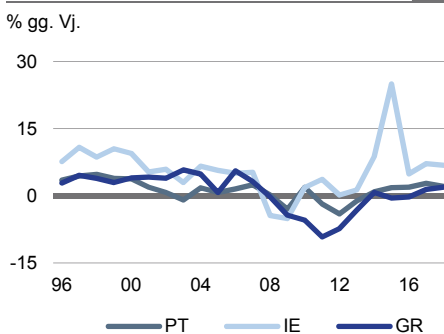
Quelle: Deutsche Bank Research

Deutschland: Exporte in die EWU **7**



Quelle: Deutsche Bank Research

Deutschland: Exporte nach... **8**



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Diversifikation, insbesondere durch die steigende Nachfrage von Emerging Markets, eher weiter zunehmen dürfte. So machen die Warenexporte in den wichtigsten Absatzmarkt (ohne Euroland insgesamt), die Vereinigten Staaten, weniger als 10% aller Warenexporte aus. Dabei ist der US-Anteil zuletzt eher rückläufig. Im Jahr 2018 hatten auch die Top 5-Exportländer zusammen lediglich ein Gewicht von 37% an allen deutschen Exporten. Dieser Anteil der Top 5-Exportländer hat sich in den letzten zwei Jahrzehnten unwesentlich verändert. Der Standardansatz in der Literatur erklärt die Wechselkurse durch Nachfrage- und Preiseffekte. Der relevanteste Faktor für die deutschen Exporte ist die Wirtschaftsdynamik der Zielländer, meistens erfasst über das BIP-Wachstum. Für China greifen wir aber, aufgrund der fehlenden statistischen Signifikanz dieses Standardansatzes, auf ein Proxy-Modell zurück. Aus statistischer Sicht sind teilweise aber bessere Indikatoren für die Nachfragekomponente verfügbar. Die Preiskomponente greifen wir durch die nominale Entwicklung der Devisenkurse ab. Beispielsweise gingen die jährlichen Exporte nach UK infolge der Brexit-Entscheidung zwischen 2015 und 2018 aggregiert um rund 8% zurück. Dies ist zu einem guten Teil auf die Pfundabwertung von bis zu 20% seit Juni 2016 zurückzuführen.

Euroland-Exporte: Hohe BIP-Elastizität insgesamt, aber heterogene Entwicklung der einzelnen Euroländer

Um die Exporte in die Eurozone zu erklären, regressieren wir für den Zeitraum 2001 bis 2018 das jährliche Wachstum der deutschen nominalen Exporte in die Eurozone auf das reale BIP-Wachstum der Eurozone. Danach erhöht ein BIP-Wachstum in der EWU um 1%-Punkt die deutschen Exporte um 3,7%. Diese Elastizität ist relativ robust. Die Exportelastizität verändert sich kaum, wenn man das BIP der Eurozone um Deutschland bereinigt. Sie ändert sich auch für verschiedene Schätzverfahren und unterschiedliche Zeiträume unwesentlich. Auch Schätzungen basierend auf Quartalsdaten bestätigen die Elastizität von über 3. Zusätzlich haben wir nach den Ländern in der Eurozone gesucht, die Deutschlands Exporte in die Eurozone besonders gut erklären. Wenig überraschend dominiert aus statistischer Sicht das BIP-Wachstum Frankreichs die deutschen Exporte in die Eurozone insgesamt. So hat die bivariate Regression von deutschem Exportwachstum auf das französische BIP-Wachstum ganz ähnliche ökonomische und statistische Eigenschaften (Koeffizient, t-Wert, R², keine Autoregression⁴) wie die Regression auf das BIP-Wachstum der Eurozone insgesamt. Deutschland und Frankreich schwangen also zumindest in der Vergangenheit sowohl auf politischer als auch wirtschaftlicher Ebene den Taktstock in der Eurozone. Überraschend ist jedoch, dass in einem multivariaten Kontext die Hinzunahme weiterer Euroländer keinen wesentlichen Erklärungsbeitrag für das deutsche Exportwachstum liefert. Dies impliziert eine hohe Synchronizität der Konjunkturverläufe in der Eurozone. Dieser Gleichlauf spiegelt sich jedoch weder in der Höhe des Exportwachstums noch der Exportelastizitäten nach Ländern wider. So variieren die Elastizitäten relativ zu dem BIP-Wachstum der Euroländer stark. Dies gilt insbesondere für kleine Länder, die sowohl die höchsten als auch niedrigsten Exportelastizitäten aufweisen. So erhöht das BIP-Wachstum in Irland das Wachstum der Exporte in diese Länder um weniger als den Faktor 2. Bei Portugal beträgt die Exportelastizität hingegen fast 5, was insbesondere der weniger dynamischen Reorganisation der Wirtschaft in den Krisenjahren geschuldet sein könnte. Diese erfolgte in Irland deutlich schneller, was letztlich das BIP-Wachstum wieder kräftig ankurbelte, sodass die kleinen irischen Exportelastizitäten eine relativ große Wirkung hatten.

Sechs Länder vereinen 90% der gesamten deutschen EWU-Exporte auf sich. Neben den großen Ländern Frankreich, Italien und Spanien zählen hierzu die

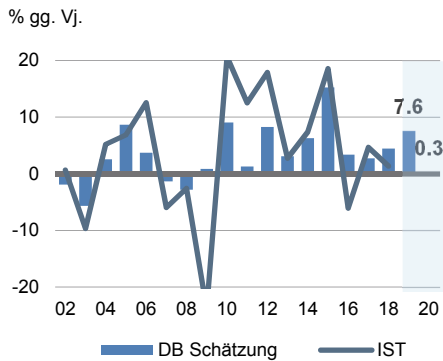
⁴ Basierend auf der Durbin-Watson-Statistik.



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Exporte in die USA

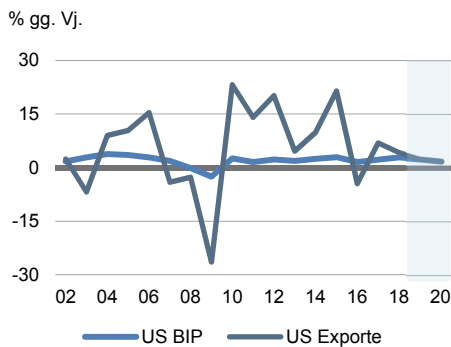
9



Quelle: Deutsche Bank Research

Deutsche Exporte in die USA vs. BIP-Wachstum der USA

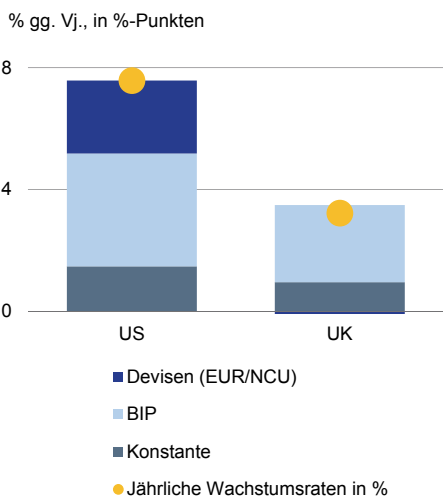
10



Quelle: Deutsche Bank Research

2019 Deutschland: Bilaterale Exporte in die USA und nach Großbritannien

11



Quelle: Deutsche Bank Research

Nachbarländer Niederlande, Österreich und Belgien. Basierend auf den von uns geschätzten Exportelastizitäten und unseren BIP-Prognosen berechnen wir ein Wachstum der deutschen Exporte nach Spanien, Österreich und in die Niederlande von jährlich jeweils rund 6% sowohl im Jahr 2019 und 2020. Die Exporte nach Frankreich und Belgien dürften in beiden Jahren mit nur rund 5% etwas weniger dynamisch zulegen. Die Exporte nach Italien würden demnach mit nur 1% und rund 3% in den Jahren 2019 und 2020 zulegen. In den letzten zehn Jahren hat sich die Wachstumsschwäche Italiens besonders negativ auf Deutschland ausgewirkt. Aktuell ist Italien nur noch der sechstgrößte Absatzmarkt. Wäre die italienische Wirtschaft in den vergangenen zehn Jahren genauso schnell gewachsen wie die Eurozone insgesamt, dann wäre sie, nach den USA und Frankreich, heute der drittgrößte deutsche Exportmarkt. Bleibt die Malaise bestehen, könnte Italien bereits in den nächsten fünf Jahren auch von Österreich und Polen (aktuell auf Rang 7 und 8) überholt werden.

Basierend auf der Exportelastizität für die Eurozone insgesamt berechnen wir auch das Exportwachstum mit Hilfe unserer aktuellen BIP-Prognosen. Für das Jahr 2019 und 2020 erwarten wir ein Exportwachstum in die Eurozone von jeweils fast 3%, was in etwa dem durchschnittlichen Wachstum seit dem Jahr 2012 entspricht.

Warenexporte in die USA: Euroaufwertung 2020 ein Risiko

Die Exporte in die USA werden vor allem durch die Wirtschaftsdynamik der USA und den Wechselkurs des Euro zum US-Dollar beeinflusst. Die Wechselkurselastizität beträgt etwa -0,6. Eine Aufwertung des Euros um 1%-Punkt reduziert die US-Nachfrage nach deutschen Produkten folglich um 0,6%-Punkte. Diese Elastizität ist sehr robust, d.h. sie variiert nur geringfügig mit unterschiedlichen Spezifikationen und Modellen. Die Elastizität des BIP-Wachstums streut dagegen kräftig. Einfache lineare Regressionen (KQS) berechnen sehr hohe Werte von rund 5. Quantilsregressionen, welche Ausreißer weniger gewichten als die einfachen Regressionen, legen Werte von 3 ½ nahe und die in der KI-Forschung verwendeten Ridge Regressionen, welche Overfitting-Effekte reduzieren, implizieren eine Elastizität von rund 1 ½. Wenngleich sehr langfristig die strukturelle Elastizität eher bei 3 liegen könnte, dürfte sie aufgrund der Neuausrichtung der US-Handelspolitik aktuell eher niedrigerer sein. Zumindest dann, wenn man die neue US-Handelspolitik eher als ein nicht temporäres Phänomen interpretiert. Deshalb unterstellen wir für die nächsten Jahre eher eine Elastizität von rund 1 ½. Eine Erhöhung des US-Wachstums um einen Prozentpunkt würde also das Wachstum der deutschen Exporte in die USA um rund 1,5%-Punkte erhöhen. Dieses Modell überzeichnete im Jahr 2018 die tatsächliche Entwicklung um rund 3%-Punkte. d.h. laut Modell hätten die deutschen Warenexporte in die USA um 4,4% wachsen müssen, tatsächlich sind sie aber nur um 1,3% gestiegen. Über die letzten fünf Jahre hat es aber im Durchschnitt pro Jahr die Warenexporte eher unterschätzt und zwar um rund 1%-Punkt. Basierend auf diesem Modell und den Prognoseschätzungen unserer US-Kollegen ergibt sich ein deutsches Exportwachstum in die USA von 7,6% im Jahr 2019. Für das Jahr 2020 errechnen wir aufgrund der prognostizierten Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar um fast 7% gg. Vj. dann nahezu eine Stagnation, d.h. die deutschen Exporte in die USA würden um lediglich 0,3% wachsen. Bei einem stabilen Euro-Dollar-Kurs implizieren unsere Schätzungen ein Plus von 4,3% im Jahr 2020.

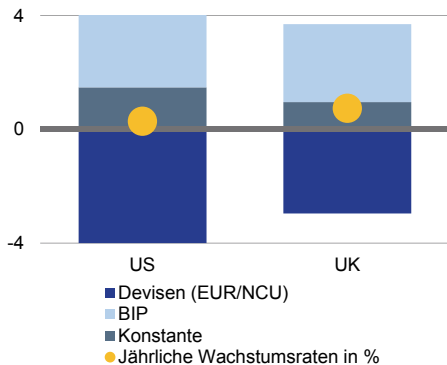


Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

2020 Deutschland: Bilaterale Exporte in die USA und nach Großbritannien

12

% gg. Vj., in %-Punkten



Quelle: Deutsche Bank Research

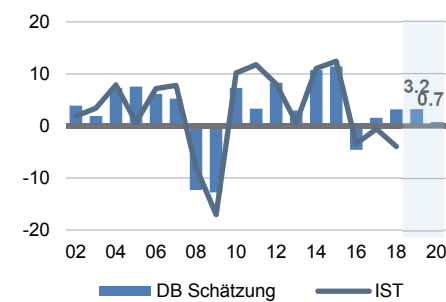
Pfundaufwertung 2019 könnte Warenexporte nach Großbritannien ankurbeln

Die Elastizität des Exportwachstums relativ zum britischen BIP-Wachstum beträgt rund 2 und relativ zum EUR-GBP-Wechselkurs rund -0,6. Das Berücksichtigen einer Brexit-Variable, die eins ist ab Juni 2016 und vorher null, ist zwar, wie erwartet, leicht negativ, aber insignifikant. Insgesamt erweist sich die Schätzung mit BIP und Devisenkursen als relativ robust. Den Rückgang der Exporte nach UK kann man folglich komplett über die Wachstumsschwäche und insbesondere die Pfundabwertung erklären. Für das Jahr 2020 prognostizieren wir ein BIP-Wachstum in UK von 1,2% und eine leichte Pfundabwertung gegenüber dem Euro um rund 0,4%. Sollte dies so eintreten, resultiert daraus nach unserem Modell ein Exportwachstum von rund 3%. Im Jahr 2020 würden bei einem BIP-Wachstum von 1,3% und einer weiteren Pfundabwertung um fast 5% im Jahresdurchschnitt die deutschen Warenexporte nach UK dann nur noch um rund $\frac{3}{4}$ % zulegen. Wenn diese Prognosen eintreten, was impliziert ein Brexit-Chaos ausschließt, dann wären die Exporte nach UK im Jahr 2020 nominal niedriger als im Jahr 2016. Dies wäre eine äußerst ungewöhnliche Entwicklung, denn oft folgen auf hohe Exportrückgänge in den Folgejahren noch kräftigere Gegenbewegungen. Sollte es allerdings eine positive Brexit-Überraschung geben, was wir momentan nicht prognostizieren, dann wäre wohl eine kräftige Pfundaufwertung zu erwarten. Würde in der Folge das britische Pfund im Jahr 2020 beispielsweise um 10% ggü. Vorjahr aufwerten, dann implizieren unsere Modelle ein Exportwachstum von mehr als 9%. Dies würde den Rückgang von 2016 bis 2019 dann in etwa wieder ausgleichen.

Exporte nach UK

13

% gg. Vj.

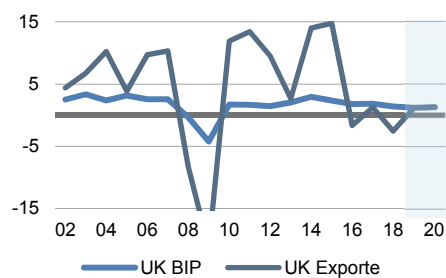


Quelle: Deutsche Bank Research

Deutsche Exporte nach UK vs. BIP-Wachstum von Großbritannien

14

% gg. Vj.



Quelle: Deutsche Bank Research

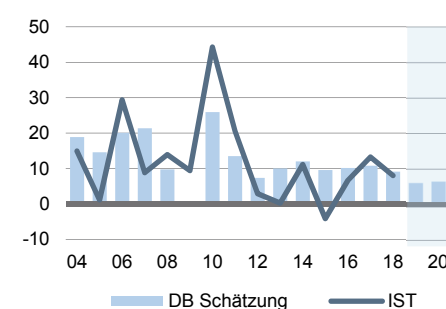
Warenexporte nach China statistisch erfassbar durch koreanisches BIP

Die Erklärungskraft des BIP-Wachstums für das Wachstum der deutschen Exporte nach China ist über die letzten zwanzig Jahre limitiert. Zwar ist die Elastizität des BIP-Wachstums positiv, jedoch ist die Variable insignifikant. Das BIP-Wachstum ist wohl schon allein aufgrund seiner sehr geringen Volatilität, die teilweise schwer mit anderen Konjunkturindikatoren in Einklang zu bringen ist, kaum in der Lage, die hohe Spannweite des jährlichen deutschen Exportwachstums nach China von -4% bis +44% zu erklären. Zudem dürften die Exporte nach China nicht nur von chinaspezifischen, sondern auch globalen Entwicklungen bestimmt werden. Aus statistischer Sicht hilft jedoch weder das Wachstum des Welthandels, noch verschiedene Devisenkurse und auch viele chinaspezifische Konjunkturvariablen, z.B. Einkaufsmanagerindizes, nicht, die Exporte nach China zu modellieren. Aus rein statistischer Sicht liefern das Wachstum des chinesischen Schienengüterverkehrs und das koreanische BIP-Wachstum die besten Schätzergebnisse. Diese Variablen können als Proxy für die chinesische Nachfrage nach inländischen und ausländischen Produkten interpretiert werden. Der chinesische Schienengüterverkehr weist mit dem chinesischen BIP bis zum Jahr 2014 einen hohen Gleichlauf auf. Anschließend jedoch nimmt die Volatilität des BIP kräftig ab, während der Schienengüterverkehr hohe Schwankungen aufweist, was die Konjunkturlage womöglich besser abbildet. Die statistische Signifikanz des koreanischen BIP könnte die ähnlich hohe Wettbewerbsfähigkeit der deutschen und koreanischen Industrie und die zum Teil ähnlichen Produktpaletten beider Länder widerspiegeln. Die Nachfrage nach deutschen Waren könnte also parallel mit der Nachfrage nach koreanischen Produkten verlaufen. In unserem Modell beträgt die Exportelastizität des koreanischen BIP-Wachstums 3,5, d.h. eine Erhöhung des südkoreanischen BIP-Wachstums um einen 1%-Punkt erhöht die Exporte nach China um 3,5%-Punkte. Die Elastizität des chinesischen Schienengüterverkehrs liegt unter eins. Die Berücksichtigung

Exporte nach China

15

% gg. Vj.

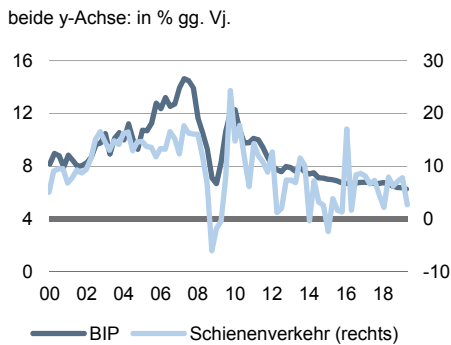


Quelle: Deutsche Bank Research



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

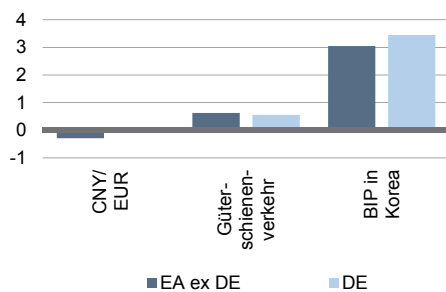
China: BIP vs. Güterschienenverkehr 16



Quellen: www.stats.gov.cn, Deutsche Bank Research

des Renminbi gegenüber dem Euro in der Schätzgleichung hat zwar das erwartete negative Vorzeichen, ist aber insignifikant. Dass der hier beschriebene Zusammenhang tatsächlich ökonomische Relevanz hat, zeigt die Anwendung der Schätzung auf die Exporte der Eurozone ohne Deutschland nach China. Diese weist ähnliche Elastizitäten und statistische Eigenschaften auf. Um eine Prognose für die Exporte nach China vorweisen zu können, lassen wir den chinesischen Schienengüterverkehr, der nicht Teil unseres Prognoseuniversums ist, unberücksichtigt. Basierend auf einer bivariaten Regression, welche lediglich das koreanische BIP-Wachstum berücksichtigt, erwarten wir ein Wachstum der deutschen Exporte nach China um etwas mehr als 6% sowohl im Jahr 2019 als auch 2020.

Elastizitäten für Exporte nach China 17

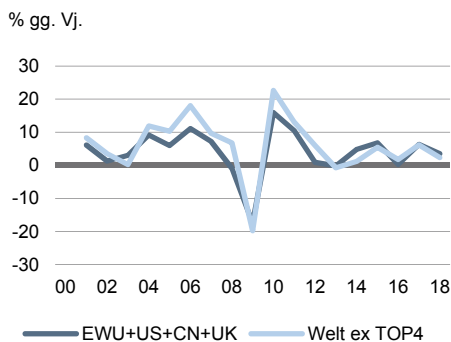


Quellen: Deutsche Bank Research, Eurostat, Statistisches Bundesamt

Modellierte Warenexporte guter Indikator für gesamte Exporte

Die deutschen Warenausfuhren in die hier modellierten Absatzmärkte (Anteil an gesamten deutschen Exporten: rund 60%) weisen in den letzten beiden Jahrzehnten ganz ähnliche Wachstumsraten auf wie die restlichen deutschen Warenexporte. Auch die Dienstleistungsexporte wachsen bis auf die Jahre der Finanz- und Eurokrise mit den Warenexporten nahezu im Gleichlauf. Insofern sind unsere hier berechneten strukturellen Modelle indikativ für die gesamten nominalen Exporte Deutschlands. Gewichtet man die so berechneten Wachstumsraten mit den jeweiligen Exportanteilen (2018: EWU 37,4%, USA 8,6%, China 7,1% und UK 6,2%), ergibt sich eine Gesamtwachstumsrate von 4% im Jahr 2019 und 2,5% im Jahr 2020.

Deutschland: Exportwachstum 18

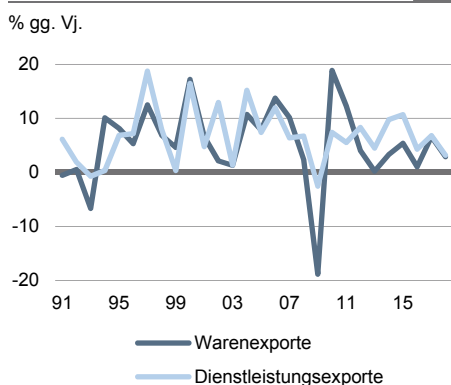


Quelle: Deutsche Bank Research

2019 dürften unsere Modelle die Entwicklung überzeichnen

Unsere strukturellen Modelle dürften die Absatzchancen deutscher Exporteure im Jahr 2019 überzeichnen. Dies liegt in den aktuell hohen politischen Unsicherheiten wie dem Brexit-Chaos, der Uneinigkeit über die künftige Ausrichtung der europäischen Politik und insbesondere der unsicheren Neuausrichtung der US-Handelspolitik begründet. So erwarten wir für 2019 weiterhin ein eher gedämpftes nominales Exportwachstum von etwas über 2%. Die Exportpreise hängen eng an der Entwicklung der Rohölpreise. Da wir im Jahr 2019 keine weitere Preissteigerung erwarten, dürften die Exportpreise nur marginal um 0,5% zulegen. Folglich wachsen die realen Exporte um lediglich 1,6% im Jahr 2019.

Deutschland: Waren- und DL-Exporte 19



Quelle: Deutsche Bank Research

2020 erwarten wir eine leichte Verbesserung im Einklang mit unseren Modellen

Für das Jahr 2020 lassen unsere Modelle, wie oben beschrieben, ein Wachstum der nominalen deutschen Warenexporte um 2,5% erwarten. Da unsere Prognose auch für 2020 nahezu eine Seitwärtsbewegung bei den Rohölpreisen unterstellt, würden die Exportpreise im Jahr 2020 abermals wie im Jahr 2019 um 0,5% und folglich die realen Exporte lediglich um etwa 2% zulegen.

Nettoexporte im Jahr 2019 und 2020 weiterhin negativ

Aufgrund der guten Binnenkonjunktur und insbesondere der weiterhin sehr guten Beschäftigungslage dürften die realen Importe in den Jahren 2019 und 2020 kräftiger wachsen als die realen Exporte. Wir prognostizieren ein Plus von 2% im Jahr 2019 und 2,4% im Jahr 2020. Folglich sind die BIP-Wachstumsbeiträge der Nettoexporte in beiden Jahren negativ: 2019 -0,4%-Punkte und 2020 -0,04%-Punkte. Unsere BIP-Prognose von lediglich 0,7% im Jahr 2019 erklärt

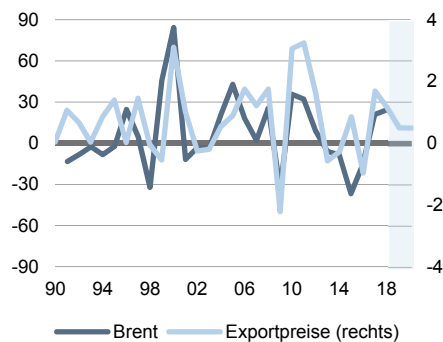


Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Deutschland: Exportpreise

20

beide y-Achsen: % gg. Vj.

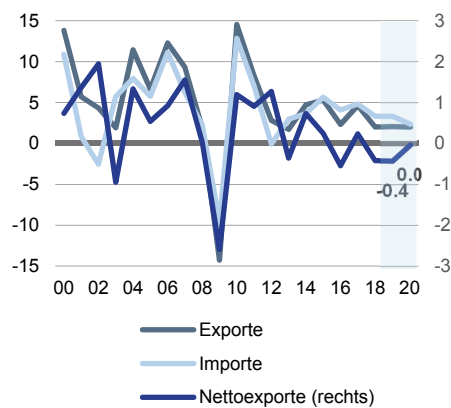


Quellen: Deutsche Bank Research, Haver Analytics, Statistisches Bundesamt

Reale Ex- & Importe plus Wachstumsbeitrag der Nettoexporte zum BIP

21

linke y-Achse: % gg. Vj.
rechte y-Achse: %-Punkte

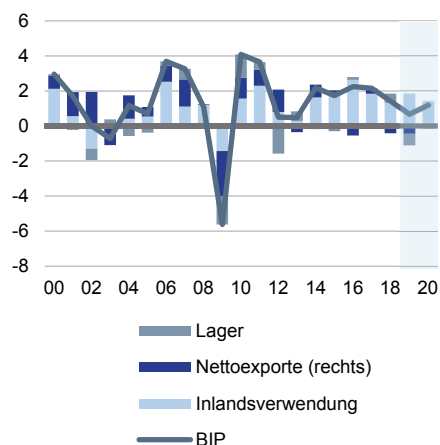


Quelle: Deutsche Bank Research

BIP-Wachstum

22

% gg. Vj. bzw. %-Punkte



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

sich also vor allem über die aktuellen Herausforderungen für die Exportindustrie. Mit der Verbesserung der Nettoexporte im Jahr 2020 dürfte das BIP-Wachstum dann wieder auf 1,2% steigen, was in etwa dem langfristigen Durchschnitt der letzten zehn Jahre entspricht.

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

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

Appendix

Die oben präsentierten Regressionen beruhen hauptsächlich auf einfachen linearen Modellen. Diese weisen wünschenswerte ökonomische (richtiges Vorzeichen) und statistische Eigenschaften (signifikanter t-Wert, R^2 , geringe/keine Autokorrelation) auf. Zahlreiche Variablen, wie das Wachstum des Welthandels, die Veränderung von Rohölpreisen oder auch länderspezifische Konjunkturvariablen, verbessern die Schätzungen nicht. Auch komplexere Schätzmethoden, die Fehlerkorrekturterme berücksichtigen, und Quantilsregressionen helfen unseres Erachtens bestenfalls unwesentlich zur Modellierung der bilateralen Warenexporte. Bei der Verwendung von Quartalsdaten weisen die Koeffizienten von Fehlerkorrekturtermen – also der Schätzfehler des Vorquartals oder auch der Vorquartale – regelmäßig das erwartete negative Vorzeichen und teilweise auch statistische Signifikanz auf. Die Elastizitäten ändert dies aber kaum. Die in Quartalsdaten potenziell vorhandenen Saisoneffekte – manche Variablen liegen nicht saisonbereinigt vor – müssen dann aber über Quartalsindikatoren abgegriffen werden, wodurch die Modelle komplexer werden. Als Folge müssten unsere Quartalsprognosen für BIP-Wachstum und Devisenkurse mit den Quartalsindikatoren kombiniert werden, um daraus Jahresprognosen für Deutschlands bilaterale Warenexporte abzuleiten. Die auf Jahresdaten beruhenden Modelle sind also sehr viel einfacher interpretierbar. Entsprechend halten wir unsere hier präsentierten einfachen linearen Modelle sowohl aus statistischer als auch ökonomischer Sicht für die beste Wahl. Ausnahmen haben wir oben diskutiert.



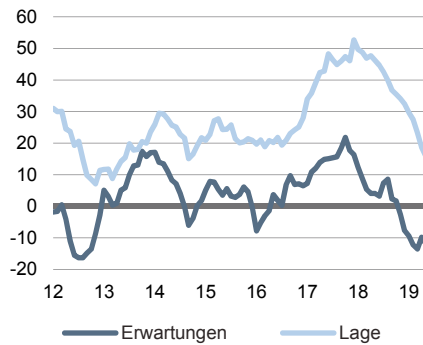
Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Deutsche Industrieproduktion dürfte 2019 um 1,5% sinken – 2020 wegen Handelsstreits und Brexit extrem ungewiss

ifo Geschäftsklima: Schlechtere Stimmung

1

Verarbeitendes Gewerbe, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen

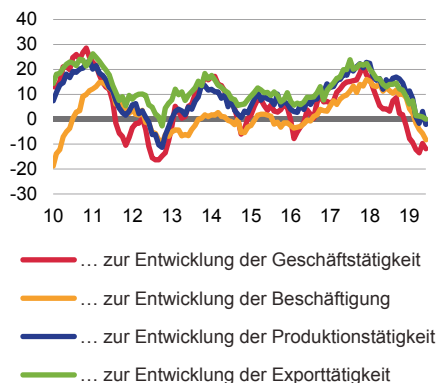


Quelle: ifo Institut

Erwartungen im Verarbeitenden Gewerbe geben nach

2

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

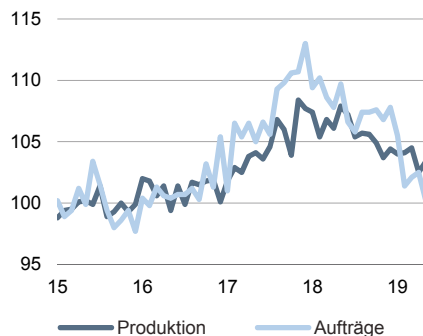


Quelle: ifo Institut

Kaum Stabilisierung am aktuellen Rand

3

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

- Wir erwarten nunmehr einen Produktionsrückgang im Verarbeitenden Gewerbe um 1,5% im Jahr 2019 (vorher 0%). Grund sind die anhaltend schwachen Stimmungsindikatoren. Hierin spiegeln sich die abgekühlte Gesamtkonjunktur sowie die dämpfenden Effekte der Handelskonflikte und des Brexit wider. Auch die „harten Daten“ (Produktion, Aufträge) fielen zu Jahresbeginn enttäuschend aus. Der Auftragsbestand in der deutschen Industrie ist dagegen nach wie vor recht hoch; dies wirkt stabilisierend auf den Produktionsverlauf.
- 2020 könnte die Industrieproduktion diesen Verlust wieder wettmachen. Dies setzt allerdings voraus, dass die Handelskonflikte nicht (weiter) eskalieren und dass ein harter Brexit vermieden wird und die wirtschaftliche Entwicklung in Europa nicht für mehrere Quartale schwächt.

Die Stimmung der Industrieunternehmen in Deutschland hat sich in den letzten Monaten stetig verschlechtert, obwohl die Unternehmen die aktuelle Lage nach wie vor überwiegend positiv einschätzen. Besonders enttäuschend ist jedoch, dass sich die Geschäfts-, Export- und Produktionserwartungen im deutschen Verarbeitenden Gewerbe im Juni erneut verschlechtert haben, nachdem sich im Mai eine Trendwende angedeutet hatte.

Die schwelenden und akuten Handelskonflikte (insbesondere zwischen den USA und China), die Hängepartie rund um den Brexit oder die Zolldrohungen der USA gegenüber der europäischen Automobilindustrie schaden der exportintensiven deutschen Industrie. Sämtliche Faktoren sind nicht neu. In den letzten Quartalen zeigt sich aber auch tatsächlich, dass diese Unsicherheiten zu einem spürbar geringeren Wirtschaftswachstum in Europa und auch in den USA führen. Da das Wachstum vor allem vom privaten Verbrauch (intakte Arbeitsmärkte) und weniger von den Investitionen getragen wird, fehlen die Impulse für die deutschen Hersteller von Investitionsgütern. Die Zentralbanken in Euroland und den USA haben in ihrer Rhetorik bereits auf die schwächere Konjunktur reagiert und stellen eine (noch) expansivere Geldpolitik in Aussicht.

Produktion und Aufträge tendieren nach unten – Industrieproduktion dürfte 2019 um 1,5% sinken

Nicht nur die Stimmungsindikatoren im deutschen Verarbeitenden Gewerbe haben zuletzt nachgegeben. Auch die Produktion sowie die Auftragseingänge in der Industrie tendieren seit mehr als einem Jahr recht stetig nach unten. In der Folge lag die Produktion im ersten Jahresdrittel von 2019 um 2,4% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Bei den Aufträgen betrug das Minus sogar 6,2% gg. Vj. in den ersten fünf Monaten von 2019.

Zu Beginn des 2. Quartals 2019 ist die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe zum fünften Mal in Folge gesunken. Dennoch ist der Rückgang in Summe nicht dramatisch. Die Auslastung liegt noch immer um 2%-Punkte über dem langjährigen Durchschnitt und ist somit für die Industrie noch komfortabel. Der immer noch hohe Auftragsbestand im Verarbeitenden Gewerbe liefert hierzu einen wichtigen Beitrag. Er ist zwar seit Anfang 2019 leicht rückläufig. Gleichwohl ist das absolute Niveau hoch.

Für den Rest des Jahres erwarten wir, dass die Produktion im deutschen Verarbeitenden Gewerbe zunächst noch in etwa stagnieren und zum Jahresende hin bestenfalls marginal nach oben tendieren wird. Mit einem deutlichen Einbruch

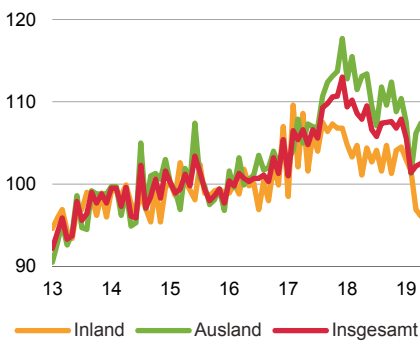


Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Inlandsaufträge enttäuschen

4

Verarbeitendes Gewerbe in DE, Auftragseingang, 2015=100

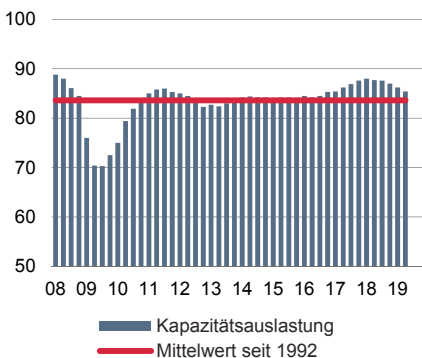


Quelle: Statistisches Bundesamt

Kapazitätsauslastung stetig rückläufig

5

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %



Quelle: ifo Institut

Erzeugerpreise steigen noch

6

Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe in DE, 2015=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

wie in den Jahren 2008/09 rechnen wir dank des hohen Auftragsbestands freilich nicht. Im Jahresdurchschnitt dürfte die Fertigung um real 1,5% sinken. Dies wäre der erste Produktionsrückgang seit dem Jahr 2011.

Trotz der rückläufigen Produktion im Verarbeitenden Gewerbe stiegen die Erzeugerpreise in der Industrie bis zuletzt an. Allerdings verlangsamte sich das Tempo. So nahmen die Erzeugerpreise 2018 noch um 2,1% zu. Im ersten Jahreshälfte von 2019 waren es nur noch 1,5% gg. Vj. Die durchschnittliche Rendite der Industrieunternehmen in Deutschland dürfte daher – auch angesichts der kräftigen Lohnabschlüsse aus 2018 – unter Druck geraten, was in konjunkturellen Schwächephase natürlich ein gewöhnlicher Vorgang ist.

Produktionsplus von 1,5% im Jahr 2020 möglich, wenn ...

2020 könnte die Industrieproduktion in Deutschland wieder um real 1,5% zulegen. Dies setzt allerdings voraus, dass die Handelskonflikte nicht (weiter) eskalieren und dass der Brexit – wie auch immer er umgesetzt wird – die wirtschaftliche Entwicklung in Europa nicht für mehrere Quartale schwächt. Wichtigste Annahme dabei ist, dass die angedrohten amerikanischen Zölle von 25% auf europäische Autoimporte unterbleiben. Sollten diese gegen Ende dieses Jahres kommen, dürfte das nach Einschätzung des ifo Institutes die deutsche Autoausfuhr in die USA langfristig um nahezu 50% einbrechen lassen. Inclusive der Zweitrundeneffekte könnte solche Zölle das deutsche BIP-Wachstum aber schon 2020 um 0,25 bis 0,5%-Punkte schmälern. Die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland würde dann wohl das zweite Jahr in Folge sinken.

Investitionsgüterbranchen 2019 im Minus – Trendwende 2020?

In allen drei großen deutschen Investitionsgüterbranchen, der Automobilindustrie, dem Maschinenbau sowie der Elektrotechnik, dürfte die inländische Produktion 2019 um 1 bis 1,5% schrumpfen. Im Falle der Automobilindustrie wäre es der zweite Rückgang in Folge. Hier wirkt belastend, dass die Pkw-Nachfrage in China, den USA sowie in Westeuropa 2019 gleichzeitig schrumpft oder bestenfalls leicht zulegt (siehe weiterer Beitrag in dieser Ausgabe). Im Maschinenbau und der Elektrotechnik macht sich die allgemeine Investitionsschwäche in Deutschland selbst sowie in wichtigen Exportmärkten negativ bemerkbar. Gleichwohl konnten diese Branchen zu Jahresbeginn 2019 ihre nominalen Ausfuhr in manche wichtige Absatzländer wie die USA steigern. Eventuell spielen hier die höheren US-Importzölle gegenüber China eine Rolle. Sie könnten US-Kunden dazu veranlassen, vermehrt auf Erzeugnisse aus Deutschland umzuschwenken. Die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar zu Jahresbeginn 2019 dürfte hier ebenfalls eine Rolle gespielt haben.

Auch in der Chemie-, der Metall- sowie in der Kunststoffindustrie dürfte die Produktion 2019 sinken. Jedoch fällt auch hier der Rückgang moderat aus. Produktionszuwächse sind in der Baustoffindustrie möglich, die von der guten Baukonjunktur profitiert. Im Ernährungsgewerbe ist ebenfalls ein Fertigungsplus wahrscheinlich.

Was für das Verarbeitende Gewerbe insgesamt gilt, dürfte auch auf die großen Industriebranchen zutreffen: Produktionszuwächse sind 2020 möglich, wenn die Handelskonflikte nicht eskalieren bzw. wenn es hier zu positiven Überraschungen kommen sollte. Für die Automobilindustrie bleiben die möglichen US-Strafzölle auf Autoimporte aus der EU das besondere Damokles-Schwert.

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



Arbeitsmarkt noch robust, aber Konjunkturabschwung spürbar

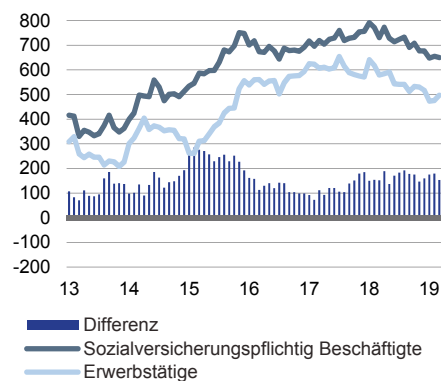
- Überprüfungen zum Vermittlungsstatus von ALG-II-Berechtigten führten im Mai zu einem starken Anstieg der saisonbereinigten Arbeitslosen. Dieser Sondereffekt dürfte bis in den Sommer zu weiteren Anstiegen der monatlichen Arbeitslosenzahlen führen. Auch nach dem Auslaufen dieses Effekts erwarten wir aufgrund der deutlich schwächeren Konjunktur keinen weiteren Rückgang der Arbeitslosigkeit im weiteren Jahresverlauf.
- Der robuste deutsche Arbeitsmarkt war bisher ein Stabilitätsanker in den konjunkturellen Unbilden der letzten 12 Monate. Bei weiter aufwärtsgerichteter Beschäftigungsentwicklung spiegeln die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl wie auch die Unterbeschäftigung (ohne Kurzarbeit) erste Auswirkungen der Abschwächung in der Gesamtwirtschaft wider.
- Die gängigen Arbeitsmarktfrühindikatoren (ifo-, IAB-Barometer und PMI-Unterkomponenten) sind in den letzten 3 bis 6 Monaten kontinuierlich zurückgegangen. Sie deuten auf einen Anstieg der saisonbereinigten Arbeitslosigkeit und auf einen nachlassenden Beschäftigungsaufbau hin.

Deutscher Arbeitsmarkt noch in guter Verfassung

Anhaltender Beschäftigungsaufbau mit nachlassender Dynamik

1

Veränderung gg. Vj., '000 Personen



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

Der deutsche Arbeitsmarkt befindet sich gegenwärtig in sehr guter Verfassung. Die Zahl der Erwerbstätigen erreichte im April einen neuen Höchststand von 45,2 Mio. und liegt damit im Vergleich zum Vorjahresmonat um 1,1% höher. Diese Entwicklung wurde insbesondere von der Zunahme der Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten auf nunmehr gut 33,4 Mio. (Stand März 2019) getrieben. Das entspricht einer Zunahme von 650 Tsd. gegenüber dem Vorjahresmonat. Währenddessen ging die Zahl der Selbstständigen und der ausschließlich geringfügig Beschäftigten weiter zurück.

Der Vorjahresvergleich zeigt jedoch vor allem in den letzten sechs Monaten eine nachlassende Beschäftigungsdynamik. Diese Beobachtung ist sicherlich zu einem großen Teil durch die weiterhin bestehenden Besetzungsprobleme offener Stellen zu erklären. Ein Indiz dafür ist die zuletzt auf 119 Tage (Juni) angestiegene durchschnittliche Vakanzzeit. Neben einem generellen Mangel an Bewerbern sind es zudem meist qualifikationsbezogene Probleme, die die Besetzung offener Stellen behindern. Verspannungen zeigen sich hauptsächlich in der Baubranche, in einigen technischen Berufen und im konjunkturunabhängigen Gesundheits- und Pflegebereich.

Besetzungsschwierigkeiten sind nur eine Seite der Medaille

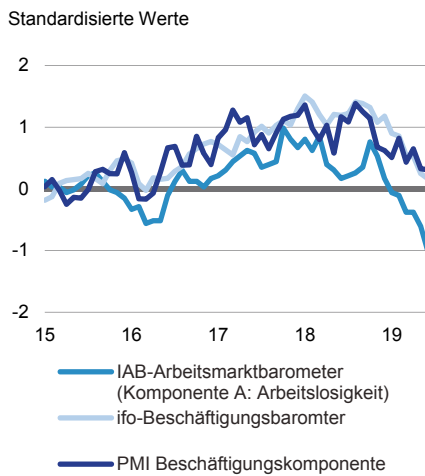
Besetzungsschwierigkeiten sind jedoch nur eine Seite der Medaille, die Auswirkungen der schwachen konjunkturellen Grundtendenz die andere. Die Industrie befindet sich seit Mitte 2018 in der Rezession. Die Kette der negativen Einflüsse reicht von den Problemen der Autoindustrie mit der WLTP-Zertifizierung, über den nachlassenden Welthandel, den weiter anhaltenden handelspolitischen Unsicherheiten zwischen China und den USA bzw. der EU und den USA, bis hin zum unklaren Ausgang des Brexit.

Die verschiedenen Arbeitsmarktfrühindikatoren (IAB-, ifo-Barometer, Beschäftigungskomponente der Einkaufsmanagerindizes PMI) deuten nun jedoch zum Teil bereits seit sechs Monaten darauf hin, dass die konjunkturelle Schwächephase auch am deutschen Arbeitsmarkt nicht spurlos vorübergeht.



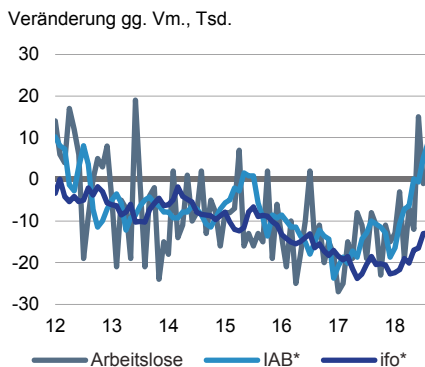
Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Arbeitsmarktindikatoren: Keine fundamental unterschiedliche Botschaft 2



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, ifo, IAB, IHS Markt

Prognosen: IAB und ifo-Barometer deuten auf Anstieg der Arbeitslosigkeit (s.b.) 3



* Einfache lineare Regression der Änderung der Arbeitslosenzahl basierend auf den Arbeitsmarktfrühindikatoren (1 bzw. 2 Monate verzögert). Für den Monat Mai 2019 wurde unterstellt, dass es auch ohne den Einfluss der Sonderprüfung zum Vermittlungsstatus von ALG-II Empfängern zu einem Anstieg der saisonbereinigten Arbeitslosenzahl um 15.000 gekommen wäre.

Quellen: ifo, IAB, Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

Die Komponente „Arbeitslosigkeit“ des IAB-Barometers liegt seit März 2019 unter der neutralen Marke von 100 Punkten und signalisiert damit eine Zunahme der Arbeitslosenzahlen in den nächsten Monaten. Insbesondere die Beschäftigungskomponente des Einkaufsmanagerindex (PMI) für das Verarbeitende Gewerbe liegt ebenfalls seit März im kontraktiven Bereich von unter 50 Punkten und deutet rückläufige Beschäftigtenzahlen in diesem Sektor an. Das ifo-Beschäftigungsbarometer sendet entsprechende Signale bereits seit sechs Monaten.

Das konjunkturelle Gesamtbild der deutschen Volkswirtschaft ist gegenwärtig von einer „Zweiteilung“ zwischen der sich in der Rezession befindenden Industrie und einer robusten Dienstleistungsbranche sowie dem boomenden Bau gekennzeichnet. Daher kommen aus diesen Wirtschaftsbereichen noch positive Beschäftigungssignale, wie deren PMI-Beschäftigungskomponenten und die Aussagen des ifo-Beschäftigungsbarometers zeigen.

Frühjahrsbelegung am Arbeitsmarkt: Fehlanzeige

Trotz der äußerst günstigen Witterungsbedingungen hat sich der monatliche Rückgang der Arbeitslosen (bereinigt um den Sondereffekt im Mai) in H1 2019 auf gut 5 Tsd. gegenüber noch 13,5 Tsd. in H2 2018 verlangsamt. Im Mai erhöhte die Überprüfung des Vermittlungsstatus von ALG-II-Berechtigten die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl um etwa 30 Tsd. bis 40 Tsd. Personen, was zu einem Gesamtanstieg von 61 Tsd. im Monatsvergleich führte. Von Mai auf Juni haben diese Überprüfungen zu keinem erhöhenden Effekt geführt. Nach Aussagen der Bundesagentur für Arbeit ist jedoch im Juli nochmals mit einem Sondereffekt zu rechnen, auch wenn dieser weit schwächer ausfallen dürfte.

Die konjunkturelle Verlangsamung spiegelt sich zudem in der Unterbeschäftigung (ohne Kurzarbeit) wider. Von April bis Juni (bereinigt um den Sondereffekt im Mai) stieg sie durchschnittlich um gut 5 Tsd. Personen. Damit reduzierte sie sich in H1 2019 monatlich nur noch um 2,5 Tsd., während sie in H2 2018 noch um durchschnittlich 14,5 Tsd. Personen zurückging. Die Unterbeschäftigung (ohne Kurzarbeit) erfasst auch Personen in entlastenden aktiven arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen. Die Ausweitung dieser Maßnahmen überdeckte so den bereits zu Jahresbeginn nachlassenden Rückgang der Arbeitslosen.

Bis dato konnte der Arbeitsmarkt – ein typischer nachlaufender Konjunkturindikator – noch von den hohen Auftragsbeständen und der noch überdurchschnittlichen Kapazitätsauslastung profitieren. Die oben erwähnten Umfragen zeigen, dass diese Phase zu Ende geht. Zudem scheinen in einigen Branchen (Automobilzulieferer) auch strukturell Anpassungen anzustehen, die sich auf den Arbeitsmarkt auswirken dürften.

Im Vormonatsvergleich könnte die saisonbereinigte Arbeitslosenzahl im Juli aufgrund der ALG-II-Überprüfungen und der konjunkturellen Verlangsamung zwischen 10 Tsd. und 15 Tsd. steigen. Auch danach dürften die Arbeitslosenzahl aufgrund der schwachen Konjunktur wohl kaum mehr zurückgehen. Wir haben unsere Prognose der Arbeitslosenquote für das Jahr 2019 auf 5% (4,9%) und für 2020 auf 4,9% (4,7%) angehoben. Dieser Anpassung liegt unsere BIP-Prognose zugrunde (2019: 0,7%, 2020: 1,2%), die nach einem bestenfalls stagnierenden Wachstum in Q2 eine sehr moderate konjunkturelle Belebung in der zweiten Jahreshälfte erwartet.

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



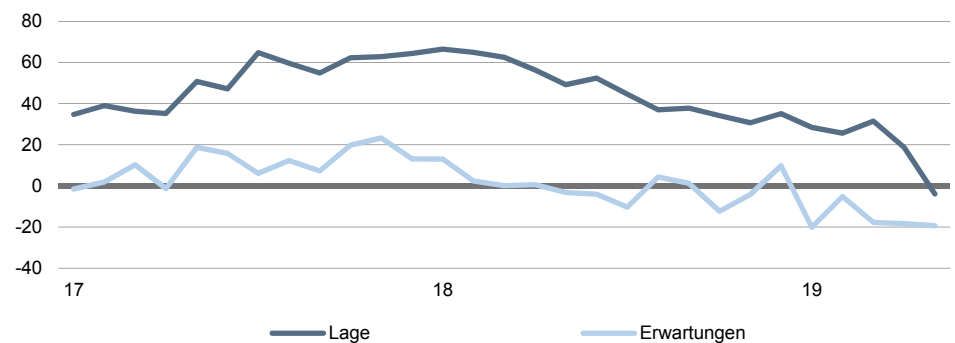
Deutsche Automobilkonjunktur

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. Noch immer bewältigt die Branche den WLTP-induzierten Einbruch von H2 2018, sie sieht sich aber gleichzeitig mit einer deutlich abgeschwächten globalen Nachfrage konfrontiert. Es ist daher nicht verwunderlich, dass sich die Stimmungsindikatoren in den Branchen in den letzten Monaten recht stetig verschlechtert haben. Die Auftragseingänge haben sich noch nicht stabilisiert. Ein Rückschlag für die deutsche Automobilindustrie wäre es, wenn die USA, wie mehrfach angedroht, ihre Zölle auf Autoimporte aus der EU erhöhen würde. Eine Entscheidung hierzu steht vermutlich bis November an.

ifo Geschäftsklima

1

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



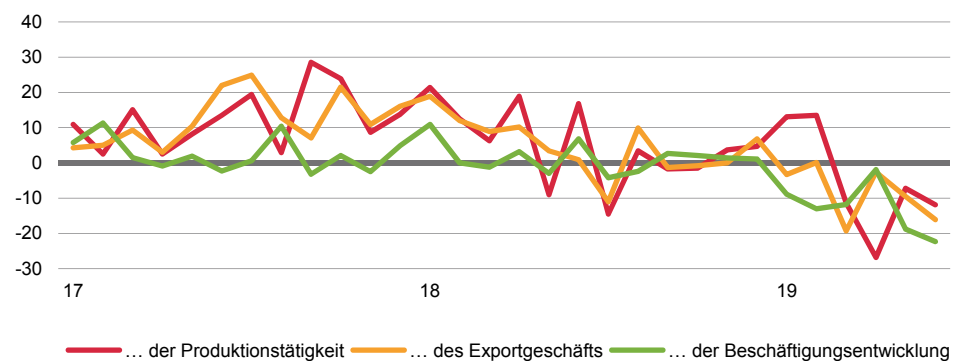
Quelle: ifo

Grafik 1: Seit Jahresbeginn liegen die Geschäftserwartungen der deutschen Automobilindustrie im negativen Bereich. Hierfür ist u.a. die schwächere globale Autonachfrage maßgeblich. Zuletzt schätzten die Unternehmen aber auch ihre aktuelle Lage überwiegend negativ ein. Der Auftragsbestand in der Branche liegt aber nach wie vor auf einem hohen Niveau.

ifo-Erwartungen hinsichtlich ...

2

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



Quelle: ifo

Grafik 2: Die pessimistische Erwartungshaltung der Branche spiegelt sich auch in den Unterkomponenten des ifo-Konjunkturtests wider. Produktions- und Ex-



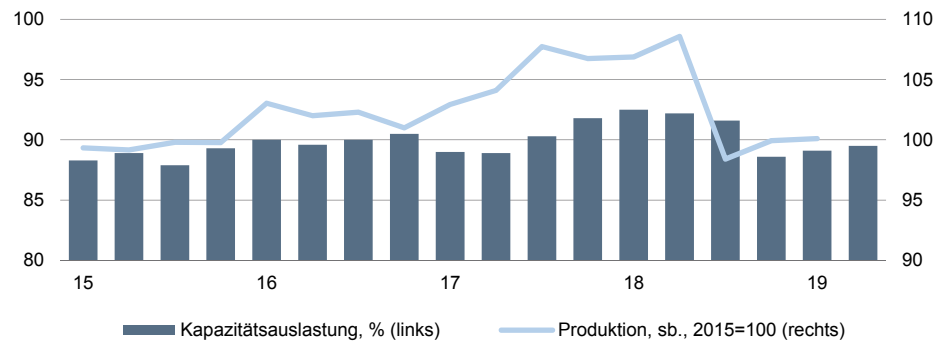
Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

porterwartungen gaben im Juni deutlich nach, was mit der schwächeren Auto-konjunktur und den handelspolitischen Irritationen (Brexit, drohende US-Zölle) zu erklären ist. Der erneute Rückgang der Beschäftigungserwartungen signalisiert, dass die Beschäftigung 2019 sinken dürfte.

Produktion und Kapazitätsauslastung

3

Automobilindustrie in Deutschland



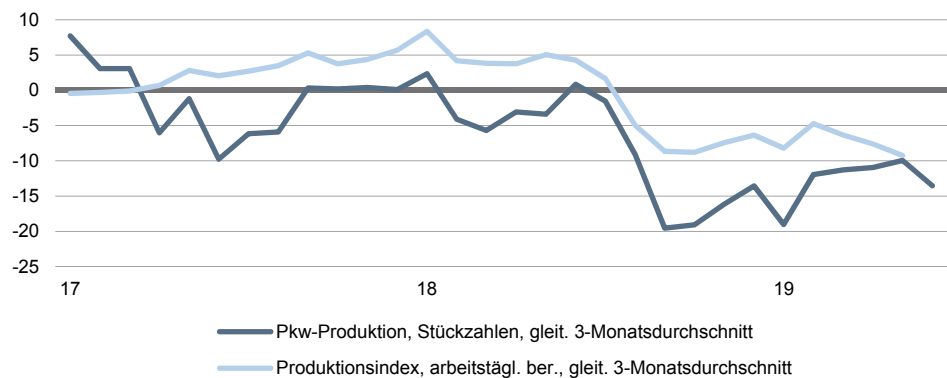
Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Grafik 3: Die Kapazitätsauslastung in der deutschen Automobilindustrie lag 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. Im Juni war ein Minus von 24% gg. Vj. zu verzeichnen, was auch auf weniger Arbeitstagen gg. Juni 2018 zurückzuführen ist. Das Minus fällt beim Produktionsindex, der auch qualitative Komponenten umfasst (z.B. bessere Ausstattung der Fahrzeuge), weniger kräftig aus. Der Produktionsindex nahm im 1. Quartal 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.

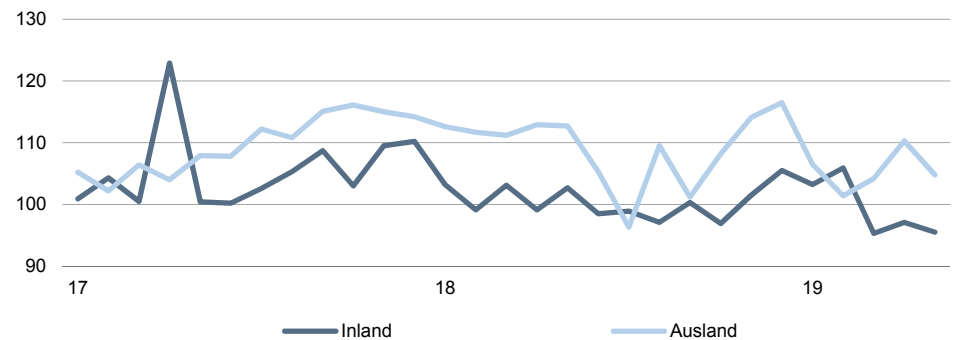


Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Auftrageingang, sb.

5

Automobilindustrie in Deutschland, 2015=100



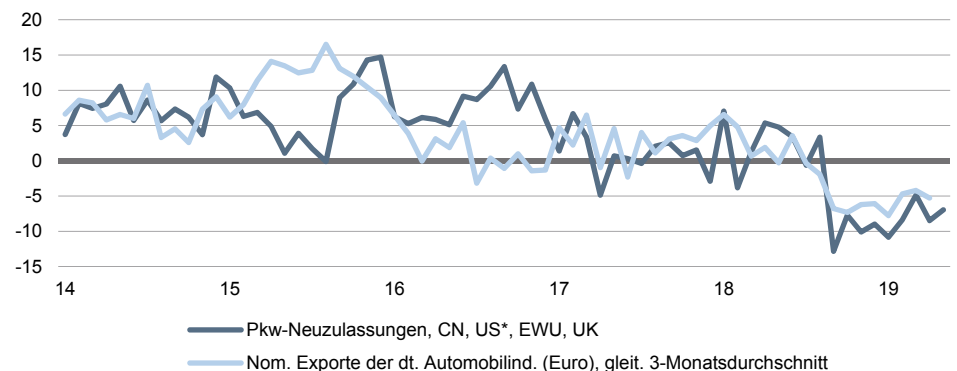
Quelle: Statistisches Bundesamt

Grafik 5: Sowohl die Auftragseingänge aus dem Inland als auch die Auslandsbestellungen nahmen im Mai gg. Vm. ab (-1,6% bzw. -5%). Insgesamt haben sich die Auftragseingänge in den letzten Monaten damit noch nicht stabilisiert. Die Pkw-Neuzulassungen tendierten in den ersten sechs 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)



EZB: Der Druck im Kessel steigt

Wir haben unsere EZB-Prognose revidiert, nachdem der Rat auf seiner jüngsten geldpolitischen Sitzung am 6. Juni eine erhöhte Bereitschaft für erneute Lockerungen signalisiert hatte, sollten unvorhergesehene Risiken eintreten. Angesichts der von uns erwarteten weiteren Eskalation des Handelskonflikts haben wir zudem unsere Prognose für das US-Wachstum nach unten korrigiert und erwarten nun, dass die Fed die Leitzinsen zwischen Juli und Dezember um insgesamt 75 Bp. senkt. Sollten sich die Handelsrisiken tatsächlich verschärfen und die Fed sich zur Kehrtwende veranlasst sehen, wären zwei der aus unserer Sicht für eine geldpolitische Lockerung in der Eurozone erforderlichen Faktoren erfüllt. Auch für die Eurozone sind wir inzwischen pessimistischer gestimmt. Nach 1,2% rechnen wir für 2020 nun nur noch mit einem BIP-Wachstum von 1,0%. All dies spräche aus unserer Sicht dafür, dass die EZB die Geldpolitik im September wieder lockert.

Zwar dürfte im Euroraum die Reversal rate, ab der Zinssenkungen eher schaden als nutzen, noch nicht erreicht sein. Im Vergleich zur Fed verfügt die EZB aber über deutlich weniger Spielraum für eine weitere Lockerung der Leitzinsen. Die Glaubwürdigkeit – und Effektivität – der erneuten geldpolitischen Akkommodierung dürfte daher vor allem von vier Faktoren abhängen. Erstens, inwieweit sich die einzelnen Maßnahmenpakete gegenseitig ergänzen. Zweitens, ob die EZB, falls erforderlich, über ausreichend Spielraum für eine künftige Ausweitung der Maßnahmen verfügt. Drittens, wie innovativ die Reaktion ausfällt, und viertens, ob der Beschluss der Ratsmitglieder einstimmig ist.

Für September rechnen wir zunächst mit einer Senkung des Einlagenzinssatzes um 10 Bp. Zudem dürfte die EZB in ihrer Forward Guidance durch die Formulierung „oder niedriger“ ihre Absicht kommunizieren, bei Eintreten bestimmter Voraussetzungen die Zinsen zu reduzieren. Gleichzeitig könnte sie ihre Bereitschaft signalisieren, bei Erreichen der Reversal rate gestaffelte Zinssätze für die Einlagen der Geschäftsbanken bei der EZB, das sogenannte Tiering, einzuführen. Ob weitere Wertpapierkäufe kommen, bleibt hingegen abzuwarten. Entscheidender für die Märkte ist wohl ohnehin, ob die Ratsmitglieder – einschließlich Weidmann – geschlossen hinter dem neuen Kurs stehen. Dies würde das Vertrauen der Märkte in die Kontinuität der Politik bestärken.

Wie und wann die EZB reagiert, hängt davon ab, ob die Fed ihre Gangart wie von uns erwartet lockert. Sollte die EZB entgegen unserer Einschätzung im September eine abwartende Haltung einnehmen, könnten allerdings an den Märkten verstärkt Zweifel aufkommen, ob die EZB auch nach der Neubesetzung verschiedener Spitzenämter in den EU-Institutionen weiter auf Kurs bleibt.

Weshalb sich die EZB zur Lockerung gezwungen sehen könnte

Auf seiner jüngsten geldpolitischen Sitzung am 6. Juni hat der EZB-Rat im Falle unvorhergesehener Risiken eine erhöhte Bereitschaft für Lockerungsmaßnahmen signalisiert. Aus unserer Sicht wäre dies der Fall, wenn

1. **Risiken eintreten**, wie z.B. eine weitere kostspielige Eskalation des Handelskrieges, ein harter Brexit oder die Ansteckung anderer Länder durch eine Italienkrise.

2. **das Wachstum im Euroraum hinter den Erwartungen zurückbleibt**, z.B. falls die anhaltende Schwäche im Verarbeitenden Gewerbe aufgrund massiver Jobverluste auf die Gesamtwirtschaft durchschlägt.

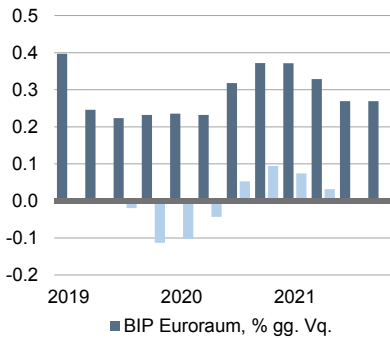
3. **im Zuge einer Lockerung der globalen Geldpolitik** z.B. der Euro aufwertet und Wachstum sowie Inflationserwartungen dämpft.



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Revisionen der US-Prognosen ziehen EWU-Prognosen nach unten, bevor sie wieder stützen

1



Quellen: Deutsche Bank, Eurostat

Da wir inzwischen mit einer Eintrübung des US-Wachstumsausblicks rechnen, ist nicht auszuschließen, dass Punkte 1 und 3 tatsächlich eintreten. So waren wir davon ausgegangen, dass die USA zwar wie angedroht die Strafzölle auf chinesische Importe im Wert von USD 200 Mrd. auf 25% erhöhen würden. Dass es – wie von uns zunächst erwartet – zu einer schnellen Lösung kommt, wird allerdings immer unwahrscheinlicher. Vielmehr würden Sonderzölle in Höhe von bis zu 25% auf einen Teil der verbleibenden US-Importe aus China eine nächste Eskalationsstufe im US-Chinesischen Handelsstreit darstellen.

Vollzieht die Fed zudem wie von uns angenommen einen Kursschwenk und senkt den Leitzins im Juli, September und Dezember um jeweils 25 Bp., steigen auch die Risiken einer Euroaufwertung erheblich.

Nicht nur die Hoffnung der EZB, dass sich die an den Märkten vorherrschenden Sorgen über die zunehmenden Unsicherheiten bald zerstreuen, dürfte damit wohl Makulatur sein. Auch ihre Erwartung, dass der Euroraum dank der robusten Inlandsnachfrage der Verlangsamung der weltwirtschaftlichen Entwicklung zum Teil trotzen kann und die Inflation sich in der Folge nachhaltig normalisiert, hätte sich in diesem Fall zerschlagen.

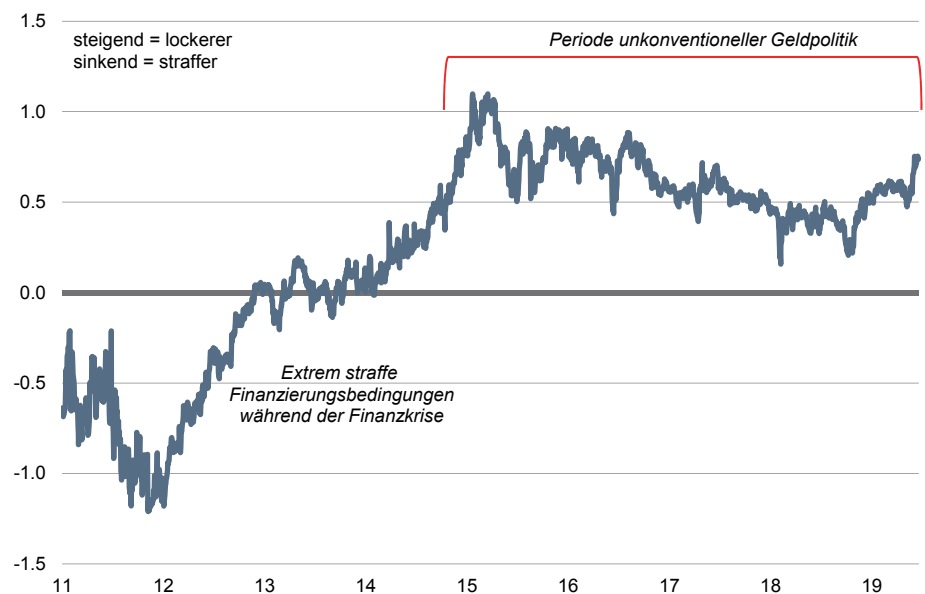
Wechselkursentwicklung ein heikles Thema für die EZB

Für die EZB dürfte die Wechselkursentwicklung ein heikles Thema sein, zumal der von ihr angestrebte nachhaltige Anstieg der HVPI-Kerninflation bisher ausgeblieben ist. So nahm Draghi im Rahmen der Pressekonferenz am 6. Juni unter anderem auch Bezug auf die Wechselkurse. Auf die Frage, welche Implikationen eine Fed-Zinssenkung für die EZB hätte, verwies er auf die Aktienmarkt- und Wechselkursentwicklung, die zuletzt zu leicht strafferen Finanzierungsbedingungen geführt habe.

Zuletzt dominierten sinkende Renditen u. Ölpreise den Einfluß d. Euro-Aufwertung auf den FCI

2

Financial Conditions Index (FCI)



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

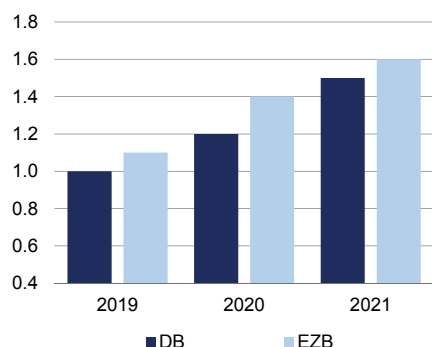


Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

EZB-Prognosen zur Kerninflation
erscheinen zu optimistisch

3

HVPI-Kerninflation, % gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bank, EZB

Zwar spiegelt sich die von Draghi erwähnte Straffung auch in unserem markt-basierten Financial Conditions Index (FCI) wider. Gleichwohl war sie extrem moderat – und wurde inzwischen durch sinkende Renditen und Ölpreise mehr als kompensiert. Draghis Ausführungen sind also ein klarer Hinweis, wie ernst die EZB das Thema nimmt. Schließlich will sie die aktuell günstigen Finanzierungsbedingungen im Euroraum nicht auf's Spiel setzen.

Die von Experten der EZB erstellten Prognosen zeigen, wie deutlich sich Veränderungen der Wechselkursannahmen in den gesamtwirtschaftlichen Projektionen niederschlagen. So würde laut der im Juni veröffentlichten Projektionen der Euro bei einem Anstieg von 13,5% gegenüber dem US-Dollar – was dem 75. Perzentil der optionsimplizierten Ergebnisse für 2021 entspricht – handelsge-wichtet um rund 7% aufwerten. Dies würde das BIP-Wachstum und die HVPI-Inflation 2020 und 2021 um 0,5 resp. 0,4 %-Punkte schmälern. Bei einer Aufwertung des handelsgewichteten Euro um 1%, würden also im Folgejahr Wachstum und Inflation um jeweils fast 0,1 %-Punkte niedriger ausfallen. Will sie ihre Glaubwürdigkeit als Hüter der Inflation nicht gefährden, könnte der EZB am Ende gar keine andere Wahl bleiben, als ihren Kurs wieder zu lockern. Schließlich befinden sich die markt-basierten Inflationserwartungen schon jetzt auf historischen Tiefständen.

Erster Lockerungsschritt frühestens im September

Mit einer ersten Reaktion der EZB auf die von uns erwarteten Fed-Zinssenkungen rechnen wir frühestens im September. Damit bliebe den Notenbankern ausreichend Zeit, um die Gründe für den Lockerungskurs der Fed und dessen potenzielle Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen (einschließlich der Wechselkursentwicklung) zu analysieren. Im September liegen dem Rat zudem die aktualisierten Projektionen der Experten vor.⁵

Aber auch ein späterer Zeitpunkt ist möglich. Eine Fed-Zinssenkung allein zieht nicht zwangsläufig eine Antwort der EZB nach sich. Vielmehr könnte sie zunächst abwarten, wie sich die Finanzierungsbedingungen entwickeln, bevor sie entscheidet, ob und wie sie auf die Lockerung der Fed reagiert.

Treiber der Euroaufwertung im Visier der EZB. Welche hohe Bedeutung die EZB den Triebkräften der Aufwertung beimisst, zeigte sich zuletzt 2017. Damals ging sie davon aus, dass die Aufwertung des Euro auf einen Anstieg der relativen Nachfrage zurückzuführen sein könnte – wodurch die Inflation/Wechselkurs-Elastizität abnehme. Denkbar wäre, dass sie dieses Mal in ihrer Analyse zu dem Schluss kommt, die Nachfrage im Euroraum sei robuster als die in den USA. Aber wohl nur, wenn sich das Nachfragewachstum nicht beschleunigt, sondern lediglich langsamer an Schwung verliert. In diesem Szenario dürfte der Rückgang der Wechselkurselastizität weniger ausgeprägt sein.⁶

Fed-Zinssenkung führt nicht automatisch zur Aufwertung des Euro. Zwar notiert der US-Dollar im Vorfeld von Fed-Leitzinssenkungen in der Regel schwächer, erholt sich anschließend aber wieder. Für eine nachhaltige deutliche Abwertung der US-Währung müsste die Fed die Zinsen aus Sicht unserer Devisenstrategen um mindestens 100 Bp. reduzieren. Zu erwarten ist aber wohl nur eine Reduzierung von 50-75 Bp. Die Hauptnutznießer dieser aus „Sicherheitsgründen“

⁵ Im Juli kommen die EZB-Ratsmitglieder eine Woche vor ihren Kollegen in den USA zur Sitzung zusammen. Es bleibt abzuwarten, inwieweit die Mitglieder des Offenmarktausschusses die Märkte zu diesem Zeitpunkt bereits auf eine Zinssenkung vorbereitet haben. Bei Vorliegen eindeutiger Hinweise ist davon auszugehen, dass dies bereits im Juli – zumindest bei der Wortwahl auf der EZB-Pressekonferenz – mit einfließt. Spätestens im September, wenn endgültig klar ist, ob die Fed tatsächlich die Zinsen reduziert, steht dann eine Reaktion der EZB an. Wie diese ausfällt, dürfte unter anderem davon abhängen, inwieweit die EZB unter Zugzwang gekommen ist.

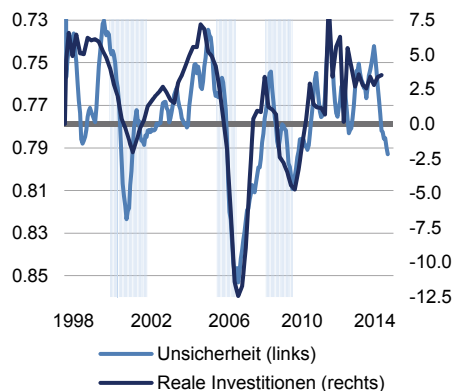
⁶ <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2017/html/ecb.sp170911.en.html>



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Wirtschaftl. Unsicherheit erhöht die Hürde für eine robuste Erholung im Euroraum

4



Quellen: Deutsche Bank, Eurostat, Macrobond

erfolgenden Senkung wären der USD, zusammen mit dem JPY und CHF (unsere bevorzugten Longs), während die asiatischen Währungen besonders stark in Mitleidenschaft gezogen würden (weshalb wir an unserer sehr pessimistischen Einschätzung festhalten). Der EUR dürfte in einer Seitwärtsbewegung verharren, wobei allerdings aufgrund der Marktpositionierung das Risiko einer Aufwertung zunähme.⁷

Vier Kriterien zur Einschätzung der EZB-Reaktion

Wie effektiv die Reaktion der EZB auf die Zinssenkungen der Fed ausfällt, hängt nach unserem Dafürhalten vor allem von vier Kriterien ab.

Komplementarität der Maßnahmen. Wie meistens in der Vergangenheit dürfte die Antwort der EZB auch dieses Mal nicht nur auf einen Aspekt abzielen, sondern ein ganzes Bündel an Maßnahmen umfassen, dessen einzelne Bestandteile sich gegenseitig verstärken. Das Ganze wäre also mehr als die Summe seiner Teile.

Eine Senkung des Einlagenzinssatzes um 10 Bp., in Kombination mit der Aussicht auf ein Tiering bei Erreichen der Reversal rate, würde vermutlich eine größere Wirkung entfalten als die Zinsreduzierung allein.

Während ein niedrigerer Einlagenzinssatz der Euro-Aufwertung entgegenwirken könnte, würde gleichzeitig mit der Bereitschaft zu einem Tiering der Schutz des Bankensystems vor den Nebenwirkungen weiterer Zinssenkungen gewährleistet, sollte die EZB Hinweise darauf erhalten, dass ihre Negativzinspolitik das Kreditvergabeverhalten der Banken beeinträchtigt. Bisher zumindest gibt es hierfür keine Anzeichen.⁸ Für noch mehr Klarheit dürfte eine Überarbeitung der Forward Guidance sorgen. Mit der Formulierung „oder niedriger“, abhängig von der künftigen wirtschaftlichen Entwicklung und den bankbasierten Finanzierungsbedingungen, würde die Botschaft, dass die Zinsen zwar weiter fallen könnten, der Schutz des Bankensystems dabei aber gewahrt bleibt, zusätzlich Nachdruck verliehen.

Auch eine Neuauflage der Nettowertpapierkäufe als Teil des Maßnahmenbündels scheint denkbar. So könnte die EZB z.B. ihr Unternehmensanleihekaufprogramm wieder aufleben lassen, wobei nicht die Einengung der Spreads im Fokus stünde. Ziel wäre vielmehr über Portfolioumschichtungen in den Bilanzen der Banken, die Anreize für die Inanspruchnahme der neuen TLTRO3-Tender zu verstärken, um so die Kreditvergabe an die Wirtschaft anzukurbeln. Da das Universum der infrage kommenden Papiere stetig wächst und Käufe am Primärmarkt kaum rechtlichen Beschränkungen unterliegen, könnte die EZB aus unserer Sicht jeden Monat Papiere im Volumen von bis zu EUR 10 Mrd. aufkaufen – und das über Jahre, falls erforderlich. Für die Unternehmen würden die Finanzierungsbedingungen also deutlich lockerer.⁹

Skalierbarkeit. Die EZB wird angesichts der zahlreichen künftigen Unsicherheiten (Handelskrieg, Brexit etc.) ihr Pulver kaum auf einmal verschießen. Vielmehr dürfte sie bei der Ausgestaltung des Maßnahmenpakets auch dessen künftige Skalierbarkeit im Auge haben. Mit der an bestimmte Voraussetzungen gebundenen Formulierung „oder niedriger“ in der Forward Guidance z.B. würde sie ihre Absicht kommunizieren, die Zinsen, falls erforderlich, weiter zu senken. Und ihre Bereitschaft, ein Tiering einzuführen, könnte als Hinweis gewertet werden, dass die Notenbanker selbst bei Erreichen der Reversal rate durchaus weiteren

⁷ What happens to the dollar if the Fed cuts rates. DB FX Special Report. 5. Juni 2019.

⁸ A primer on the reversal rate. DB Focus Europe. 4. Juni 2019.

⁹ Eine Analyse der Spreads zwischen CSPP-fähigen Anleihen und solchen, die nicht im Rahmen des Programms aufgekauft werden dürfen, ergab, dass die Märkte mit einer Wahrscheinlichkeit von schätzungsweise 50% eine Neuauflage des CSPP-Programms innerhalb der kommenden zwölf Monate einpreisen. Sizing up the ECB CSPP comeback. DB IG Strategy. 12. Juni 2019.



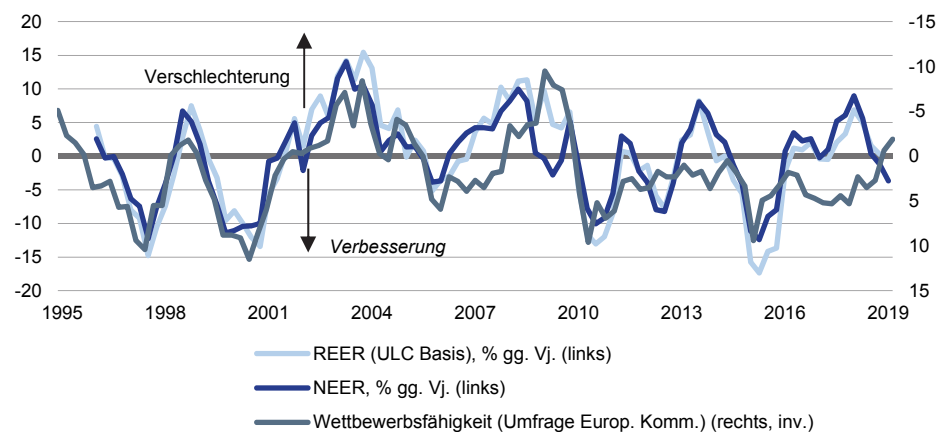
Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Spielraum zur geldpolitischen Lockerung sehen. Hinzu käme bei einer Neuaufgabe des Wertpapierkaufprogramms über den Ankauf von Unternehmensanleihen die Botschaft, dass die EZB Potenzial für eine weitere Ausweitung ihrer Bilanz sieht und ihr Risikoappetit längst nicht gestillt ist. Die drohende Aufwertung des Euro könnte so gebremst werden und die Finanzierungsbedingungen im Euroraum bleiben – wie von der EZB gewünscht – weiter locker. Ohnehin ist die Liste der oben genannten Optionen bei Weitem nicht vollständig. Ebenso vorstellbar ist unter anderem, dass die EZB klarer kommuniziert, dass die im Rahmen des Public Sector Purchase Programme (PSPP) geltende Obergrenze von 33% rechtlich nicht bindend ist.

Innovation. Ein erneuter Einsatz der oben genannten Instrumente könnte an den Märkten gleichwohl für Enttäuschung sorgen. Immerhin wurden sie alle bereits erprobt. Will die EZB die Sorgen, dass die Geldpolitik der Notenbanken an ihre Grenzen stoßen könnte, beruhigen, müsste sie sich wohl neue Instrumente einfallen lassen. Im besten Fall, etwas nie Dagewesenes. Denn der Effekt wäre deutlich größer als bei einem reinen Nachahmen anderer Notenbanken (z.B. Aktienkäufe, Renditekurvenkontrolle). Schon ein klares Indiz, dass die EZB neue Instrumente prüft, könnte ihr ausreichend Zeit verschaffen, um die weitere Entwicklung der wirtschaftlichen Risiken abzuwarten.

Euro-Aufwertung könnte die jüngsten Abwärtssignale der Wettbewerbsfähigkeitsindikatoren verstärken

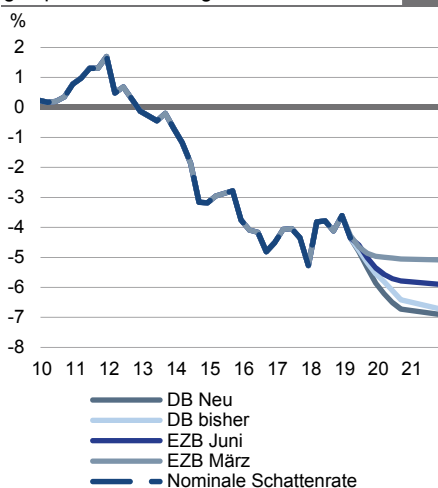
5



Quellen: Deutsche Bank, Europäische Kommission, Haver Analytics LP

Im Vergleich zu den jüngsten Makroprognosen der EZB implizieren unsere aktuellen Prognosen eine expansivere geldpolitische Haltung

6



Quellen: Deutsche Bank, EZB

Dass sie durchaus neue innovative Wege gehen kann, hat die EZB in der Vergangenheit wiederholt bewiesen. Zwar herrscht derzeit an den Märkten die Sorge, die Grenzen der Geldpolitik seien allmählich erreicht. Doch wo genau diese verlaufen, darüber gab es während der gesamten Krise nur Spekulationen. Umso mehr Bedeutung kommt daher den Äußerungen Mario Draghis auf der jüngsten Pressekonferenz zur OMT-Entscheidung des EuGH zu. So verwies er darauf, dass Europas höchster Gerichtshof der EZB ausdrücklich einen breiten Ermessensspielraum eingeräumt habe, um ihr Mandat der Sicherung der Preisstabilität zu erfüllen.

Einstimmigkeit. Mehr denn je dürften die Märkte bei Entscheidungen der EZB darauf achten, wie hoch die Unterstützung innerhalb des Rats ausfällt. Da Mario Draghis Amtszeit am 31. Oktober endet, wäre ein in seinen letzten Monaten als Präsident der EZB auf den Weg gebrachtes Maßnahmenpaket – insbesondere wenn es skalierbare Elemente enthält – wohl umso glaubwürdiger, wenn der Rat geschlossen hinter den Maßnahmen stünde. Insbesondere die Unterstützung Weidmanns würde am Markt positiv aufgenommen. Dies dürfte freilich einige Kompromisse und Zugeständnisse erfordern. Ein Paket, dass z.B. die in



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

diesem Artikel genannten Elemente umfasst, strittige Themen wie neue Wertpapierkäufe hingegen ausklammert, dürfte am Markt eher für gute Stimmung sorgen als ein umfassenderes Maßnahmenpaket, das ohne die Zustimmung von Weidmann auf den Weg gebracht wurde.

Unser neues EZB-Basiszenario. Wir sind zunächst davon ausgegangen, dass die EZB bis auf Weiteres abwartend reagiert, bevor sie Mitte 2021 die Zinsen erstmals erhöht. Dies hätte allerdings vorausgesetzt, dass sich Wachstum und Inflation im Rahmen der Prognosen entwickeln. Stattdessen stehen die Zeichen nun wieder auf Lockerung. Erste Schritte erwarten wir im September (spätestens Oktober). Im Einzelnen sind aus unserer Sicht folgende Maßnahmen zu erwarten: eine Senkung des Einlagenzinssatzes um 10 Bp., die Einführung eines teilweisen Tierings sowie die Anpassung der Forward Guidance durch die Formulierung „oder niedriger“, abhängig von bestimmten Voraussetzungen.¹⁰ Auch ein neues Kaufprogramm für Unternehmensanleihen ist denkbar, könnte aber der Einstimmigkeit zum Opfer fallen.¹¹ Eine erste Zinserhöhung erwarten wir nun frühestens in Q4 2021.

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

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

¹⁰ Änderungen an der Forward Guidance für die Reinvestitionen sind ebenfalls nicht auszuschließen. Denkbar erscheint, dass die EZB ankündigt, die Reinvestitionen für eine längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, wenn die Zinsen wieder in den positiven Bereich zurückkehren, fortzusetzen. Die Phase der Reinvestitionen würde deutlich verlängert, die Wirkung der gekoppelten Guidance erhöht.

¹¹ Unser mittelfristiger Ausblick für den Zinssatz für die Einlagefazilität (Refi-Satz in Klammern), Jahresende 2019-2023: -0,50% (0,00%), -0,50% (0,00%), -0,25% (0,25%), 0,25% (0,75%) und 0,25% (0,75%).



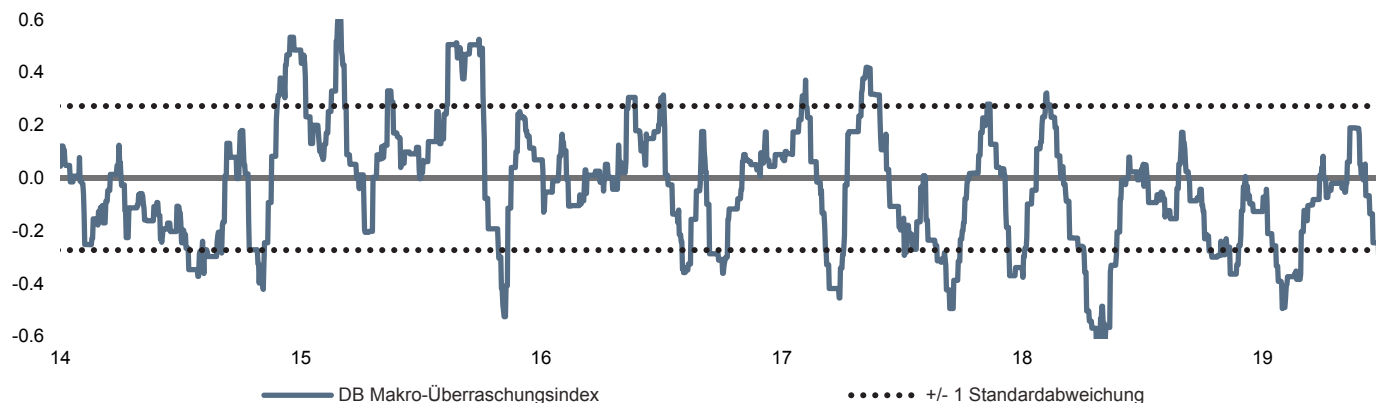
Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

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.)	4 2019	28.05.2019	1,4	1,6	-0,2	0,0	0,6
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	5 2019	29.05.2019	61,0	-7,5	-68,5	-3,0	0,0
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	4 2019	31.05.2019	-1,0	0,1	-1,1	-0,6	0,2
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	5 2019	03.06.2019	44,3	44,3	0,0	0,0	0,5
MPMIDESAS Index	PMI Dienstleistungssektor	5 2019	05.06.2019	55,4	55,0	0,4	0,5	0,8
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	4 2019	06.06.2019	0,4	0,0	0,4	0,2	0,6
GRBTIMMM Index	Importe (% gg. Vm.)	4 2019	07.06.2019	-0,9	-0,2	-0,7	-0,3	0,4
GRBTXMM Index	Exporte (% gg. Vm.)	4 2019	07.06.2019	-3,4	-0,9	-2,5	-1,4	0,1
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	4 2019	07.06.2019	-1,9	-0,5	-1,4	-1,1	0,1
GRTBALE Index	Handelsbilanz (EUR Mrd.)	4 2019	07.06.2019	17,9	19,5	-1,6	-0,8	0,2
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	5 2019	13.06.2019	1,4	1,4	0,0	0,2	0,4
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	6 2019	18.06.2019	7,8	6,1	1,7	0,2	0,6
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	6 2019	18.06.2019	-21,1	-5,6	-15,5	-1,9	0,0
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	6 2019	27.06.2019	1,6	1,6	0,0	0,2	0,4
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	5 2019	28.06.2019	-0,2	-0,2	0,0	0,3	0,7
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	6 2019	01.07.2019	45,0	45,4	-0,4	-0,5	0,2
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	6 2019	01.07.2019	-1,0	0,0	1,0	-0,2	0,4
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	5 2019	02.07.2019	-0,6	0,5	-1,1	-0,6	0,2
MPMIDESAS Index	PMI Dienstleistungssektor	6 2019	03.07.2019	55,8	55,6	0,2	0,3	0,7
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	5 2019	05.07.2019	-2,2	-0,2	-2,0	-1,0	0,1

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

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



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
08.07.2019	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Mai	0,5	-2,5
08.07.2019	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Mai	16,0	17,0
08.07.2019	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	-0,5	-3,4
08.07.2019	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	0,9	-0,9
24.07.2019	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juli	46,0	45,0
24.07.2019	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juli	55,5	55,8
25.07.2019	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juli	98,0	97,4
30.07.2019	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Juli	1,4	1,4
31.07.2019	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Juni	0,5	-0,6
31.07.2019	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juli	5,0	5,0
06.08.2019	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Juni	0,7	-2,2

*lt. 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)



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2018	Q3 2018	Q4 2018	Q1 2019	Q2 2019	Jan 2019	Feb 2019	Mrz 2019	Apr 2019	Mai 2019	Jun 2019
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	102,3	103,4	102,1	99,4	98,2	99,6	98,8	99,7	99,3	97,9	97,4
ifo Geschäftserwartungen	99,0	99,9	98,4	94,8	94,9	94,8	94,0	95,6	95,3	95,2	94,2
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	105,1	104,6	101,6	97,8	95,0	98,9	97,9	96,7	95,5	95,4	94,2
Produktion (% gg. Vp.)	0,5	-1,4	-1,2	-0,1		-0,4	0,1	0,4	-1,9	0,9	
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,2	-1,1	0,5	-4,1		-2,1	-3,9	0,7	0,4	-2,2	
Grad der Kapazitätsauslastung	87,8	87,8	87,1	86,3	85,3						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	5,1	0,5	0,1	3,9		-1,4	8,8	-0,5	-1,6	-2,2	
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-5,2	0,7	11,3								
ifo Bauhauptgewerbe	111,8	116,5	116,6	111,5	113,1	111,5	110,7	112,4	112,5	113,8	113,1
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	0,9	0,4	0,4	-0,2	-1,7	-0,4	-0,2	-0,1	-0,7	-1,4	-3,1
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	1,9	-0,7	0,6	1,7		2,7	0,7	0,1	-1,0	-0,6	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	1,9	1,2	-8,1	0,2	0,9	-1,4	2,7	-0,5	-1,1	9,1	-4,7
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-1,1	-2,3	1,0	-5,1		-2,7	-5,7	4,7	1,1	-4,3	
Exporte (% gg. Vp.)	1,0	-0,2	0,9	0,8		0,1	-1,2	1,6	-3,4	1,1	
Importe (% gg. Vp.)	2,1	2,3	-0,1	0,6		1,4	-1,4	0,4	-0,9	-0,5	
Nettoexporte (EUR Mrd.)	59,6	52,7	56,1	57,0		18,6	18,5	19,9	17,0	18,7	
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	5,2	5,1	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0	4,9	4,9	5,0	5,0
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		1,1	1,1	1,1	1,1	1,0	
ifo Beschäftigungsbarometer	104,0	104,8	104,2	102,4	100,6	103,0	102,8	101,5	101,5	100,3	100,0
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	2,0	2,2	2,2	1,6	1,6	1,7	1,7	1,4	2,1	1,3	1,3
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,3	1,4	1,4	1,5	1,4	1,8	1,6	1,0	2,0	0,9	1,3
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	2,6										
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	2,6	-0,5	-0,3	1,5	0,2	-2,3	2,9	3,7	4,1	-3,4	0,1
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	74,5	75,1	68,0	63,1		59,4	64,0	66,1	71,2	71,2	64,3
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	30,1	34,2	34,3	31,7	33,8	32,8	31,8	30,4	32,7	35,4	33,4
EC Unternehmensumfrage	13,8	15,8	17,6	14,4	7,1	18,9	13,0	11,4	6,7	8,4	6,2
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	1,7	3,3	2,8	3,8							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,8	3,5	2,9	3,2							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	1,7	3,0	2,0	2,9							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	3,6	4,1	4,5	5,1		4,0	4,4	5,1	5,5	4,7	
Trend von M3*						4,3	4,3	4,5	5,0	5,1	
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	4,3	4,3	3,9	4,1		3,7	3,9	4,1	4,1	0,0	
Kredite an öffentliche Haushalte	-7,0	-2,7	-6,3	14,1		-9,0	-1,4	14,1	6,2		

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

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



Schwarz-Grün im Bund – schmerzhaft Kompromisse drohen

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	0,00	1,25	1,50	0,25	2,00
Sep 19	1,875	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	0,00	1,50	1,50	0,15	2,00
Dez 19	1,625	-0,10	0,00	0,75	-0,50	-0,25	0,00	1,50	1,50	0,25	2,00
Mrz 20	1,625	-0,10	0,00	0,75	0,00	-0,50	0,00	1,50	1,50	0,25	2,00

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	2,31	0,05	-0,36	0,76
Sep 19	2,00	0,05	-0,36	0,79
Dez 19	1,90	0,05	-0,36	0,85
Mrz 20	1,75	0,05	-0,36	0,85

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,02	-0,16	-0,37	0,75
Sep 19	2,05	0,00	-0,35	1,03
Dez 19	2,15	0,00	-0,30	1,12
Mrz 20	2,20	0,00	-0,23	1,13

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,12	107,86	0,90	1,25	1,11	10,53	7,46	9,63	4,24	323,41	25,44
Sep 19	1,10	107,50	0,93	1,18	1,14	10,70		9,65	4,35	323,00	25,65
Dez 19	1,13	105,00	0,93	1,22	1,15	10,80	7,46	9,60	4,35	323,00	25,60
Mrz 20	1,16	103,75	0,93	1,25	1,16	10,73		9,55	4,40	320,00	25,50

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

© Copyright 2019. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

ISSN (Print): 2512-2371; ISSN (Online): 2568-1079