



5. Februar 2018

## Partyzeit

### Autoren

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

### DB Research Management

Stefan Schneider

### Inhaltsverzeichnis

### Seite

Prognosen .....	2
Deutsche Wirtschaft startet mit viel Schwung in das Jahr 2018 .....	3
Tarifverhandlungen in Deutschland: Erster Höhepunkt .....	6
Das Ende der quantitativen Lockerungen (QE) und die Zeit danach .....	10
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland .....	13
Exportindikator .....	14
Eventkalender .....	15
Datenkalender .....	16
Finanzmarktprognosen .....	17
Datenmonitor .....	18

Original in englischer Sprache:  
2. Februar 2018

**Die Konjunktur hat im Winterhalbjahr kaum an Schwung verloren.** Der enge Arbeitsmarkt und prall gefüllte Auftragsbücher der Unternehmen bescheren den Gewerkschaften eine hervorragende Verhandlungsposition, wenngleich die diesjährigen Abschlüsse wohl letztlich nicht ganz so hoch ausfallen dürften, wie sich mancher Arbeitnehmer und die EZB erhoffen. Gleichzeitig werden bei den Verhandlungen über eine Neuauflage der Groko die fiskalischen Überschüsse komplett ausgegeben. Gerade so, als gäbe es keine demografischen Herausforderungen und gerade so, als seien „Nullzinsen“ und eine boomende Wirtschaftsentwicklung ein Normalzustand. Wie intonieren die Narren, wenn das Ende der Karnevalszeit naht? „Am Aschermittwoch ist alles vorbei.“

**Deutsche Wirtschaft startet mit viel Schwung in das Jahr 2018.** Die deutsche Volkswirtschaft ist im Jahr 2017 um 2,2% (2016: 1,9%) gewachsen und damit das achte Jahr in Folge. Der private Verbrauch profitierte von der günstigen Einkommens- und Beschäftigungsentwicklung. Die Belebung des Welthandels sorgte zudem für eine Zunahme der Exportportnachfrage. Infolge höherer Kapazitätsauslastung führte dies zu verstärkten Investitionen in Ausrüstungen. Für das vierte Quartal 2017 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 0,5%. Die konjunkturelle Dynamik dürfte auch in Q1 nur wenig nachlassen.

**Tarifverhandlungen in Deutschland: Erster Höhepunkt.** Knackpunkt ist nach wie vor die Forderung der IG Metall nach einem teilweisen Lohnausgleich für Arbeitnehmer, die ihre Wochenarbeitszeit auf 28 Stunden verringern wollen. Auch wenn sich die Auseinandersetzung verschärft hat, scheinen beide Seiten weiterhin einen Abbruch der Gespräche vermeiden zu wollen. Sowohl die Metallarbeitgeber als auch VW haben ihre Angebote nachgebessert, was für unsere seit Langem vertretene Auffassung spricht, dass die Löhne um mehr als 3% ansteigen könnten.

**Das Ende der quantitativen Lockerungen (QE) und die Zeit danach.** Bei der jüngsten Pressekonferenz waren sowohl tauben- als auch falkenhafte Äußerungen zu hören. EZB-Präsident Draghi tat dem Markt jedoch den Gefallen, ein klares Fazit zu ziehen. Vor dem Hintergrund der derzeit verfügbaren Daten goutierte er die Markterwartung einer ersten Zinsanhebung in der Mitte des Jahres 2019. Bevor Draghi zu diesem Schluss kam, machte er noch einen weiteren wichtigen Punkt deutlich: An der Abfolge der Ausstiegsschritte sowie daran, dass der Leitzins noch deutlich über das Ende der Nettoanleihekäufe hinaus unverändert bleiben soll, sei auf gar keinen Fall zu rütteln. Die QE-Forward Guidance wird in den kommenden Monaten geändert werden. Die Nettoanleihekäufe werden zum Jahresende hin wohl auf jeden Fall beendet werden.



## Partyzeit

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P	2017P	2018P	2019P
Euroland	2,3	2,3	1,7	1,5	1,4	1,5	3,3	2,7	2,1	-1,1	-0,9	-1,0
Deutschland	2,2	2,3	1,8	1,8	1,6	1,8	7,2	6,5	6,5	1,2	0,8	0,5
Frankreich	1,8	2,0	1,6	1,2	1,3	1,4	-0,8	-0,6	-0,6	-2,9	-2,7	-2,9
Italien	1,6	1,4	1,0	1,3	1,0	1,5	2,9	2,8	2,6	-2,1	-1,9	-1,8
Spanien	3,1	2,9	2,3	2,0	1,5	1,6	1,8	1,7	1,6	-3,1	-2,2	-1,6
Niederlande	3,0	2,5	2,4	1,3	1,6	1,9	10,2	10,2	10,1	1,1	0,5	0,4
Belgien	1,8	2,2	1,7	2,2	1,6	1,7	-1,0	-0,7	-1,0	-1,8	-1,5	-1,5
Österreich	2,8	2,5	2,3	2,2	2,0	1,7	2,2	2,5	2,8	-0,9	-0,7	-0,5
Finnland	2,9	2,6	2,1	0,9	1,2	1,6	-1,0	0,0	0,5	-1,2	-1,0	-0,8
Griechenland	1,2	3,0	2,2	1,2	0,7	1,1	-1,0	-0,5	0,0	-1,6	0,0	1,0
Portugal	2,6	2,0	1,5	1,6	1,2	1,5	0,2	0,0	0,0	-1,4	-1,2	-1,2
Irland	4,1	4,0	3,2	0,3	1,0	1,2	3,8	3,5	3,0	0,1	0,1	-0,4
Großbritannien	1,8	1,0	1,4	2,7	2,5	2,3	-4,5	-4,0	-3,5	-2,5	-2,1	-1,4
Dänemark	2,1	2,0	1,9	1,1	1,6	1,6	7,5	7,5	7,0	-1,0	-0,5	-0,5
Norwegen	1,8	2,2	2,0	1,9	1,9	1,8	6,0	6,0	5,5	3,5	4,0	5,0
Schweden	3,0	2,7	2,5	1,8	2,0	2,2	5,0	4,5	4,0	1,0	1,0	0,5
Schweiz	0,9	2,1	1,8	0,5	0,3	0,7	10,5	10,6	11,0	0,3	0,3	0,2
Tschech. Rep.	4,4	3,4	3,0	2,5	2,4	2,2	0,6	0,4	1,0	1,0	0,8	1,1
Ungarn	3,9	3,5	3,1	2,3	2,5	2,9	4,2	3,4	2,9	-2,0	-2,4	-2,3
Polen	4,5	3,8	3,5	2,0	2,2	2,9	-1,3	-1,4	-1,2	-2,1	-2,4	-2,8
USA	2,3	2,7	2,3	2,1	2,1	2,1	-2,9	-3,2	-3,5	-3,6	-2,8	-3,2
Japan	1,8	1,2	0,8	0,5	0,4	0,8	4,1	4,6	4,5	-3,7	-3,2	-2,8
China	6,9	6,3	6,3	1,6	2,7	2,4	1,2	0,8	0,6	-3,7	-4,0	-4,0
Welt	3,8	3,9	3,8	2,9	3,3	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.

	2016	2017P	2018P	2019P	2018				2019			
BIP	1,9	2,2	2,3	1,8	0,9	0,6	0,8	0,5	0,5	0,6	0,5	0,5
Privater Konsum	2,1	2,0	1,8	1,5	0,8	0,9	-0,1	0,4	0,4	0,6	0,5	0,5
Staatsausgaben	3,7	1,4	1,0	1,0	0,2	0,2	0,0	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	3,1	3,0	3,7	3,6	2,9	1,5	0,4	1,4	1,0	1,0	1,0	0,8
Ausrüstungen	2,2	3,5	5,1	3,1	2,3	3,3	1,5	1,8	1,0	1,0	1,0	0,5
Bau	2,7	2,6	4,0	4,9	3,5	0,5	-0,4	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Lager, %-Punkte	-0,2	0,1	0,3	0,0	-0,8	0,2	0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Exporte	2,6	4,7	4,8	4,5	1,7	1,0	1,7	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2
Importe	3,9	5,2	5,2	5,1	0,4	2,4	0,9	1,0	1,3	1,4	1,4	1,4
Nettoexport, %-Punkte	-0,3	0,2	0,2	0,0	0,7	-0,5	0,4	0,1				
Konsumentenpreise*	0,5	1,8	1,6	1,8								
Arbeitslosenquote, %	6,1	5,7	5,3	5,3								
Industrieproduktion**	1,4	3,0	1,8	1,5								
Budgetsaldo, % BIP	0,8	1,2	0,8	0,5								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	68,1	64,4	60,9	58,1								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,4	7,2	6,5	6,5								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	263	232,0	212,0	214,0								

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

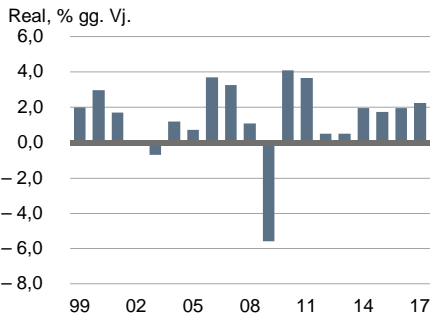
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research



Partyzeit

Viertes Jahr in Folge solides BIP-Wachstum

1

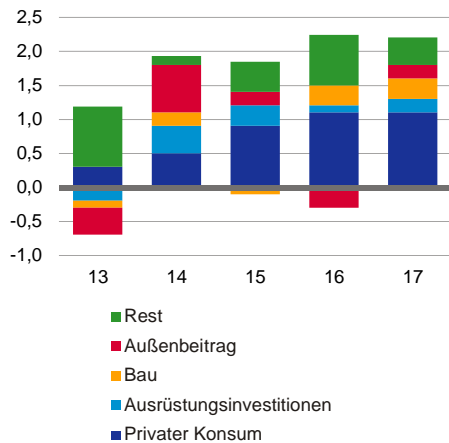


Quelle: Statistisches Bundesamt

Auf privaten Konsum entfiel die Hälfte des BIP-Wachstums im Jahr 2017

2

Wachstumsbeitrag, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Deutschland: Konjunkturprognose

3

% gg. Vj.	2016	2017P	2018P
Reales BIP	1,9	2,2	2,3
Privater Konsum	2,1	2,0	1,8
Staatsausgaben	3,7	1,4	1,0
Anlageinvestitionen	3,1	3,0	3,7
Ausrüstungen	2,2	3,5	5,1
Bau	2,7	2,6	4,0
Lager, %-Punkte	-0,2	0,1	0,3
Exporte	2,6	4,7	4,8
Importe	3,9	5,2	5,2
Nettoexport, %-Punkte	-0,3	0,2	0,2
HIVP	0,4	1,7	1,6
Staatsverschuldung, % BIP	68,3	64,9	61,3
Arbeitslosenquote, %	6,1	5,7	5,4
Budgetsaldo, % BIP	0,8	1,2	0,8
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,4	7,2	6,5

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Deutsche Wirtschaft startet mit viel Schwung in das Jahr 2018

- Die deutsche Volkswirtschaft ist im Jahr 2017 um 2,2% (2016: 1,9%) gewachsen und damit das achte Jahr in Folge. Da im vergangenen Jahr drei Arbeitstage weniger zur Verfügung standen, lag die kalenderbereinigte Wachstumsrate sogar bei 2,5%.
- Das kräftige Wachstum basierte nach wie vor auf einer starken und breiten Binnennachfrage. Der private Verbrauch profitierte von der günstigen Einkommens- und Beschäftigungsentwicklung. Die Belebung des Welthandels sorgte zudem für eine Zunahme der Exportportnachfrage. Infolge einer höheren Kapazitätsauslastung führte dies zu verstärkten Investitionen in Ausrüstungen.
- Für das vierte Quartal 2017 erwarten wir ein BIP-Wachstum von 0,5%. Zwar haben die Einzelhandelsumsätze gegenüber Vorquartal stagniert, aber die Industrieproduktion konnte trotz eines negativen Brückentageeffekts im Oktober im Quartal kräftig zulegen.
- Die hohe konjunkturelle Grunddynamik führte zu einem guten Start in das Jahr 2018. Dies spiegelt sich in der Auftragslage der Industrie, der robusten Arbeitsmarktentwicklung, wie auch in den Stimmungsindikatoren der Konsumenten und Unternehmen wider.

### BIP Wachstum im Jahr 2017 auf breitem Fundament

Nach den ersten Berechnungen des Statistischen Bundesamtes ist die deutsche Wirtschaft im Jahr 2017 um 2,2% gewachsen. Die kalenderbereinigte Wachstumsrate lag sogar bei 2,5%. Das Wachstum hatte eine breite Basis. Alle Hauptkomponenten des BIPs expandierten. Insbesondere der private Konsum (+2,0%) und die Bruttoanlageinvestitionen (+3,0%) trugen zum BIP-Wachstum bei. Dabei blieb die Expansion der Bauinvestitionen mit 2,6% im Jahresvergleich nahezu konstant. Hingegen beschleunigte sich das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen spürbar auf 3,5%. Aufgrund der geringeren Flüchtlingszahlen fiel die Entwicklung der staatlichen Konsumausgaben mit 1,4% moderater aus als im Vorjahr. Insgesamt wuchs die inländische Verwendung um 2,1%. Der Außenbeitrag stützte das BIP-Wachstum mit 0,2%-Punkten.

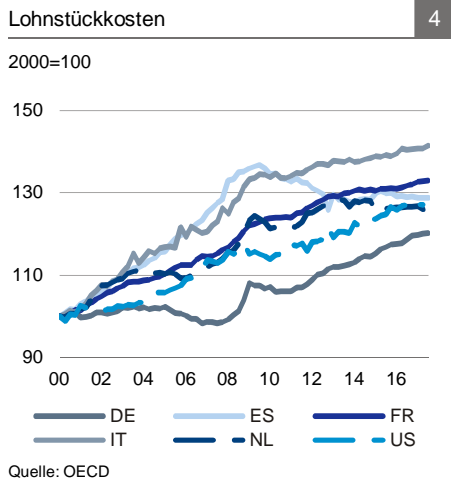
### Erwerbstätigkeit und Einkommen

Gestützt von der sehr guten Arbeitsmarktlage stiegen die verfügbaren Einkommen um nominal 3,9%. Der Anstieg der Verbraucherpreise um 1,8% führte zu einem realen Wachstum von 2,1%. Die Bruttolöhne erhöhten sich im Jahr 2017 um 4,4%. Der Anstieg resultierte aus einem Wachstum der Bruttolöhne und Gehälter je Arbeitnehmer um 2,7% auf monatlich 2.861 Euro sowie der Zahl der Arbeitnehmer um 1,7%.

Die Arbeitsproduktivität je geleisteter Erwerbstätigenstunde stieg im Jahr 2017 um 1%. Auch bezogen auf die Zahl der Erwerbstätigen stieg sie an. Das durchschnittliche Arbeitnehmerentgelt, sowohl je Arbeitnehmer als auch je Arbeitnehmerstunde gerechnet, ist um 2,5% gestiegen und lag damit deutlich über der Produktivitätsentwicklung. Daraus folgt ein Anstieg der Lohnstückkosten um 1,5% (je Stunde) bzw. um 1,8% (je Person). Diese Entwicklung belastet die Profitabilität der Unternehmen. Der internationale Vergleich verdeutlicht den stetigen Anstieg der Lohnstückkosten und die damit verbundene Einbuße an inter-



Partyzeit



nationaler Wettbewerbsfähigkeit. Mit Blick auf die Eurozone stellt diese Entwicklung aber auch einen „Aufholeffekt“ dar, der zum Abbau der Ungleichgewichte beiträgt.

Ausblick auf das Schlussquartal 2017 – Aufwärtsrisiken

Mit der Veröffentlichung der vorläufigen Jahresergebnisse zum deutschen BIP 2017 wurden noch keine Wachstumsraten oder Details für das vierte Quartal bekannt gegeben. Die Daten zum vierten Quartal und die Überarbeitung der vorläufigen Jahresergebnisse werden am 14. Februar publiziert, die Details folgen am 23. Februar. Monatliche Konjunkturdaten und Stimmungsindikatoren sprechen aber für eine robuste Entwicklung des Schlussquartals 2017, wenngleich dies mit einem Anstieg um 0,5% etwas hinter dem außerordentlich kräftigen Q3-Wachstum (0,8%) zurückbleiben dürfte. Dabei deuten unsere umfragebasierten BIP-Modelle auf leichte Aufwärtsrisiken hin.



Die Industrieproduktion war im Oktober etwas schwächer. Hierfür waren unter anderem zwei bundesweite „Brückentage“ ausschlaggebend. An einem Brückentag sinkt die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe um etwa ein Drittel. Bei zwei Brückentagen in einem Monat fällt der Gesamteffekt jedoch erfahrungsgemäß geringer aus, da meist nur einer der beiden Tage genutzt wird.<sup>1</sup> Im November ist die Industrieproduktion dann aber um deutliche 4,3% gegenüber dem Vormonat gestiegen. Die PMIs deuten auf einen weiteren Produktionsanstieg im Dezember hin. So erreichte der PMI Verarbeitendes Gewerbe ein Allzeithoch von 63,3 Punkten. Der PMI Composite lag mit 58,8 Punkten ebenfalls nur leicht unter dem 80-Monatshoch von 58,9.



Ein ähnliches Bild zeigen die Auftragseingänge. Hier lag das durchschnittliche Auftragsvolumen der Monate Oktober und November gut 2,7% über dem des dritten Quartals. Die robuste Entwicklung basierte sowohl auf den inländischen Aufträgen als auch auf den noch kräftigeren Zugängen aus der Eurozone und den Staaten außerhalb des Euro-Währungsgebietes.

Zusätzlich wurde die gute Stimmung in der deutschen Wirtschaft auch von den günstigen Witterungsbedingungen gestützt. Nach der aktuellen Veröffentlichung des IAB gab es in Q4 keine negativen Wettereffekte auf den Arbeitsmarkt.

Verwendungsseitig könnte der Private Verbrauch im Schlussquartal, nach einem leichten Rückgang in Q3, wieder etwas zugelegt haben. Inländische Bestellungen von Investitionsgütern sowie die Rekorde bei den Unternehmensumfragen lassen eine weiterhin dynamische Investitionstätigkeit vermuten. Gleichzeitig stützt die fortschreitende Erholung der Eurozone die deutsche Exportwirtschaft. Sie profitiert auch von der Belebung des Welthandels, die die dämpfenden Effekte der jüngsten Euroaufwertung abschwächt. Dies spiegeln auch die Ergebnisse der Dezemberumfrage zu den ifo-Exportorerwartungen wider. Sie zeigen zwar eine leichte Eintrübung auf 19,9 (Nov: 21) Saldenpunkte, liegen damit aber immer noch auf einem sehr hohen Niveau. Insgesamt erwartet die deutsche Industrie eine weitere Zunahme der Exporte, wenn auch mit schwächerem Wachstum.

Insgesamt deuten die jüngsten Stimmungsindikatoren darauf hin, dass die deutsche Volkswirtschaft ihre hohe Dynamik über den Jahreswechsel hinaus beibehalten hat. Das ifo-Geschäftsklima konnte im Januar seinen leichten Rückgang aus dem Dezember wettmachen und kletterte wieder auf das im November erreichte Allzeithoch. Die finalen Januarwerte der PMI Einkaufsmanager Indizes

<sup>1</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank, Kalendarische Einflüsse auf das Wirtschaftsgeschehen, Monatsbericht, Dezember 2012, S. 53 -63.



unterstreichen dieses Bild. Damit deutet sich derzeit auch für Q1 2018 in BIP-Zuwachs von etwa 0,5% an.

Aus deutscher Sicht sind die Regierungsbildung und der Verlauf der Tarifverhandlungen in der Metall- und Elektroindustrie, dem Öffentlichen Dienst sowie im Bauhauptgewerbe (beide beginnen am 28. Februar) die bestimmenden Themen des ersten Quartals 2018.

Beide sollten sich zumindest kurzfristig nicht wachstumsdämpfend auswirken und könnten den Zyklus sogar weiter stärken. Allerdings kommt die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands in den derzeitigen Groko-Verhandlungen bestenfalls indirekt vor, beispielsweise bei den geplanten Infrastrukturinvestitionen. Stattdessen werden die Belastungen der Unternehmen bei der Krankenversicherung oder auch durch weitere Re-Regulierung am Arbeitsmarkt erhöht, während gleichzeitig auf der anderen Seite des Atlantiks mit massiven Steuersenkungen für Unternehmen für ausländische Direktinvestitionen geworben wird.

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

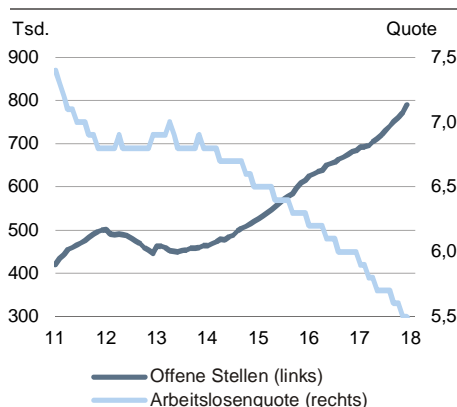


## Tarifverhandlungen in Deutschland: Erster Höhepunkt

- Die IG Metall hat zu 24-stündigen Warnstreiks aufgerufen, um den Druck vor der sechsten Verhandlungsrunde zu erhöhen. Als Knackpunkt ist nach wie vor die Forderung der IG Metall nach einem teilweisen Lohnausgleich für Arbeitnehmer anzusehen, die ihre Wochenarbeitszeit auf 28 Stunden verringern wollen.
- Auch wenn sich die Auseinandersetzung verschärft hat, scheinen beide Seiten weiterhin einen Abbruch der Gespräche vermeiden zu wollen. Sie sind, wie signalisiert, zum Wochenbeginn – d.h. nach dem Ende der Streikwelle – an den Verhandlungstisch zurückgekehrt.
- Sowohl die Metallarbeitgeber als auch VW haben ihre Angebote nachgebessert, was für unsere seit Langem vertretene Auffassung spricht, dass die Löhne um mehr als 3% ansteigen könnten.

### Gewerkschaften verfügen über mehr Verhandlungsmacht als in früheren Jahren

Arbeitsmarkt: Annähernd Vollbeschäftigung



Quelle: Deutsche Bundesbank

Die dezentral geführten Tarifverhandlungen machen es schwierig, den Überblick zu behalten. Grundsätzlich finden parallele Verhandlungen in sieben Regionen in Deutschland statt. Allerdings konzentrieren sich Gewerkschaften und Arbeitnehmer derzeit vor allem auf Baden-Württemberg und wollen eine dort angestrebte Lösung dann in den anderen Regionen übernehmen.

Wie wir bereits an anderer Stelle dargelegt haben, sind die Verhandlungen in der laufenden Tarifrunde recht schwierig, da Arbeitskräfte insgesamt knapp sind und die Nachfrage insbesondere in der Metallindustrie sehr hoch ist. Dies spricht für relativ hohe Abschlüsse im Vergleich zum vorhergehenden Tarifvertrag, der zum Jahresende 2017 auslief (er galt für 21 Monate und sah eine erste Lohnerhöhung um 2,8% und eine zweite um 2% im April 2017 vor). Insgesamt wurden die Löhne um 2,14% im Jahr 2016 bzw. 2,67% im Jahr 2017 angehoben. Im Durchschnitt der Gesamtwirtschaft stiegen die Tariflöhne im Jahr 2017 um 2,1% an (auf monatlicher Basis).

### Knackpunkt: IG Metall-Forderung nach Anspruch auf individuelle Arbeitszeitverkürzung auf 28 Stunden

Eine bestimmte Forderung der IG Metall macht die Verhandlungen noch schwieriger: Die Arbeitnehmer sollen ihre Arbeitszeit bis zu zwei Jahre lang auf 28 Wochenstunden verkürzen und dafür einen teilweisen Lohnausgleich in Höhe von EUR 200 von den Arbeitgebern beanspruchen können, falls diese Arbeitszeitverkürzung dazu dient, ein Kind oder einen engen Angehörigen zu pflegen. Der Arbeitgeberverband hat diese Forderung mit der Begründung abgelehnt, dass derzeit die Nachfrage besonders kräftig steige und die Produktion bereits durch den Fachkräftemangel in Mitleidenschaft gezogen werde. Zudem hat der Arbeitgeberverband ein Rechtsgutachten in Auftrag gegeben, das zu dem Schluss gelangt, ein solcher teilweiser Lohnausgleich sei rechtswidrig, weil Arbeitnehmer, die die Arbeitszeit aufgrund eines solchen Tarifvertrags reduzierten, besser behandelt würden als ihre Kollegen, die ihre Arbeitszeit bereits verkürzt haben und nun keinen Anspruch auf einen Lohnausgleich in Höhe von EUR 200 pro Monat hätten.

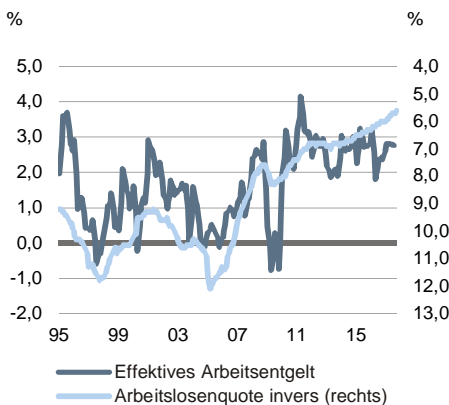


## Partyzeit

Es ist nicht sicher, ob diese Einschätzung vor Gericht standhalten würde. Dennoch scheint die IG Metall möglicherweise ihre Forderung noch einmal überdenken zu wollen, zumal auch die Belegschaft in zahlreichen KMUs der Auffassung zu sein scheint, eine solche Vereinbarung sei für ihr jeweiliges Unternehmen im derzeitigen Umfeld ungünstig.

### Verhandlungen im Südwesten von zentraler Bedeutung

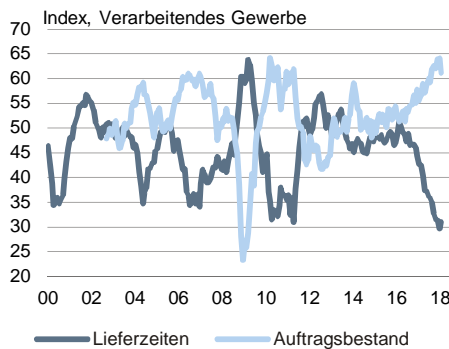
#### Deutsche Phillipskurve: Kommt in Fahrt? 2



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Wir rechnen weiterhin nicht damit, dass sich die Arbeitgeber darauf einlassen, für eine Arbeitszeitverkürzung einen Lohnausgleich zu zahlen. Vielmehr werden sie wohl ihr Lohnangebot nachbessern und im Gegenzug eine weitere Flexibilisierung der Arbeitszeit für beide Seiten verlangen. In der fünften Runde der Tarifverhandlungen legten sie bereits nach und boten statt ursprünglich 2% plus einer Einmalzahlung Lohnsteigerungen in Höhe von 6,8% bei einer Laufzeit von 27 Monaten an. VW, wo traditionell ein Haustarifvertrag gilt, hat sein Angebot in ähnlichem Umfang nachgebessert (3,5% ab Mai und zusätzlich 2% im Mai 2019 bei einer Vertragslaufzeit von 30 Monaten, was jährlichen Steigerungen von rund 3% für 2018 bzw. 2,5% für 2019 entspricht). Wir halten es nach wie vor für möglich, dass der Tarifvertrag letztendlich eine deutlich kürzere Laufzeit haben könnte. Denkbar wären Lohnerhöhungen um knapp 4% bei einer Laufzeit von etwas mehr als 12 Monaten, die den Arbeitgebern eine Interpretation ermöglicht, nach der die tatsächlichen (jährlichen) Einkommenssteigerungen deutlich unter der Schwelle von 4% lägen. Möglich wäre auch eine relativ hohe Einmalzahlung der Arbeitgeber, was den zusätzlichen Charme hätte, dass die Basis für künftige Lohnsteigerungen nicht ansteigen würde.

#### Anzeichen für Kapazitätsengpässe 3



Quelle: IHS Markit

Eine Einigung auf dieser Grundlage könnte noch im Februar erzielt werden, da Ende Februar Betriebsratswahlen anstehen. Um ihre Wahlchancen zu verbessern, könnte die IG Metall bis dahin einen Abschluss erreichen wollen.

#### Und was, wenn nicht?

Tarifverhandlungen entwickeln häufig eine ganz eigene Dynamik und können auch dann platzen, wenn Anzeichen für eine Lösung zu erkennen sind. Dann würden die Gewerkschaften sie für gescheitert erklären, und es würde eine Urabstimmung der Gewerkschaftsmitglieder über einen Streik folgen. Dann könnte es in der Tat zu Streiks kommen. Zum bisher letzten Mal war dies im Jahr 2003 der Fall. Angesichts der insgesamt sehr kooperativen Haltung der Tarifpartner in Deutschland halten wir eine solche Entwicklung jedoch eher für unwahrscheinlich.

### Wie sieht es in anderen Sektoren aus? Wichtig sind die Verhandlungen im Baugewerbe

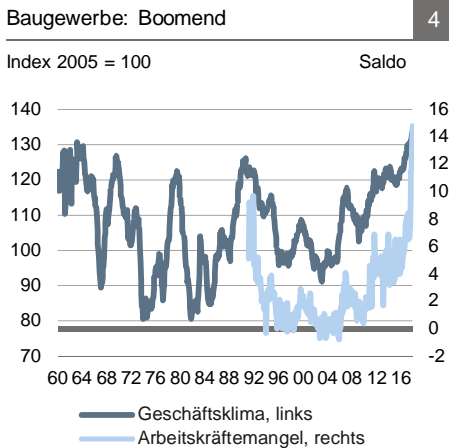
2018 laufen Tarifverträge für knapp 10 Millionen Beschäftigte aus, also rund 1/4 aller Arbeitnehmer in Deutschland. Neben dem Metallsektor (3,9 Millionen Arbeitnehmer) werden zwei weitere wichtige Sektoren, der öffentliche Sektor (2,7 Millionen) und der Bausektor (0,7 Millionen), ab Ende Februar nicht mehr über einen gültigen Tarifvertrag verfügen. Der Bausektor läuft derzeit heiß. Angeblich nehmen einige Unternehmen derzeit keine Renovierungsaufträge mehr an, weil die Nachfrage nach lukrativeren Neubauprojekten so hoch ist. Anekdotischen Belegen zufolge bieten die Unternehmen Lehrlingen für die Unterzeichnung eines Ausbildungsvertrags inzwischen iPads oder sogar Firmenwagen an. Vor diesem Hintergrund erscheint die erste Forderung der Gewerkschaft (Lohnerhöhung um 6% und ein volles 13. Gehalt) nahezu bescheiden. Durch das 13. Monatsgehalt würde das Gehaltsplus jedoch in Westdeutschland um knapp 4%-



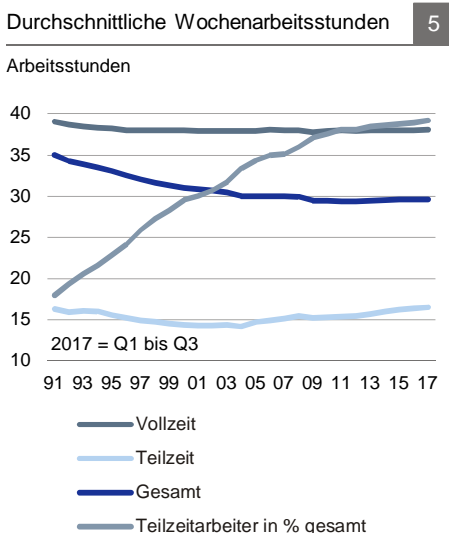
Partyzeit

Punkte erhöht und in Ostdeutschland im Extremfall sogar um über 8%-Punkte, falls nämlich bisher nicht einmal ein 13. Teilgehalt gezahlt wird. Die IGB Bau verlangt außerdem, dass die tägliche Anfahrt zur Baustelle als Arbeitszeit gelten soll. Im Extremfall könnten sich dadurch die Lohnkosten nochmals um knapp 10% erhöhen. Der derzeitige Manteltarifvertrag sieht einen (moderaten) Ausgleich für Anfahrtkosten vor. Da der Manteltarifvertrag erst zum Jahresende gekündigt werden kann, ist es unwahrscheinlich, dass in der anstehenden Lohnrunde eine Lösung für diese Frage gefunden wird.

Im Gegensatz zu den regionalen Verhandlungen im Metallsektor werden im Bausektor zentrale Tarifverhandlungen geführt, deren Ergebnis für die gesamte Bauindustrie in Deutschland gilt. Die erste Verhandlungsrunde soll am 7. Februar in Wiesbaden stattfinden. Eine zweite Runde ist für Ende Februar angedacht. Bei den Tarifverhandlungen im Jahr 2016 wurden die Löhne nach einer anfänglichen Forderung von 5,9% in den Jahren 2016/2017 um 2,4% bzw. 2,3% in Westdeutschland und 2,9% bzw. 2,4% in Ostdeutschland erhöht. Zwischen Ost- und Westdeutschland existiert weiterhin ein Lohngefälle, das sich derzeit auf 7% für die einzelnen Tarifgruppen beläuft. Tatsächlich allerdings liegt die Differenz eher bei 20%, wenn man die unterschiedliche Tarifeinstufung der Arbeitnehmer in Ost- bzw. Westdeutschland berücksichtigt. Dies könnte ebenfalls ein Knackpunkt sein, da die Bezahlung eigentlich bis 2021 angeglichen werden soll. Dafür müssten die Tarifabschlüsse in Ostdeutschland deutlich höher ausfallen. Im Metallsektor dürfte der internationale Wettbewerbsdruck die Erwartungen der Arbeitnehmer letztlich erden, müssen diese doch auch befürchten, dass die Arbeitgeber die Produktion bei übertriebenen Lohnforderungen ins Ausland verlagern könnten. Solche Erwägungen spielen jedoch im Bausektor kaum eine Rolle. Insofern dürften die Erwartungen der Arbeitnehmer recht hoch gesteckt sein. Daher ist das Risiko, dass nicht einmal im Schiedsverfahren eine Einigung erzielt werden kann, unseres Erachtens im Bausektor höher als im Metallsektor. In diesem Falle könnte es Ende März zu Streiks kommen.



Öffentlicher Sektor – das Augenmerk richtet sich auf die Löhne



Im öffentlichen Sektor beginnen die Tarifverhandlungen für die Beschäftigten des Bundes und der Kommunen am 26. Februar (die zweite bzw. dritte Runde ist für Mitte März bzw. Mitte April geplant). Die Gewerkschaft ver.di will am 8. Februar ihre Lohnforderung festlegen. Erste Diskussionen in den Gewerkschaftsausschüssen deuten auf eine Forderung in Höhe von 6%, d.h. ähnlich wie im privaten Sektor, hin. Die hohen Haushaltsüberschüsse sind Wasser auf die Mühlen von ver.di, wenngleich die Situation je nach Kommune sehr unterschiedlich ist. In dem auslaufenden, zweijährigen Tarifvertrag wurden die Löhne zuletzt im Februar 2017 um 2,35% angehoben. Für die Beschäftigten in den Ländern finden separate Tarifverhandlungen statt; dort wurden die Löhne im Rahmen des im Februar 2017 abgeschlossenen Tarifvertrags zu Jahresbeginn um 2,35% angehoben.

Im öffentlichen Sektor dürfte es bei den Verhandlungen vor allem um die Lohnentwicklung gehen. Allerdings hat die Diskussion über befristete Arbeitsverträge (eines der letzten strittigen Themen für die Bildung der Groko) gezeigt, dass befristete Arbeitsverhältnisse im öffentlichen Sektor häufiger zu finden sind als im privaten (7,4% bzw. 6,7% aller Arbeitsverträge). Insofern könnte auch dies ein Verhandlungsthema werden.

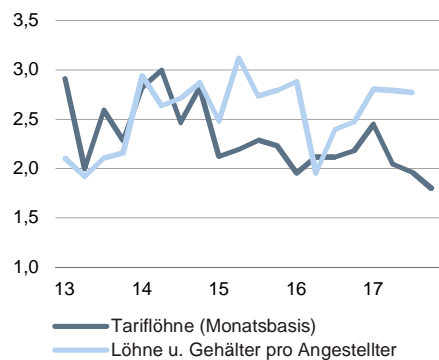


## Wie hoch ist das Lohnwachstum insgesamt?

Deutschland: Lohndrift

6

% gg. Vj.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Die vor dem Hintergrund des makroökonomischen Umfelds eher moderaten Lohnforderungen von 6% (sieht man einmal von der Forderung nach einer individuellen Arbeitszeitverkürzung auf 28 Stunden oder dem 13. Monatsgehalt im Bausektor ab) lassen sich wohl auch dadurch erklären, dass zahlreiche Unternehmen bereits über Tarif zahlen, um Fachkräfte zu halten. Dafür gibt es nicht nur zahlreiche anekdotische Belege, sondern es zeigt sich auch in der zunehmenden Lohndrift (der Differenz zwischen den Tariflohnsteigerungen und den Löhnen und Gehältern, die tatsächlich gezahlt werden). In Q3 2017 belief sich diese Differenz auf 0,8%-Punkte. Ausgehend von den bereits im vergangenen Jahr tarifvertraglich festgeschriebenen Lohnsteigerungen für 2018 und unter der Annahme, dass die Lohnerhöhungen im Dienstleistungssektor (wo das Produktivitätswachstum schwächer ist) moderater ausfallen dürften als in der boomenden Metallindustrie, ergibt sich insgesamt ein Anstieg der Tariflöhne um knapp unter 3% im Jahr 2018. Die effektiven Löhne (also die Löhne pro Beschäftigten), die sich ihrerseits auf die Kostenbasis der Unternehmen und das Einkommen der Verbraucher auswirken, könnten dagegen um rund 4% ansteigen. Da Deutschland 29,1% des BIP der EWU erwirtschaftet und die Löhne auch in den übrigen EWU-Ländern allmählich anziehen, spricht einiges für unsere These, dass sich die Kerninflation in den EWU-Ländern allmählich beschleunigt und die EZB daher die QE zum Jahresende hin beenden kann – auch wenn höhere Löhne einer Studie der Bundesbank zufolge in Deutschland zu weniger als 50% auf die Preise durchschlagen.

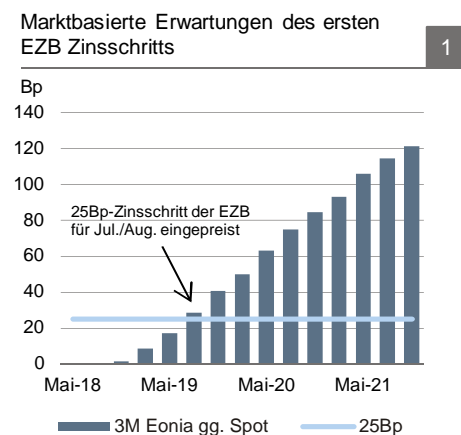
Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)



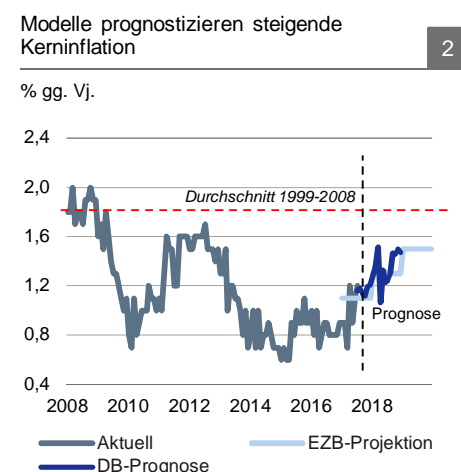
## Das Ende der quantitativen Lockerungen (QE) und die Zeit danach

- Bei der jüngsten Pressekonferenz waren sowohl tauben- als auch falkenhafte Äußerungen zu hören. EZB-Präsident Draghi tat dem Markt jedoch den Gefallen, ein klares Fazit zu ziehen: Vor dem Hintergrund der derzeit verfügbaren Daten goutierte er die Markterwartung einer ersten Zinsanhebung Mitte 2019. Bevor Draghi zu diesem Schluss kam, machte er noch einen weiteren wichtigen Punkt deutlich: An der Abfolge der Ausstiegsschritte sowie daran, dass der Leitzins noch deutlich über das Ende der Nettoanleihekäufe hinaus unverändert bleiben soll, sei auf gar keinen Fall zu rütteln. Die QE-Forward Guidance wird in den kommenden Monaten geändert werden. Die Nettoanleihekäufe werden zum Jahresende hin wohl auf jeden Fall beendet – der Rat diskutiert nur über das „wann“, nicht über das „ob“ –, und die EZB möchte anscheinend sicherstellen, dass die Bedingungen an den Finanzmärkten nicht vom QE-Ausstieg beeinflusst werden, indem sie betont, dass der Leitzinssatz überhaupt nicht zur Diskussion stehe.

### Draghis wichtigste taubenhafte Äußerungen waren:



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

- **Rat von falkenhafter Interpretation überrascht.** Draghi sagte, die Interpretation des Dezember-Protokolls seitens des Markts und insbesondere die Vermutung, der Rat werde Anfang 2018 über die Forward Guidance diskutieren, habe mehrere Ratsmitglieder überrascht. Erstens hätten seine Äußerungen bereits angedeutet, dass die Guidance wahrscheinlich geändert werden müsse, sodass das Protokoll insofern nichts Neues enthalten habe. Zweitens, so Draghi, sei noch nicht darüber diskutiert worden, inwiefern die Guidance geändert werden solle.
- **Externe Ursachen für eine Wechselkursaufwertung.** Nach Auffassung von Draghi ist der Konjunkturaufschwung – eine endogene Ursache für die Wechselkursaufwertung – nur einer von mehreren Faktoren. Er erwähnte mehrfach, dass von anderer Stelle Äußerungen zu den Wechselkursen gemacht worden seien, die nicht den globalen Vereinbarungen entsprächen – ein versteckter Hinweis auf die jüngsten Kommentare aus den USA zum Dollar. Soweit die EUR-Aufwertung tatsächlich auf derartige exogene Faktoren zurückzuführen ist, könnten die Kosten für Wachstum und Inflation im Euroraum höher ausfallen als bei einer endogenen – also aus der Stärke der europäischen Wirtschaft resultierenden – Aufwertung. Draghi sagte, falls die Wechselkursaufwertung zu einer unangemessenen Straffung der Finanzmarktbedingungen führe, müsse die EZB ihre geldpolitische Strategie noch einmal überdenken.
- **Inflation nach wie vor nicht auf dem Niveau, das für einen Ausstieg erforderlich wäre.** Draghi zufolge hat sich der Ausblick für die Wirtschaft in den vergangenen Monaten nicht wesentlich geändert. Das Wachstum sei etwas stärker, die Risiken für den Wachstumsausblick seien jedoch nach wie vor ausgeglichen und es gebe keine überzeugenden Belege für eine Annäherung der Inflationsrate an den Zielwert. Die Inflation liegt bisher nicht auf dem Niveau, das nach Auffassung der EZB für einen Ausstieg erforderlich wäre.
- **Vorsicht im Hinblick auf die Lohnentwicklung.** Die Löhne steigen zwar an, aber dabei handle es sich laut Draghi vor allem um Lohndrift und nicht um einen Anstieg der zugrundeliegenden Tarifföhne. Außerdem sei Vorsicht dabei geboten, die sich abzeichnenden Tarifabschlüsse in Deutschland auf andere Länder zu extrapolieren.

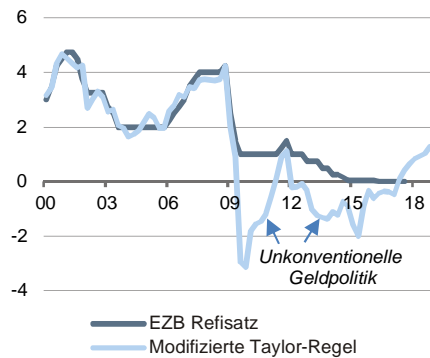


Partyzeit

Allerdings gab es auch falkenhafte Äußerungen:

Modifizierte Taylor-Regel:  
Unkonventionelle Geldpolitik sollte nun  
enden!

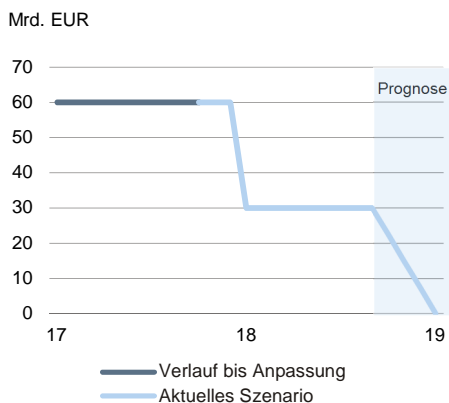
3



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

EZB Anleihekäufe

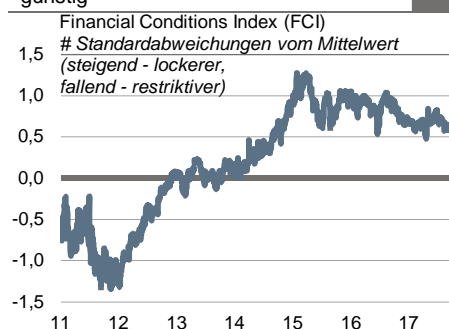
4



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Finanzierungsbedingungen bleiben noch  
günstig

5



Quellen: Haver, Bloomberg Financial LP, Deutsche Bank Research

- **Ein abrupter Ausstieg aus QE ist eine Option.** Draghi wies von sich, dass er zuvor gesagt habe, ein schlagartiges Ende von QE sei unwahrscheinlich, und stellte dies als Fehlinterpretation dar. Alle drei Optionen für QE (Verlängerung, allmählicher Ausstieg und plötzliche Beendigung) lägen auf dem Tisch.
- **Stärkerer Konsens im Rat, als es den Anschein hat.** Draghi sagte, den Meinungsverschiedenheiten zwischen den Ratsmitgliedern solle keine übertriebene Bedeutung beigemessen werden („normale Unterschiede“). In der Diskussion gehe es nicht darum, was getan oder gesagt werden solle, sondern wann es getan oder gesagt werden solle. Falls dies zutrifft, herrscht – zumal angesichts der Tatsache, dass sich die Falken am deutlichsten dazu äußern, „was“ zu tun sei (d.h. keine weitere Verlängerung von QE) – vielleicht mehr Einigkeit über den QE-Ausstieg, als es den Anschein hat. Dann stellt sich lediglich die Frage, wann die EZB eine Kursänderung bekanntgibt.
- **Presseerklärung leicht optimistischer.** Die Presseerklärung entsprach bis auf zwei Ausnahmen praktisch Wort für Wort der Dezember-Erklärung. Erstens ging man explizit auf die jüngsten Wechselkursschwankungen des Euro ein. Die Formulierungen waren allerdings genau dieselben wie im September, was darauf schließen lässt, dass die Sorgen der EZB im Vergleich weder größer noch kleiner geworden sind. Zweitens „stärken“ mehrere Faktoren laut der Presseerklärung das „Vertrauen weiter“, dass sich die Inflation dem Zielwert annähern wird. In der Dezember-Erklärung fehlte in der entsprechenden Passage das Wort „weiter“. Die Änderung ist zwar geringfügig, aber als positiv anzusehen. Begründet wird das wachsende Vertrauen nicht mehr nur mit der Konjunkturdynamik und dem Abbau der wirtschaftlichen Unterauslastung, sondern auch mit der zunehmenden Kapazitätsauslastung.
- **Auswirkungen der Wechselkursentwicklung könnten geringer ausfallen.** Draghi sagte, manche Ökonomen verträten die Auffassung, die Auswirkungen der Wechselkursentwicklung seien schwächer als in der Vergangenheit. Oder anders ausgedrückt: Eine Wechselkursaufwertung gibt weniger Anlass zur Sorge.

**Markterwartungen angemessen.** Ungeachtet der gemischten falken- und taubenhaften Botschaften zog Draghi zumindest ein klares Fazit. Zum Ende der Pressekonferenz hin wurde er nach einer kürzlich getätigten Äußerung Weidmanns gefragt, der zufolge eine Zinsanhebung Mitte 2019 mit den gesamtwirtschaftlichen Daten im Einklang stehe. Draghi bestätigte, dass eine solche zeitliche Einordnung angesichts der derzeitigen Daten in etwa zutreffend sei. Oder anders ausgedrückt: Er bestätigte die aktuellen Marktprognosen. Ungeachtet des Verlaufs der Pressekonferenz hat der Markt die EZB also letztendlich zutreffend eingeschätzt.

**Unser Basisszenario.** Unser Basisszenario bleibt unverändert. Wir gehen weiterhin von einem allmählichen Ausstieg aus QE aus, der wie vorgesehen ablaufen sollte. Im März 2018 wird die EZB voraussichtlich ihre QE-Reaktionsfunktion neu definieren. Damit sollte die Wahrscheinlichkeit sinken, dass die EZB mit quantitativen Lockerungen auf wirtschaftliche und finanzielle Schocks reagiert. Im Juni 2018 wird die EZB dann wohl ihre QE-Prognosen ändern und insbesondere ein Auslaufen und eine Beendigung der Nettokäufe in Q4 2018 ankündigen. Und im Juni 2019 sollte die erste Leitzinsanhebung um einen Viertelprozentpunkt kommen; danach sollte der Straffungszyklus in einem Tempo von 50 Bp. pro Jahr fortgesetzt werden. In unserem kürzlich erschienenen EZB Preview gehen wir genauer auf die einzelnen Schritte im Rahmen der Weiterentwicklung der Forward Guidance ein.



**Risiken.** Der Ausstieg der EZB wird von Daten, Ereignissen und Finanzmarktbedingungen bestimmt. Falls globale Vereinbarungen über eine Vermeidung von Abwertungswettläufen Makulatur werden, könnte der Wechselkurs gegebenenfalls stärker schwanken, was zu restriktiveren Finanzmarktbedingungen im Euroraum führen könnte. Außerdem bestehen Risiken für die Finanzstabilität. Diese nehmen in den Ratsprotokollen der vergangenen Monate zunehmend mehr Raum ein (Anlässe zur Sorge werden eher im Protokoll als bei den Pressekonferenzen angesprochen). Bisher stellt die makroprudenzielle Politik nach Auffassung der EZB eine angemessene Reaktion auf diese Risiken dar. Wenn jedoch das Signal unserer modifizierten Taylor-Regel zutrifft – dem zufolge die unkonventionelle Geldpolitik bereits beendet sein sollte –, könnte der erwartete allmähliche Ausstieg zu langsam sein, um alle Finanzrisiken unter Kontrolle zu halten. Dementsprechend könnte der Ausstiegsdruck zunehmen.

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

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



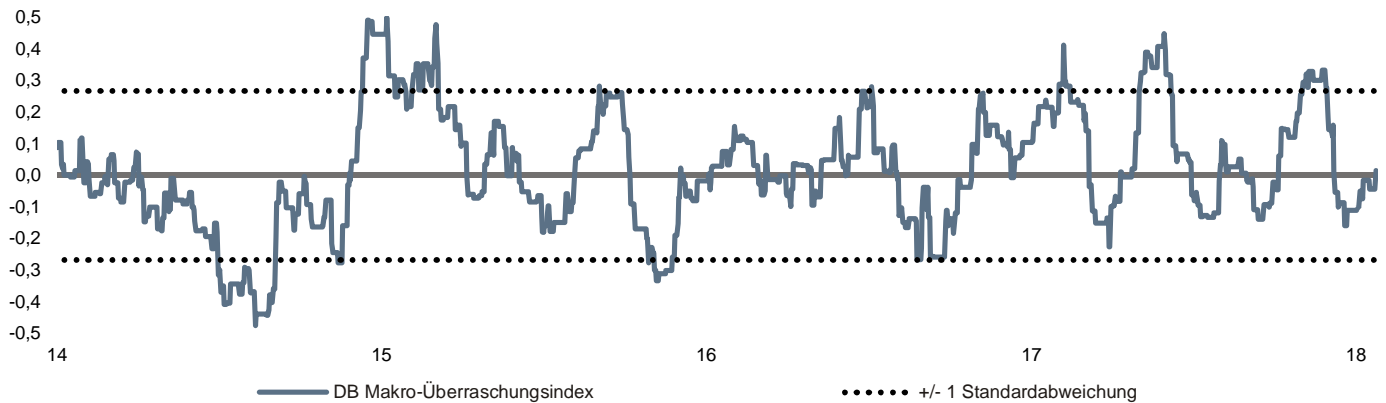
Partyzeit

## 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
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	11 2017	13/12/2017	1,8	1,8	0,0	0,2	0,3
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	12 2017	19/12/2017	117,2	117,5	-0,3	-0,4	0,3
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	11 2017	22/12/2017	2,7	2,6	0,1	0,4	0,7
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	12 2017	02/01/2018	63,3	63,3	0,0	0,0	0,4
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	12 2017	03/01/2018	-30,0	-13,0	17,0	0,5	0,7
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	12 2017	04/01/2018	55,8	55,8	0,0	0,0	0,5
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	11 2017	05/01/2018	1,9	1,0	0,9	1,0	0,9
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	11 2017	08/01/2018	-0,4	0,0	-0,4	-0,2	0,4
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	11 2017	09/01/2018	3,4	1,8	1,6	1,4	0,9
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	11 2017	09/01/2018	25,4	25,3	0,1	-0,3	0,4
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	12 2017	16/01/2018	1,7	1,7	0,0	0,2	0,3
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	1 2018	23/01/2018	95,2	89,6	5,6	0,7	0,8
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	1 2018	23/01/2018	20,4	17,7	2,7	0,4	0,7
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	1 2018	24/01/2018	57,0	55,5	1,5	1,7	0,9
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	1 2018	25/01/2018	117,6	117,0	0,6	0,3	0,6
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	12 2017	29/01/2018	1,1	1,1	0,0	0,3	0,6
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	1 2018	30/01/2018	1,6	1,7	-0,1	-0,4	0,2
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	1 2018	31/01/2018	-25,0	-17,0	8,0	0,1	0,6
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	12 2017	31/01/2018	-1,9	-0,4	-1,5	-0,9	0,2
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	1 2018	01/02/2018	61,1	61,2	-0,1	-0,2	0,3

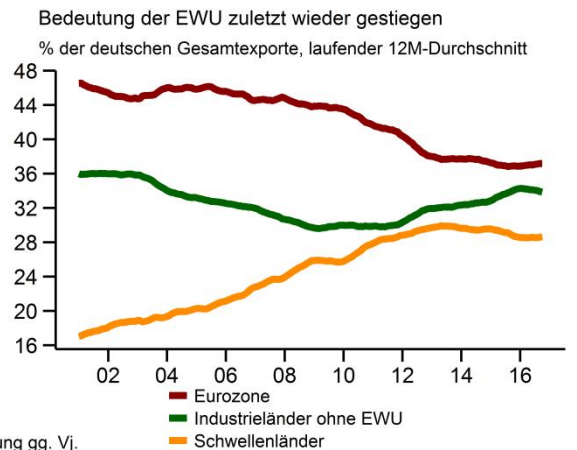
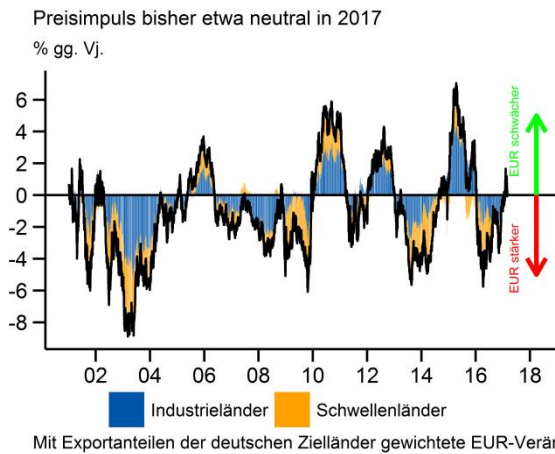
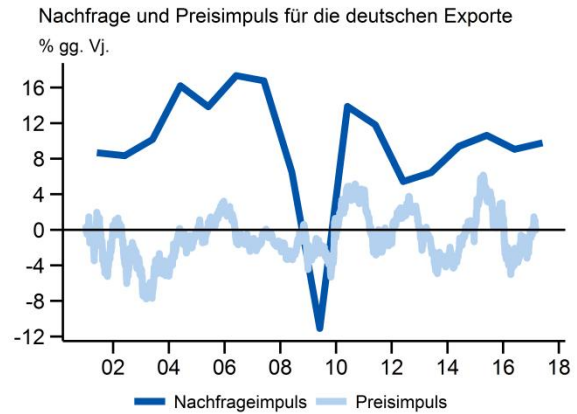
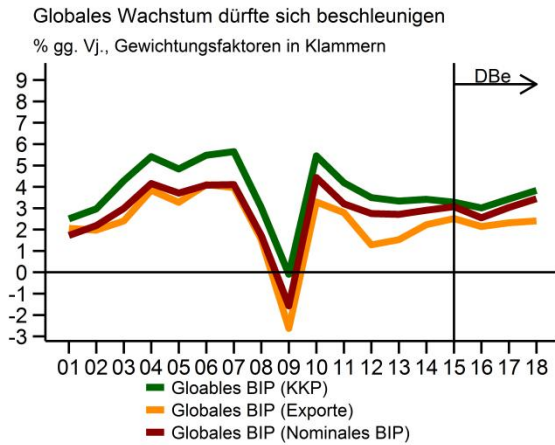
Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Neu berechnet von Marc Schattenberg und Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)  
Quelle: Heiko Peters (2014). DB Makro-Überraschungsindex Deutschland. Ausblick Deutschland, 4. August 2014.

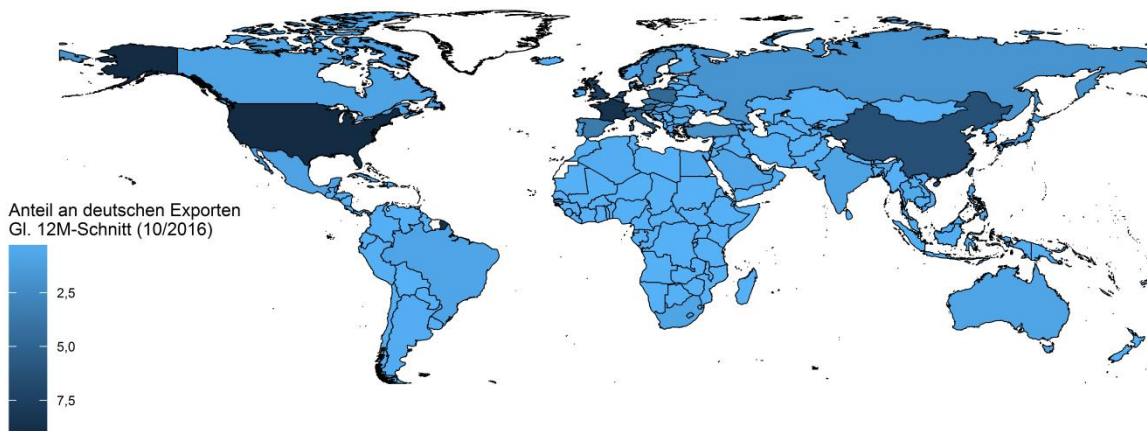


## Deutscher Exportindikator

Der Exportindikator identifiziert die Auswirkungen von globalen Nachfrageveränderungen und von Währungsbewegungen (Preisimpuls) auf die deutschen Exporte.<sup>2</sup>



Deutsche Exporte konzentriert auf Europa, die USA und China



Quellen: Eurostat - Comext, Deutsche Bank Research

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

<sup>2</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland, 3. März 2016.



## Partyzeit

Deutschland: Termine der Finanz-, der Wirtschafts- und der Europapolitik

Datum	Ereignis	Anmerkungen
Seit Anfang Jan.	Tarifverhandlungen in der Metall u. Elektroindustrie	Die IG-Metall ist mit der Forderung von 6% mehr Lohn und einer Wahloption für die (bezuschusste) Reduzierung der Arbeitszeit auf 28 Stunden in die Tarifrunde gezogen. Wir erwarten - voraussichtlich noch im Februar - einen Lohnabschluss von deutlich mehr als 3%.
5. od. 6. Feb.	(Voraussichtlich) Abschluss der Koalitionsverhandlungen, Berlin	Zum Abschluss der Verhandlungen präsentieren CDU, CSU und SPD den Entwurf des Koalitionsvertrages. Schwerpunkte sind die Europapolitik sowie höhere Investitions-Offensiven im Bereich Digitalisierung und Bildung sowie höhere Sozialausgaben.
15. Feb.	Beginn der Tarifverhandlungen für das Bauhauptgewerbe	Die IG Bau fordert Einkommenssteigerungen von 6% (für 12 Monate) sowie ein volles 13. Monatsgehalt. Wir erwarten schwierige Verhandlungen, in deren Verlauf es auch zu Streiks kommen könnte.
19./20. Feb.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Lage im Eurogebiet, thematische Debatte über Wachstum und Beschäftigung - Investitionen in Humanvermögen, (möglicherweise) Lage in Irland.
Ende Feb.	(Voraussichtlich) Ende der SPD-Mitgliederbefragung	Die Befragung wird per Briefwahl durchgeführt und voraussichtlich 2 bis 3 Wochen dauern. Wir erwarten eine knappe Zustimmung zum Koalitionsvertrag.
26. Feb.	Beginn der Tarifverhandlungen für den öffentlichen Dienst (Bund u. Kommunen)	Ver.di will die Forderungen am 8. Februar beschließen. Die Bediensteten der Länder erhalten - auf Basis separater Verhandlungen im vergangenen Jahr - seit Jahresbeginn 2,35% mehr Lohn.
Anfang März	(Voraussichtlich) Wahl des Bundeskanzlers, Bundestag, Berlin	Ein positives Votum der SPD-Mitglieder vorausgesetzt, wird Angela Merkel als Kanzlerin einer erneuten großen Koalition wiedergewählt. Es wird ihre 4. Amtszeit sein.
4. März	Parlamentswahlen in Italien	Ob nach den Wahlen eine stabile Regierung gebildet werden kann, ist offen. Die Regierungsbildung dürfte jedenfalls sehr schwierig werden.
8. März	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses. Das seit Januar auf EUR 30 Mrd verminderte Programm der Nettoanleihekäufe läuft bis mindestens September. Aufgrund der guten Konjunkturlage erwarten wir ein vollständiges Auslaufen der Nettoanleihekäufe bis spätestens zum Jahresende.
12./13. März	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	(Voraussichtlich.) Lage in Griechenland, Vorbereitung internationaler Treffen (Entwicklung von Inflation u. Wechselkursen), jährliche ex-ante Berichterstattung zu Neuverschuldungsplänen.
22./23. März	Europäischer Rat, Brüssel	Debatten über Lage u. Zukunft der EU sowie auswärtige Angelegenheiten und internationale Beziehungen.

Quelle: Deutsche Bank Research

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



## Partyzeit

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
6 Feb 2018	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Dezember	0,4	-0,4
7 Feb 2018	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Dezember	-0,4	3,4
9 Feb 2018	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Dezember	20,4	22,3
9 Feb 2018	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Dezember	-1,8	4,1
9 Feb 2018	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Dezember	-0,2	2,2
14 Feb 2018	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.)	Q4 2017	0,5	0,8
23 Feb 2018	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Details	Q4 2017	0,5	0,8
21 Feb 2018	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Februar	61,5	61,1
21 Feb 2018	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Februar	56,5	57,0
22 Feb 2018	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Februar	117,0	117,6
27 Feb 2018	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Februar	1,5	1,6
2 Mar 2018	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Januar	1,2	-1,9
28 Feb 2018	09:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Februar	5,4	5,4

\*It. 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)



## Partyzeit

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	1,375	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,02	0,50
Mar-18	1,625	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,03	0,75
Jun-18	1,875	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,05	1,00
Sep-18	2,125	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,05	1,00

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	1,77	0,07	-0,33	0,52
Mar-18	1,83	0,05	-0,30	0,55
Jun-18	2,08	0,05	-0,30	0,55
Sep-18	2,33	0,05	-0,30	0,75

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,75	0,10	0,70	1,49
Mar-18	2,60	0,00	0,55	1,50
Jun-18	2,75	0,00	0,55	1,60
Sep-18	2,75	0,00	0,70	1,70

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,24	109,18	0,88	1,42	1,16	9,77	7,44	9,56	4,15	310,65	25,28
Mar-18	1,22	115,00	0,91	1,34	1,19	9,60		9,30	4,12	313,57	25,39
Jun-18	1,24	117,00	0,92	1,35	1,22	9,40		9,20	4,07	317,00	25,26
Sep-18	1,26	119,00	0,93	1,35	1,24	9,15		9,00	4,07	316,00	25,13

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



## Partyzeit

Deutschland: Datenmonitor

	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Aug 2017	Sep 2017	Okt 2017	Nov 2017	Dez 2017	Jan 2018
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	111,2	114,5	115,9	117,2		116,1	115,4	116,9	117,6	117,2	117,6
ifo Geschäftserwartungen	104,3	106,2	107,6	109,9		107,9	107,5	109,3	111,0	109,4	108,4
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	106,2	109,7	112,0	113,3		112,3	111,5	112,9	113,8	113,2	113,9
Produktion (% gg. Vp.)	1,2	1,9	1,1			2,7	-1,1	-1,2	3,4		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,1	0,8	3,7			4,1	1,3	0,7	-0,4		
Grad der Kapazitätsauslastung	85,8	86,0	86,7	87,3	87,9						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	4,4	5,1	-0,8			0,0	0,1	-2,6	3,8		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	0,1	-2,8	-2,1			-2,2	0,4	0,6	9,0		
ifo Bauhauptgewerbe	128,5	130,5	133,0	134,1		133,4	134,0	135,1	133,2	133,9	133,6
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-0,6	3,6	4,1	5,5		3,3	3,9	5,2	5,3	6,1	7,4
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,0	1,4	0,4	-0,1		-0,3	1,2	-1,3	1,9	-1,9	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	6,7	0,0	0,3	4,2		3,5	-3,3	3,9	9,4	-1,0	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-0,6	1,0	4,1			4,7	2,0	1,1	-0,5		
Exporte (% gg. Vp.)	2,8	1,6	0,7			2,4	-0,4	-0,3	4,1		
Importe (% gg. Vp.)	3,3	3,7	1,4			-4,4	2,3	1,1			
Nettoexporte (EUR Mrd.)	59,4	60,7	62,5			21,3	21,9	19,9	22,3		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	5,9	5,7	5,7	5,5		5,7	5,6	5,6	5,5	5,5	5,4
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-52,3	-41,7	-25,0	-55,7		-8,0	-24,0	-13,0	-21,0	-30,0	-24,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,5	1,5	1,5	1,5		1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	
ifo Beschäftigungsbarometer	110,3	111,1	111,9	112,9		111,2	112,3	112,1	113,2	113,6	113,8
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,9	1,6	1,7	1,6		1,8	1,8	1,5	1,8	1,6	1,4
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,0	1,4	1,5	1,3		1,5	1,5	1,1	1,3	1,4	1,3
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	2,8	2,8	2,7	2,5		2,6	3,1	2,7	2,5	2,3	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	32,7	8,9	4,2	-5,6		4,8	5,3	0,7	-6,2	-10,5	-11,1
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	54,5	50,8	52,2	61,5		51,9	55,5	57,6	62,7	64,4	69,2
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	18,9	17,6	16,3	16,0		15,8	18,1	16,0	17,2	14,8	16,6
EC Unternehmensumfrage	13,0	12,2	11,7	14,2		10,4	12,8	12,3	13,4	16,9	15,1
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	0,9	2,5	1,7								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,7	2,6								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	0,9	4,0	2,8								
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	5,9	5,6	4,7	4,3		4,7	4,7	4,9	4,5	4,3	
Trend von M3*						5,0	4,7	4,8	4,7		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	3,3	3,8	3,9	4,2		3,8	3,9	3,9	4,0	0,0	
Kredite an öffentliche Haushalte	21,0	4,1	5,5	-2,9		-7,5	5,5	-0,6	-4,4	-2,9	

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

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





## Ausblick Deutschland

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

- „ Partyzeit ..... 5. Februar 2018
- „ Ausblick 2018:  
Robuste Konjunktur – fragile Politik ..... 14. Dezember 2017
- „ Konjunktureller Rückenwind für Koalitions-  
verhandlungen ..... 3. November 2017
- „ Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten ..... 6. Oktober 2017
- „ Konjunkturboom – noch ohne Lohndruck ..... 6. September 2017
- „ Konjunkturboom kein Grund für fiskalische  
Selbstzufriedenheit ..... 8. August 2017
- „ Überhitzungsrisiken drohen ..... 7. Juli 2017
- „ Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl ..... 6. Juni 2017
- „ Positive Signale ..... 8. Mai 2017

© Copyright 2018. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

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

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

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

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