



Ausblick Deutschland

Wachstum über Potenzial, keine Lohnexzesse

28. Januar 2016

Autoren

Heiko Peters
+49 69 910-21548
heiko.peters@db.com

Oliver Rakau
+49 69 910-31875
oliver.rakau@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

Ralf Hoffmann

Originalveröffentlichung in englischer Sprache:
27. Januar 2016

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Prognosetabellen.....	2
Deutsches BIP 2015 – Wo wir falsch lagen und warum.....	3
Moderate Lohnrunde 2016.....	7
EZB: Das Erwachen der Macht.....	17
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland.....	21
Datenkalender.....	22
Finanzmarktprognosen.....	22
Datenmonitor.....	23
Eventkalender.....	24

Deutsches BIP 2015 – Wo wir falsch lagen und warum. Nach drei Jahren mit hoher BIP-Prognose-Genauigkeit lagen wir 2015 ein ganzes Stück daneben. Die Diskrepanz kann größtenteils mit unseren Annahmen zur Ölpreisentwicklung, dem US-Dollar und dem Ausmaß des Flüchtlingsandrangs erklärt werden. Aber auch ein ungünstiges Timing der Erstellung unserer 2015er Prognose, kurz vor massiven Dollar- und Ölpreiskorrekturen, trug zu der erheblichen Abweichung bei. Die Faktoren mit den größten Unwägbarkeiten im letzten Jahr dürften auch dieses Jahr die größten Prognose-Risiken darstellen.

Moderate Lohnrunde 2016. Die Lohnrunde 2015 wurde mit einem robusten Plus von knapp 2 ½% abgeschlossen. Gerade angesichts der Einführung des gesetzlichen Mindestlohns Anfang 2015 überrascht die relativ moderate Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Tarif- und Effektivlöhne. Das Arbeitsmarktumfeld spricht für eine anhaltend robuste Lohnentwicklung auch im laufenden Jahr. Angesichts unserer BIP-Wachstumsprognose dürfte die Arbeitsnachfrage weiterhin hoch bleiben. Dies dürfte die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer stützen, während die schwache externe Nachfrage und geopolitische Risiken in den Exportsektoren leicht dämpfen könnten. Anpassungen an unserem bisherigen Lohnmodell deuten darauf hin, dass strukturelle Veränderungen am Arbeitsmarkt auch die Entwicklung der Tariflöhne beeinflusst haben. Insgesamt erwarten wir ein Plus bei den tariflichen Stundenlöhnen von 2,7% im laufenden Jahr. Dies entspräche dem Schnitt der letzten vier Jahre.

EZB: Das Erwachen der Macht. Nach der Pressekonferenz vom 21. Januar erwarten wir nunmehr, dass die Europäische Zentralbank (EZB) auf der nächsten Sitzung am 10. März ihre Geldpolitik doch nochmals lockert. Obwohl sich die Euroland Konjunktur derzeit noch robust zeigt, möchte die EZB angesichts zunehmender Abwärtsrisiken wohl auf Nummer sicher gehen. Die Risiken mit Blick auf die Inflationsentwicklung sind offensichtlich. Mögliche Zweitrundeneffekte aufgrund dauerhaft niedriger Inflation werden von der EZB intensiv beobachtet. Nicht nur wegen der jüngsten Ölpreisentwicklung haben sich die Abwärtsrisiken für die mittelfristige Inflationsentwicklung und die Inflationserwartungen erhöht. Die Ankündigung einer technischen Überprüfung aller Instrumente bis März zeigt den Wunsch, falls nötig relativ schnell zu lockern. Die klare Ansage von Draghi, dass die EZB die Macht, den Willen und die Entschlossenheit zu handeln hat, unterstützt diese Einschätzung. Unser Basisszenario ist eine weitere Senkung des Einlagezinssatzes um zehn Basispunkte und Anpassungen beim Ankaufprogramm (APP). Diese dürften sich aber wahrscheinlich auf ein Vorziehen von Käufen (front-loading) beschränken.



Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P	2015P	2016P	2017P
Euroland	1,5	1,6	1,5	0,1	0,9	1,6	3,0	2,7	2,3	-2,2	-2,0	-1,6
Deutschland	1,7	1,9	1,6	0,2	0,8	2,0	8,1	7,8	7,7	0,5	0,0	0,0
Frankreich	1,1	1,4	1,5	0,1	0,8	1,3	-0,1	-0,5	-0,6	-3,8	-3,4	-2,9
Italien	0,7	1,4	1,0	0,1	0,8	1,5	2,1	1,8	1,8	-2,8	-2,4	-2,1
Spanien	3,2	2,8	2,3	-0,6	0,7	1,6	1,5	1,6	1,4	-4,3	-3,3	-2,6
Niederlande	1,9	1,4	1,3	0,3	1,0	1,6	11,0	11,1	11,1	-2,0	-1,9	-1,8
Belgien	1,4	1,3	1,2	0,6	1,7	1,8	-0,8	-0,5	-0,2	-2,7	-2,7	-2,3
Österreich	0,8	1,4	1,4	0,8	1,7	1,9	2,8	3,1	3,3	-2,0	-1,6	-1,2
Finnland	0,1	0,8	1,0	-0,1	0,9	1,3	0,3	0,4	0,6	-3,4	-3,2	-3,1
Griechenland	-0,1	-0,7	1,8	-1,0	1,0	1,1	-0,5	0,5	1,0	-4,1	-3,0	-1,4
Portugal	1,5	1,7	1,5	0,6	1,1	1,5	1,1	1,2	0,9	-3,0	-3,0	-2,8
Irland	5,2	3,5	3,0	0,0	1,5	2,0	5,0	4,5	4,5	-2,1	-1,5	-1,3
Großbritannien	2,4	2,5	2,3	0,0	1,1	1,9	-4,3	-3,1	-3,0	-4,0	-2,5	-1,0
Dänemark	1,6	1,7	1,8	0,5	1,4	1,8	7,5	7,0	6,5	-3,0	-2,5	-2,0
Norwegen	1,4	1,4	2,2	2,2	2,4	2,3	7,5	7,0	6,5	7,5	7,0	6,5
Schweden	3,2	2,7	2,5	0,0	1,0	1,9	6,0	5,7	5,5	-1,5	-1,0	-0,5
Schweiz	1,0	1,2	1,6	-1,1	-0,4	0,3	9,0	8,0	8,0	0,0	-0,5	-0,5
Tschech. Rep.	4,5	2,7	3,2	0,3	1,6	2,0	1,6	1,2	0,7	-1,9	-1,4	-1,2
Ungarn	2,7	2,4	3,3	0,0	2,1	2,7	3,1	3,3	2,5	-2,4	-2,2	-2,0
Polen	3,4	3,5	3,5	-0,9	0,3	1,6	-1,1	-1,6	-1,8	-2,9	-2,9	-2,7
USA	2,4	1,8	2,1	0,1	1,6	2,3	-2,4	-2,8	-3,0	-2,4	-2,9	-2,9
Japan	0,7	0,9	0,7	0,7	0,4	1,8	3,4	4,7	4,8	-4,3	-4,1	-3,1
China	6,9	6,7	6,7	1,4	1,8	1,8	3,3	2,8	2,5	-3,2	-3,5	-3,5
Welt	3,1	3,2	3,6	3,3	3,9	4,2						

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

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2013					2015					2016			
	2013	2014	2015	2016P	2017P	Q1	Q2	Q3	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	
BIP	0,3	1,6	1,7	1,9	1,6	0,3	0,4	0,3	0,3	0,5	0,2	0,5	0,5	
Privater Konsum	0,6	0,9	1,9	1,8	1,3	0,4	0,1	0,6	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	
Staatsausgaben	0,8	1,7	2,6	2,1	1,1	0,4	0,7	1,3	0,8	0,3	0,3	0,3	0,3	
Anlageinvestitionen	-1,3	3,5	2,3	1,9	1,9	1,7	-0,4	-0,3	1,0	1,0	-0,2	0,4	0,4	
Ausrüstungen	-2,3	4,5	4,0	1,6	1,7	1,9	0,5	-0,8	0,4	0,3	0,7	0,7	0,7	
Bau	-1,1	2,9	0,8	2,2	2,2	1,8	-1,3	-0,3	1,6	1,7	-0,9	0,2	0,2	
Lager, %-Punkte	0,6	-0,3	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Exporte	1,6	4,0	5,6	4,0	5,3	1,5	1,8	0,2	0,5	1,2	1,0	1,2	1,2	
Importe	3,1	3,7	5,9	4,5	5,6	2,1	0,5	1,1	0,9	1,3	1,2	1,0	1,0	
Nettoexport, %-Punkte	-0,5	0,4	0,4	0,0	0,2	-0,1	0,7	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,2	0,2	
Konsumentenpreise*	1,5	0,9	0,2	0,8	2,0	0,0	0,5	0,1	0,3	0,3	0,3	0,9	1,8	
Arbeitslosenquote, %	6,9	6,7	6,4	6,5	6,8	6,5	6,4	6,4	6,4	6,4	6,5	6,6	6,6	
Industrieproduktion	0,1	1,5	0,6	0,6										
Budgetsaldo, % BIP	-0,1	0,3	0,5	0,0	0,0									
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	77,4	74,9	71,4	68,9	66,7									
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,5	7,3	8,1	7,8	7,7									
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	182	212	246	245	248									

*Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.

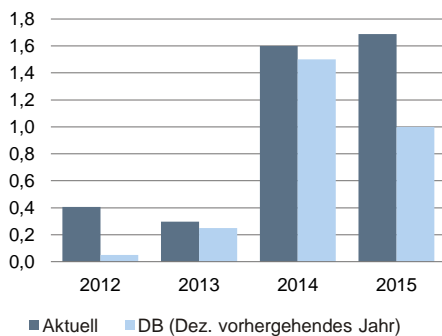
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research



Deutsches BIP 2015 – Wo wir falsch lagen und warum

DB BIP Prognose und Ergebnis

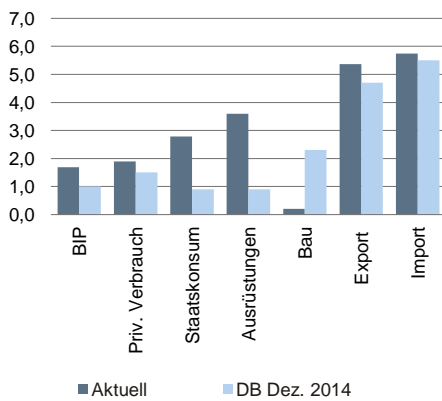
1



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

2015 BIP: DB Prognose & Ergebnis

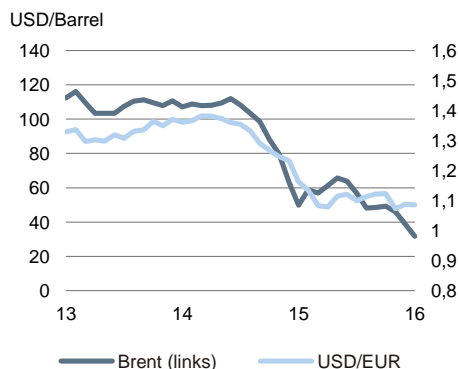
2



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

EUR & Ölpreis: Unerwarteter Rückgang zum Jahreswechsel 14/15

3



Quelle: Thomson Reuters

- Nach drei Jahren mit hoher BIP-Prognose-Genauigkeit lagen wir 2015 ein ganzes Stück daneben.
- Die Diskrepanz kann größtenteils mit unseren Annahmen zur Ölpreisentwicklung, dem US-Dollar und dem Ausmaß des Flüchtlingsandrangs erklärt werden. Aber auch ein ungünstiges Timing der Erstellung unserer 2015er Prognose, kurz vor massiven Dollar- und Ölpreiskorrekturen, trug zu der erheblichen Abweichung bei.
- Die Faktoren mit den größten Unwägbarkeiten im letzten Jahr dürften auch dieses Jahr die größten Prognose-Risiken darstellen. Die bisherigen Marktentwicklungen mit dem weiteren Verfall der Ölpreise und schwächer werdender Weltwirtschaft (USA, China) gleichen einander bezüglich ihrer BIP-Auswirkungen jedoch aus. Dementsprechend bleiben wir bei unserer Prognose von 1,9% BIP-Wachstum im Jahr 2016 (und hoffen auf das Beste).

Nach drei Jahren mit sehr guter Vorhersage-Genauigkeit war unsere 2015er Prognose (erstellt gegen Ende 2014) mit einem BIP-Wachstum in Deutschland von 1,0% schmerzhaft weit von dem Anfang Januar vom Statistischen Bundesamt gemeldeten Wert von 1,7% entfernt. Es ist wichtig und gehört zu den Aufgaben eines guten Ökonomen, derartige Diskrepanz auf systematische Fehler zu untersuchen, um ähnliche Fehler in der Zukunft zu vermeiden.

Enorme Unterschätzung des öffentlichen Konsums in Folge des Flüchtlingsandrangs

Eine Analyse der verschiedenen Nachfragekomponenten zeigt, dass wir zu pessimistisch im Hinblick auf das private Konsumwachstum waren. Zwar hätte auch unsere Erwartung von 1,5% eine Beschleunigung gegenüber dem Jahre 2014 dargestellt, doch das Amt vermeldet einen noch deutlicheren Anstieg auf 1,9%. Dies erklärt 0,2%-Punkte unseres Prognose-Fehlers beim BIP. In Bezug auf den Staatsverbrauch, bei welchem wir nur eine leichte 0,9%-Steigerung erwartet haben, steht nun ein Sprung von sage und schreibe 2,8%. Der öffentliche Konsum steht für 19,5% des nominalen BIPs und hat damit ein Gewicht, das dem der Bruttoinvestitionen (19,9%) entspricht. Diese massive Unterschätzung erklärt weitere 0,3%-Punkte unserer Prognose-Diskrepanz. Dagegen war unsere Prognose der Bruttoinvestitionen – des volatilsten Teils der BIP-Rechnung – nahezu perfekt (1,6% vs. 1,7%). Glücklicherweise haben sich die Prognose-Fehler in den Teilkomponenten Maschinen- und Anlageinvestitionen (0,9% vs. 3,6%) und Bauinvestitionen (2,3% gg. nur 0,2%) ausgeglichen. Export- (4,7% vs. 5,4%) und Importvorhersagen (5,5% vs. 5,7%) waren soweit in Ordnung, doch zusammengenommen fügte der Nettoexport nochmals 0,2%-Punkte zum BIP-Wachstum hinzu, während wir von einem neutralen Effekt ausgegangen waren. Den Rückgang der Lagerinvestition um 0,4 %-Punkte, die als Residualgröße die Prognose eher zu einem Glücksspiel machen, hatten wir dagegen mit -0,3%-Punkten fast getroffen.

Prognose-Fehler größtenteils durch falsche Annahmen erklärbar

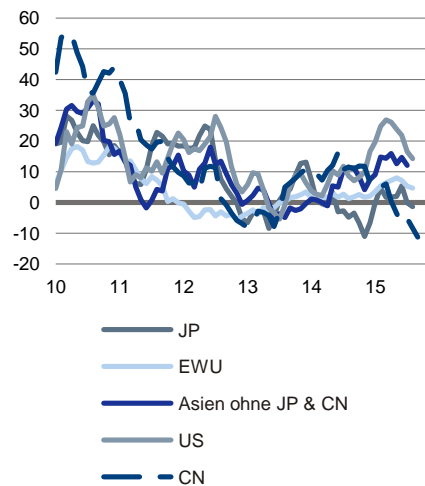
Wie immer bei einer Prognose sollten zuallererst die Annahmen überprüft werden. Im Falle der deutschen BIP-Prognose sind dies die Deutsche Bank-Prognosen des Welt-BIPs, der Wechselkurse und des Ölpreises (die nicht vom Makro-Team Deutschland erstellt werden). Das größte Delta tat sich in den letzteren auf. Nach dem 40 Dollar/Barrel-Rutsch zwischen August und Dezember



Deutscher Export: Regionen

4

3M-Durchschnitt, % gg. Vj.

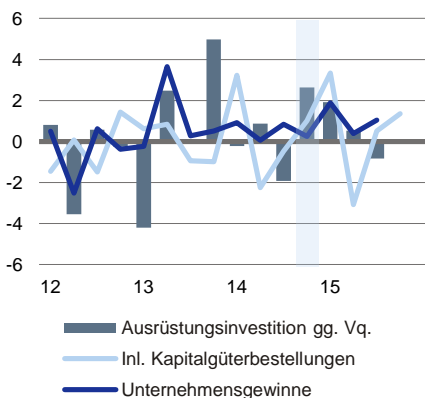


Quelle: Statistisches Bundesamt

Ausrüstungsinvestitionen
überraschender Anstieg in Q4 2014

5

% gg. Vj., % gg. Vq.



Quelle: Statistisches Bundesamt

2014 erwarteten unsere Strategen eine Stabilisierung des Brent-Preises in der ersten Jahreshälfte und eine allmähliche Erholung in Richtung 75 US-Dollar gegen Ende 2015. Der Jahresdurchschnitt lag letztlich etwa 20 US-Dollar unter dem von den Strategen vorhergesagten Wert. Dies ist der Hauptgrund dafür, dass unsere Inflationsprognose von 1% gg. Vorjahr so deutlich über dem tatsächlichen Anstieg von nur 0,3% lag. Auf EUR-Basis rangierte der Ölpreis rund 25% unter der Erwartung unserer Strategen, trotz der schneller als angenommenen Abwertung des EUR gegenüber dem USD. Gemäß unserer Faustformel beträgt der VPI-Effekt dieses Rückgangs rund 0,6%-Punkte, was dem Prognose-Fehler ziemlich genau entspricht. Die Verlangsamung des Deflators des privaten Konsums (2015 +0,6% gg. Vj.) war jedoch etwas geringer als beim VPI, was teilweise erklärt, warum der daraus entstandene Fehler in der Vorhersage des realen privaten Konsums relativ moderat blieb. Dies gilt umso mehr, wenn man die zusätzlichen Ausgaben von Asylbewerbern – ein anderer massiv unterschätzter Faktor des letzten Jahres – mit in die Rechnung aufnimmt. Der leicht höher als erwartete Beschäftigungsanstieg (0,8% gegenüber erwarteten 0,5%) wurde weitestgehend von einem etwas geringer als prognostizierten Lohnwachstum ausgeglichen (siehe Artikel über die Tarifverhandlungen 2016). Die Ankunft von mehr als einer Million Flüchtlingen 2015 hinterließ ihre Spuren vor allem im Staatsverbrauch, welcher um 2,8% angestiegen ist – mehr als doppelt so stark wie im langjährigen Durchschnitt (1,3%).

Gegen Ende 2014 erwarteten wir ein Wachstum der Weltwirtschaft von 3,6% für das Jahr 2015, was derzeit rund 0,5%-Punkte zu hoch erscheint. Dies sollte – ceteris paribus – zu einer schlechter als erwarteten Exportentwicklung geführt haben, wurde jedoch vor allem Anfang des Jahres, als der USD/EUR-Wechselkurs von 1,23 (Dez. 2014) auf 1,08 (März/April 2015) fiel, von positiven Wechselkurseffekten kompensiert. Dies führte in der ersten Jahreshälfte zu einem vorübergehenden Exportboom insbesondere in die Vereinigten Staaten.

Basiseffekte erhöhten das Investitionswachstum

Die höher als erwarteten Maschinen- und Anlageinvestitionen sind größtenteils durch Basiseffekte erklärbar. Die Investitionsausgaben sprangen um 2,6% gg. Vorquartal im vierten Quartal 2014. Dieser Anstieg, welcher von einer weiteren 1,9%-Steigerung im ersten Quartal 2015 gefolgt wurde, war Ende 2014 noch nicht absehbar – zumindest deutete er sich in den gängigen Vorlaufindikatoren für Investitionen, wie Unternehmensgewinne, Inlandsbestellungen von Investitionsgütern oder der Auslandsnachfrage nicht an. Letztlich handelte es sich um nicht viel mehr als ein Strohfeuer. Ab dem zweiten Quartal begannen die Anlageinvestitionen ihre Stagnation, was unsere skeptische Sicht auf Investitionsausgaben im Zuge schwacher externer Nachfrage und bleibender politischer Unsicherheit bestätigte.

Der Bau-Sektor: Ein Preis/Performance-Rätsel

Im Gegensatz dazu stellt das winzige 0,2%-Wachstum der Bauinvestitionen ein Rätsel dar. Nach einer wetterbedingten 1,9% Zunahme im ersten Quartal (gg. Vq.), gefolgt von einer Gegenbewegung in Q2 (-1,3%), traten die Bauinvestitionen in der zweiten Jahreshälfte weitestgehend auf der Stelle. Der Wohnungsbau verlangsamte sich von noch 3,3% 2014 auf nur 1,5% im Jahre 2015. Angesichts der andauernden Beschleunigung deutscher Hauspreise erscheint diese Entwicklung etwas paradox¹. Das Wachstum der Hauspreise stieg im dritten Quartal 2015 auf 5,6% gegenüber Vorjahr, verglichen mit nur 2,5% ein Jahr

¹ Jochen Möbert. „European house prices: German cities still have potential...“. Focus Germany. Oktober 2015.

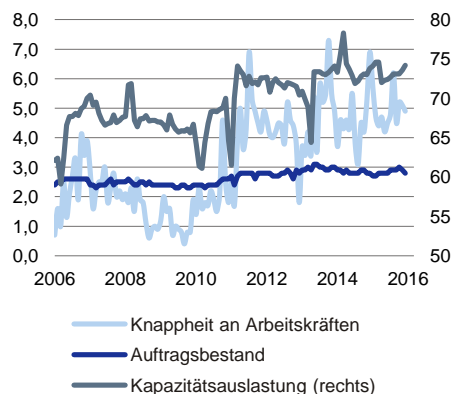


zuvor. Anekdotische Evidenz² deutet außerdem, zumindest in den städtischen Regionen, auf einen zunehmenden Nachfrageüberhang. Ein Grund für die begrenzte Reaktion im Wohnungsbau könnten Kapazitätsengpässe auf der Angebotsseite sein, welche durch jüngste Gesetzesänderungen eventuell noch verschärft worden sind (Mietpreisbremse). Die ifo-Umfrageergebnisse aus dem Bausektor lassen zumindest erste Rückschlüsse in Richtung Kapazitätsengpässe zu. Auch wenn noch etwas unter den Rekordwerten aus den Jahren 2013/2014, geben die Kapazitätsauslastung, die Meldungen über Arbeitskräftemangel sowie der Auftragsbestand Hinweise auf mögliche Kapazitätsengpässe. Etwas überraschend haben sich diese bisher jedoch noch nicht in den Baupreisen niedergeschlagen, welche 2015 mit 1,6% gg. Vj. sogar leicht schwächer als in 2014 waren (1,8%). Erwartungen von Preisanstiegen in den nächsten drei Monaten sind im letzten Jahr aber sprunghaft gestiegen. Die Investitionen im gewerblichen Bau sind im letzten Jahr sogar gesunken. Der Hochbau schrumpfte um 2,2% (2014: +1%), während der Tiefbau um 1,2% nachgelassen hat (2014: +5,3%). Im ersteren haben wohl vor allem dauerhaft hohe Leerstandsquoten im Bürosegment wie auch ein wachsender Anteil des Onlinevertriebs im Handel eine Rolle gespielt. Implementierungsverzögerungen dürften im Tiefbau dazu geführt haben, dass die Anfang letzten Jahres gestarteten Infrastrukturprogramme sich noch nicht im BIP niedergeschlagen haben. Deren Effekte könnten sich im laufenden Jahr deutlicher zeigen.

Engpässe in der Bauwirtschaft?

6

2010= 100, Monate (links), % (rechts)

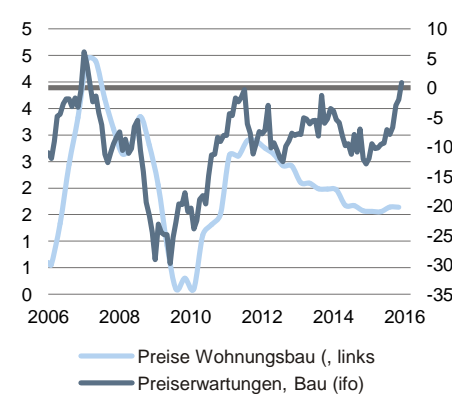


Quelle: ifo

Baupreise: Deutlicher Anstieg erwartet

7

% gg.Vj. (links), 2010=100 (rechts)

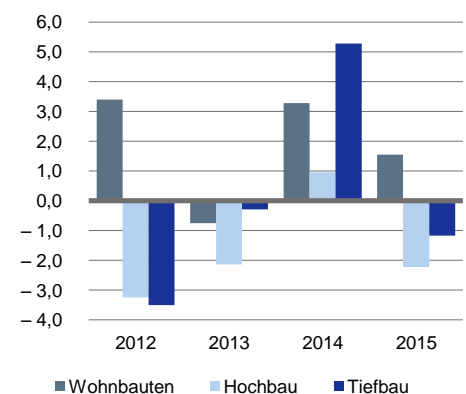


Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Schwache Baukonjunktur: Ein Rätsel

8

% gg.Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Nach den massiven Überraschungen bezüglich unserer Annahmen Anfang 2015 haben wir diese doch sehr zügig korrigiert. Am 2. Februar erhöhten wir aufgrund des höheren BIP-Wachstums im vierten Quartal 2014 und der Ölpreis- und Dollarkursbewegungen unsere BIP-Prognose für Deutschland auf 1,4%.

Auswirkungen auf unsere 2016er Prognose

Der jüngste Verfall der Ölpreise hat zuletzt erneut für Überraschungen gesorgt, während der Euro – zumindest kurzfristig – etwas stärker zu sein scheint als ursprünglich erwartet. Unsere Rohstoffstrategen haben daher jüngst ihre Ölpreisprognose für den Verlauf und damit den Jahresdurchschnitt 2016 deutlich nach unten genommen. Wir erwarten nunmehr einen kontinuierlichen Anstieg von USD 33/Fass im Durchschnitt von Q1 auf USD 50 in Q4, was einen Jahresdurchschnitt von 42,50 ergibt und damit um USD 11,50 unter der vorherigen Prognose liegt. Dies wäre ein weiterer positiver Schock für die reale Kaufkraft

² Deutschlandfunk. 10.11.2015. „Wohnungsnot in den Großstädten“.



der Verbraucher und damit den privaten Konsum, der damit sogar leicht über 2% zulegen könnte. Das gesamte BIP-Wachstum wäre dann wohl – ceteris paribus – rund ¼ Prozentpunkt höher. Zudem könnten Ausgaben im Zuge der Flüchtlingskrise, welchen wir dieses Jahr einen ¼%-Punkt Wachstumsbeitrag beimessen, je nach Anzahl der Personen die ankommen, abgeschoben oder umverteilt werden, noch höher als erwartet ausfallen. Andererseits haben die jüngsten Makrodaten aus wichtigen Märkten wie den USA und China sowie die Einbrüche an den Finanzmärkten die Abwärtsrisiken klar erhöht, was sich auch in den Januar-Umfragen (PMI, ifo) deutlich niedergeschlagen hat. Alles in allem, bleiben wir daher bei unserer Prognose eines BIP-Wachstums von 1,9% in Deutschland im Jahre 2016, attestieren aber, dass derzeit die Aufwärtsrisiken überwiegen.

Deutschland: Prognosen auf einen Blick

9

% gg.Vj.	2014	2015	2016	2017
Reales BIP	1,6	1,7	1,9	1,6
Privater Konsum	0,9	1,9	1,8	1,3
Staatsausgaben	1,7	2,6	2,1	1,1
Anlageinvestitionen	3,5	2,3	1,9	1,9
Ausrüstungen	4,5	4,0	1,6	1,7
Bau	2,9	0,8	2,2	2,2
Lager, %-Punkte	-0,3	-0,5	0,0	0,0
Exporte	4,0	5,6	4,0	5,3
Importe	3,7	5,9	4,5	5,6
Nettoexport, %-Punkte	0,4	0,4	0,0	0,2
Konsumentenpreise	0,9	0,2	0,8	2,0
Arbeitslosenquote, %	6,7	6,4	6,5	6,8
Budgetsaldo, % BIP	0,3	0,5	0,0	0,0
Leistungsbilanzsaldo, Mrd. EUR	212,1	246,3	245,5	248,0
% BIP	7,3	8,1	7,8	7,7

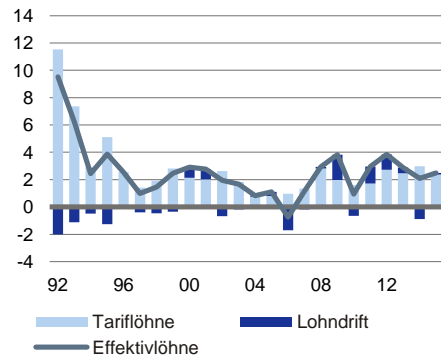
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

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



2015: Geringeres Tariflohnplus 1

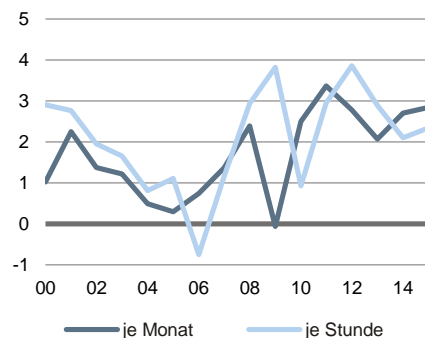
Gesamtwirtschaft, % gg. Vj., Stundenbasis



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Fast 3% Lohnplus auf Monatsbasis 2

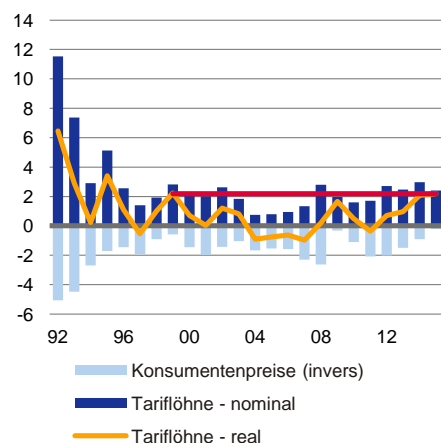
Bruttolöhne und -gehälter, % gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Höchstes Reallohnplus seit 1999 3

% gg. Vj., Stundenbasis



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Moderate Lohnrunde 2016

- Die Lohnrunde 2015 wurde mit einem robusten Plus von knapp 2 ½% abgeschlossen. Zwar verlangsamte sich der Anstieg damit im Vorjahresvergleich (+3,0%); allerdings sorgte der massive Ölpreisverlust dafür, dass die Stundenlöhne in realer Rechnung so stark wie zuletzt 1999 zulegen.
- Gerade angesichts der Einführung des gesetzlichen Mindestlohns Anfang 2015 überrascht die relativ moderate Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Tarif- und Effektivlöhne. Dies gilt auch für die Beschäftigungseffekte. Übergangsregelungen durch Branchenmindestlöhne, Unzulänglichkeiten der öffentlichen Statistik und gedämpfte Lohnanstiege in den oberen Einkommensstufen dürften die derzeit sichtbaren Auswirkungen in Grenzen gehalten haben.
- Das Arbeitsmarktumfeld spricht für eine anhaltend robuste Lohnentwicklung auch im laufenden Jahr. Unsere BIP-Wachstumsprognose dürfte eine anhaltend hohe Arbeitsnachfrage mit sich bringen. Gleichzeitig deuten einige Indikatoren auf ein knappes Angebot hin. Beides dürfte die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer stützen, während die schwache externe Nachfrage und geopolitische Risiken in den Exportsektoren leicht dämpfen könnten.
- Anpassungen an unserem bisherigen Lohnmodell führen dazu, dass die Entwicklung der letzten Jahre besser abgebildet wird. Dies geht vor allem auf den verkürzten Stützzeitraum für die statistische Analyse zurück. Damit tragen wir der strukturell geänderten Arbeitsmarktlage Rechnung.
- Insgesamt erwarten wir ein Plus bei den tariflichen Stundenlöhnen von 2,7% im laufenden Jahr. Dies entspräche dem Schnitt der letzten vier Jahre.

Tariflöhne 2015: Hohes Plus in realer Rechnung

An die deutsche Lohnentwicklung knüpfen sich nicht nur die Erwartungen der deutschen Beschäftigten. Die EZB dürfte hoffen, dass höhere Lohnsteigerungen in Deutschland zur Inflationsnormalisierung in Europa beitragen. Zudem werden an einen starken deutschen Konsum Exportchancen für andere EU-Staaten geknüpft. Dies könne zusammen mit einer Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands helfen, wirtschaftliche Ungleichgewichte in Europa abzubauen. Insgesamt betrachtet dürfte die Tariflohnsteigerung im Jahr 2015 in diesem Zusammenhang enttäuscht haben. Tarifliche Stundenlöhne legten um 2,4% zu nach noch 3,0% im Vorjahr und 2,7% im Schnitt der drei Vorjahre.³ Bei unserer letzten Veröffentlichung im März 2015 waren wir – wie der Konsensus – von etwa 3% ausgegangen.⁴

Auch die Entwicklung der Effektivlöhne (Bruttolöhne und -gehälter) war moderat. Sie stiegen um 2,3% (2014: 2,1%; 3-Jahresschnitt: 2,9%). Diese beinhalten z.B. Zahlungen für Überstunden, nicht-tarifliche Sonderzahlungen und insbesondere den Effekt von der Einführung des gesetzlichen Mindestlohns für Personen, die nicht durch tarifliche Regelungen erfasst werden. Beides sollte sich in einer positiven Lohndrift niederschlagen, die 2015 allerdings neutral ausfiel.

Dank des erneuten robusten Anstiegs der Arbeitszeit fiel das Wachstum bei den durchschnittlichen effektiven Monatsverdiensten aber merklich positiver aus als bei den Stundenlöhnen. Die effektiven Monatsverdienste stiegen 2,8% (2014: 2,7%) und damit schneller als im Schnitt der drei Vorjahre (2,5%).

³ Daten der Bundesbank bis Oktober, inkl. Sonder- und Einmalzahlungen, Stundenbasis. Laut Berechnung des Statistischen Bundesamtes sind die Monatslöhne sogar nur um 2,1% nach 3,2% in 2016 angestiegen.

⁴ Konsensus laut Consensus Economics. Siehe auch: Höheres Wachstum und Löhne, Sparer weiter vorsichtig. Ausblick Deutschland. 2. März 2015. Deutsche Bank Research.

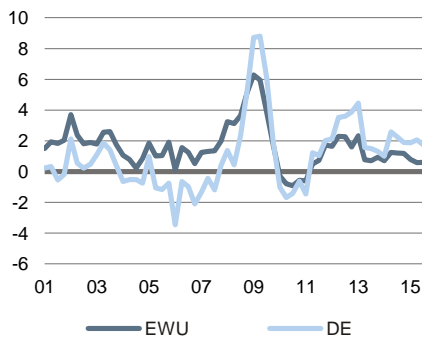


Ausblick Deutschland

Lohnstückkosten: Deutschland wird teurer

4

Nominale Lohnstückkosten, % gg. Vj.

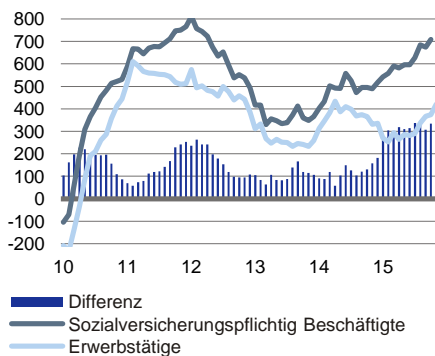


Quelle: Eurostat

Anhaltend kräftiger Beschäftigungsaufbau

5

Veränderung gg. Vj., Tausend Personen

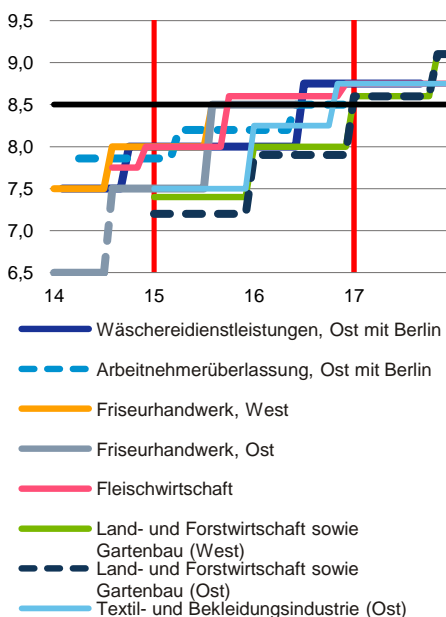


Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Statistisches
Deutsche Bank Research

Branchenmindestlöhne unter EUR 8,50 nach 2015

6

EUR pro Stunde



Quellen: BMAS, Deutsche Bank Research

Darüber hinaus sorgte der Einbruch des Ölpreises für eine spürbare Disinflation. In realer Rechnung, abzüglich der Konsumentenpreise, blieb damit ein Tariflohnanstieg von über 2% – der höchste Wert seit 1999 und die vierte kräftige Beschleunigung in Folge –, was sich auch im äußerst starken Privaten Konsum spiegelte (siehe Text zum Jahresergebnis des BIP). Zudem wuchsen die deutschen Lohnstückkosten trotz der leicht gedämpften Lohnsteigerungen wie schon seit 2012 merklich stärker als im Durchschnitt der EWU-Länder (Q1-Q3 2015: 1,9% gg. Vj. ggü. 0,7% in EWU). Dies kann zu einer graduellen Anpassung der wirtschaftlichen Ungleichgewichte in Europa beitragen; sollte der Lohnstückkostenanstieg aber nachhaltig über dem Schnitt der Eurozone liegen, dürfte dies mittelfristig unternehmerische Investitionsentscheidungen negativ beeinflussen.⁵

Mindestlohn 2015: Moderate Auswirkung

Die Mindestlohneinführung zum 1. Januar 2015 scheint zumindest bei Betrachtung der aggregierten Arbeitsmarktentwicklung keine größeren negativen Spuren hinterlassen zu haben. Relevant war der Mindestlohn für etwas mehr als 10% der Beschäftigten, die zuvor einen Lohn von ungefähr 35% unter dem Mindestlohn hatten. Für einige Branchen greift noch die Übergangsregelung, dass der Branchen-Mindestlohn bis Ende 2016 unter EUR 8,50 pro Stunde liegen darf.⁶

Dass es bislang keine größeren negativen Effekte gegeben hat, dürfte insbesondere am günstigen Zeitpunkt des Inkrafttretens des Mindestlohns gelegen haben. Das kräftige binnenwirtschaftliche Wachstum, begünstigt vom Ölpreiseinbruch, sorgte für einen weiterhin kräftigen Anstieg der Arbeitsnachfrage. Das gesamtwirtschaftliche Stellenangebot liegt bei über 1 Million, wobei die Besetzung in einigen Regionen/Branchen zunehmend schwieriger wird.

Die Anzahl der Erwerbstätigen stieg im Jahr 2015 um 324 Tausend, die der Arbeitnehmer um 421 Tausend und die der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten sogar um 633 Tausend Personen.⁷ Der Beschäftigungsaufbau ging fast alleine auf den Dienstleistungssektor zurück, insbesondere auf Unternehmens- und öffentliche Dienstleister.

Bei der Betrachtung der Arbeitsmarktbalanz lassen sich aber erste Schattenseiten erkennen (Tabelle 24) und der Trade-off zwischen der Verbesserung der Einkommenssituation der weiter beschäftigten Arbeitnehmer und den induzierten Arbeitsplatzverlusten wird offengelegt. Besonders deutlich war der Beschäftigungsrückgang in Folge der hohen Eingriffsintensität bei der ausschließlich geringfügig entlohnten Beschäftigung, wo vor der Mindestlohneinführung etwa 60% weniger verdienten als EUR 8,50. Diese fiel direkt nach der Mindestlohneinführung um 166 Tausend und im Jahresdurchschnitt 2015 wahrscheinlich um 180 Tausend Personen. Der Rückgang war erwartungsgemäß in den Sektoren und Regionen mit den niedrigsten Lohnniveaus am stärksten ausgeprägt.

Übergangsanalysen des IAB für Anfang des Jahres 2015 zeigen,⁸ dass etwa die Hälfte des Rückgangs der ausschließlich geringfügig entlohnten Beschäftigten auf einen Übergang in eine sozialversicherungspflichtige Beschäftigung zurückgeht. Diese Beschäftigten profitierten von teilweise erheblichen Lohnsteigerungen.

⁵ Rakau, Oliver (2015). Risse im Fundament. Ausblick Deutschland. Deutsche Bank Research. 3. August 2015.

⁶ Ab dem 1. Januar 2018 wird der von der Mindestlohnkommission bestimmte Mindestlohn für alle Beschäftigten gelten.

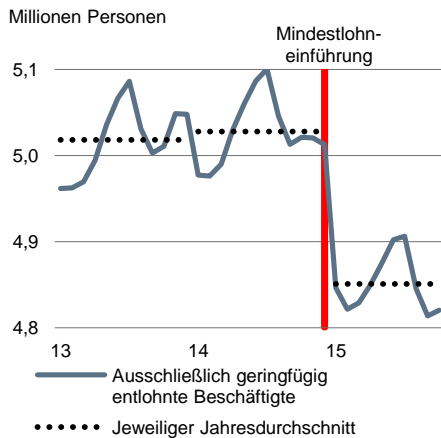
⁷ Die höheren Anstiege in den Untergruppen Erwerbstätigen erklärt sich durch Verschiebungen zwischen den Gruppen.

⁸ Siehe für Details Vom Berge, P. (2016). Arbeitsmarktspiegel – Entwicklungen nach Einführung des Mindestlohns. IAB-Forschungsbericht 1/2016.



Deutlicher Rückgang bei geringfügig entlohnten Beschäftigten

7

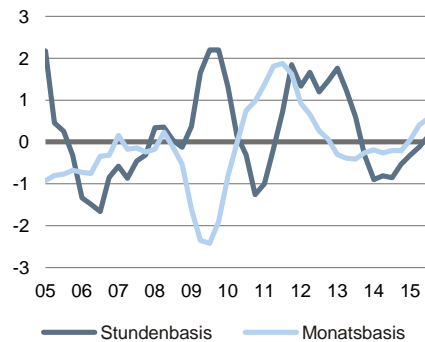


Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

Lohndrift zuletzt deutlich gestiegen

8

Abstand zwischen Wachstum der Effektivlöhne und Tariflöhne; %-Punkte, gl. 3Q-Schnitt



Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die andere Hälfte der ausschließlich geringfügig entlohnten Beschäftigten verlor ihren Arbeitsplatz. Da sich aber die Mehrheit komplett vom Arbeitsmarkt zurückzog, kam es nur für etwa 5% zu einem Wechsel in die Arbeitslosigkeit. Der Verbleib für die Mehrheit dieser Gruppe lässt sich nicht weiter aufschlüsseln. Übergänge in die temporäre oder dauerhafte Nichterwerbstätigkeit, der Wechsel in Schwarzarbeit oder der Übergang in den Ruhestand sind möglich.

Dass es zu keiner größeren Beschäftigungsanpassung der Unternehmen nach der Mindestlohneinführung gekommen ist, dürfte auf die solide, konsumgetriebene Konjunktorentwicklung zurückgehen, was den mindestlohnbedingten Kostenschub verkraftbarer machte. Dies dürfte sich allerdings bei einer nächsten Krise deutlich ändern, und die negative Wirkung des relativ hohen Mindestlohns könnte in Gänze durchschlagen. Wir sehen die Mindestlohneinführung weiter äußerst kritisch, da sie sich besonders negativ auf die schwächsten Gruppen am Arbeitsmarkt auswirkt.⁹ Zu warnen ist insbesondere vor einer kräftigen Erhöhung im Jahr 2017 – erste Stimmen haben schon ein Niveau von EUR 10 pro Stunde in den Raum gestellt.

Die Erhöhung der Löhne in Folge der Mindestlohneinführung am unteren Ende der Lohnskala zeigt sich erwartungsgemäß in einem stärkeren Anstieg der Effektivlöhne relativ zu den Tariflöhnen und damit in einer Erhöhung des Lohndrifts im Jahr 2015, von einem negativen Niveau im Jahre 2014 aus. Dies geht darauf zurück, dass der Mindestlohn typischerweise keinen Einfluss auf die Tarifverdienststatistik hat, die sich an der Entwicklung des Eckentgelts orientiert, welches eine abgeschlossene Berufsausbildung und eine mehrjährige Berufserfahrung voraussetzt.¹⁰ Daher liegen die Eckentgelte üblicherweise über der Mindestlohnschwelle von EUR 8,50.

Der Einfluss des Mindestlohns auf die Effektivlöhne ist allerdings bisher schwächer als erwartet. Teile des Mindestlohneffekts dürften aufgrund von Branchenmindestlöhnen in den Tariflöhnen eingerechnet worden sein. Jedoch gibt es keine amtlichen Statistiken zum Anteil der Arbeitnehmer, die den Mindestlohn erhalten und zu der Zahl der Personen für die die Ausnahmeregelungen durch Branchenmindestlöhne gelten. Letzteres sorgt bei den betroffenen Branchen zu einer Streckung des Mindestlohneffekts auf mehrere Jahre. Zudem gibt es erhebliche Anreize den Mindestlohn zu umgehen, bspw. über unbezahlte Mehrarbeit oder aber den Übergang in Schwarzarbeit. Letztendlich könnte es eine unzureichende Erfassung geben, da die Verdienststrukturerhebung und die Verdiensterhebung auf Betrieben mit mehr als zehn Beschäftigten beruht und ein erheblicher Anteil der Arbeitnehmer mit einem vor der Einführung unter dem Mindestlohn liegenden Lohn in einem Betrieb mit weniger als 10 Personen arbeitete.¹¹

Der Mindestlohneffekt zeigt sich ebenfalls bei der Betrachtung von Arbeitnehmergruppen. So stieg der Nominallohn deutlich stärker in Ostdeutschland (3,7% vs. 2,5% in Westdeutschland), für geringfügig Beschäftigte (4,3%) und für ungelernete Arbeitnehmer (+3,9%). Gesamtwirtschaftlich erhöhten sich die Nominallöhne um 2,6% gg. Vj. im dritten Quartal 2015.

Tarifrunde 2016: Robustes Makroumfeld mit externen Risiken

Wie im Vorjahr werden 2016 Tarifverträge für deutlich über 10 Millionen oder ein Viertel aller Beschäftigten neu verhandelt. Die Metall- und Elektroindustrie (~3,5 Mio. Arbeitnehmer) und der öffentliche Dienst des Bundes und der Gemeinden

⁹ Siehe Peters, H. (2014) Mindestlohn von EUR 8,50 je Stunde: Große Koalition auf dem Holzweg, Deutsche Bank Research, Ausblick Deutschland, 04. Juni 2014.

¹⁰ Deutsche Bundesbank (2015) Perspektiven der deutschen Wirtschaft, Juni 2015.

¹¹ Boysen-Hogrefe, J. et al. (2015). Deutsche Konjunktur: Expansionstempo bleibt hoch. Kieler Konjunkturberichte Nr. 8 (2015|Q2). Institut für Weltwirtschaft, Kiel (Kasten 1: 7).



(2,4 Mio.) sind die wichtigsten Verhandlungen. Deren Tarifverträge laufen Ende März bzw. Ende Februar aus. Vor allem den Lohnabschlüssen der Metallindustrie wird häufig eine Signalwirkung zugesprochen. Weitere Verhandlungen für Tarifbereiche mit hoher Beschäftigtenzahl finden im Bauhauptgewerbe (0,7 Mio.), dem öffentlichen Dienst der Länder (0,9 Mio.) und der Zeitarbeit (0,9 Mio.) statt. Die wenigen bislang gestellten Lohnforderungen der Gewerkschaften liegen im Schnitt bei gut 5%.

Hohe Arbeitsnachfrage

9

Standardisierte Werte (seit 2008)

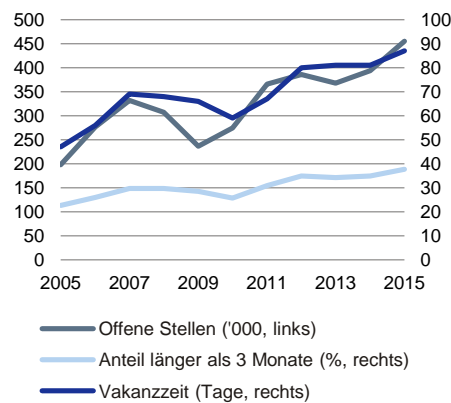


Quellen: Bundesagentur für Arbeit, ifo, Markit, Deutsche Bank Research

Arbeitsmarktengpässe

10

Zahl gemeldeter sozialversicherungspflichtiger Arbeitsstellen

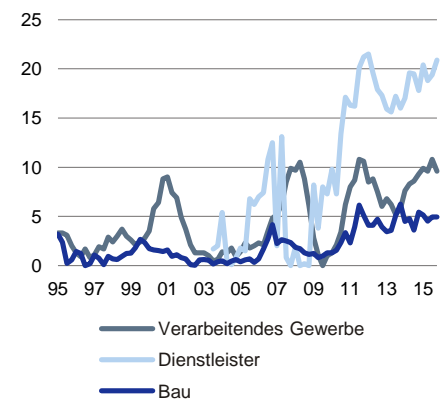


Quelle: Bundesagentur für Arbeit

Knappes Arbeitsangebot

11

Arbeitsangebot als wichtige Hürde, Anteil Firmenmeldungen, %



Quelle: EU-Kommission

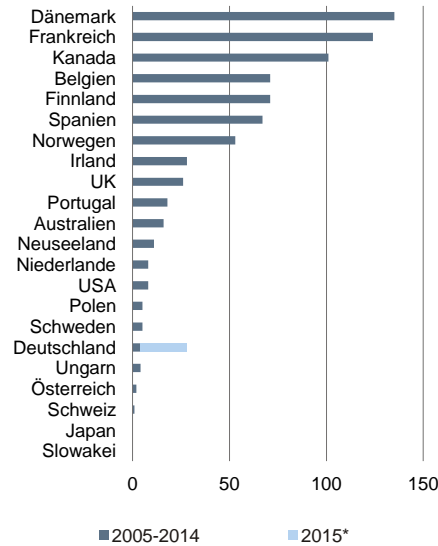
Angesichts unserer Erwartungen für das Wirtschaftswachstum und den Arbeitsmarkt dürften die Tariflöhne auch in 2016 deutlich zulegen. Das BIP 2016 könnte leicht beschleunigt mit 1,9% nach 1,7% in 2014 wachsen (siehe voranstehenden Artikel). Die Beschäftigung könnte um 0,4% zulegen nach 0,7% im Vorjahr. Auf eine anhaltend robuste Arbeitsnachfrage deuten auch die Frühindikatoren hin. Das ifo-Beschäftigungsbarometer und die Beschäftigungskomponente im Einkaufsmanagerindex (PMI) sind zuletzt kräftig gestiegen und auf oder nahe den höchsten Ständen seit der rasanten Nachkrisenerholung 2010/11. Der Stellenindex der Bundesagentur für Arbeit (BA-X) erreicht seit Mitte 2014 jeden Monat ein neues Allzeithoch. Unsere Erwartung einer leicht höheren Arbeitslosenquote in 2016 (6,5% nach 6,4%) ist getrieben durch die Integration der Flüchtlinge in das deutsche Sozialversicherungssystem; nicht durch eine Verschlechterung des Arbeitsmarktumfelds.



Ausblick Deutschland

Geringe deutsche Streikbereitschaft 12

Durch Arbeitskämpfe ausgefallene Arbeitstage je 1.000 Arbeitnehmer; Jahresdurchschnittswerte

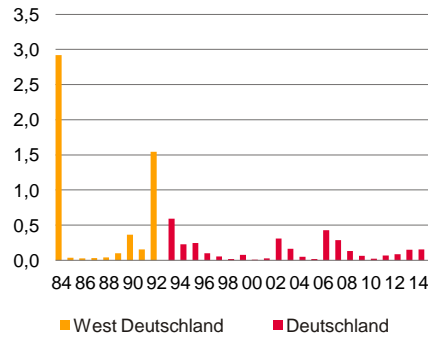


*Streiktage 2015 laut IW versechsfacht

Quellen: IW Köln, Deutsche Bank Research

2016: Deutlich mehr Streiktage 13

Durch Arbeitskämpfe ausgefallene Arbeitstage, Millionen

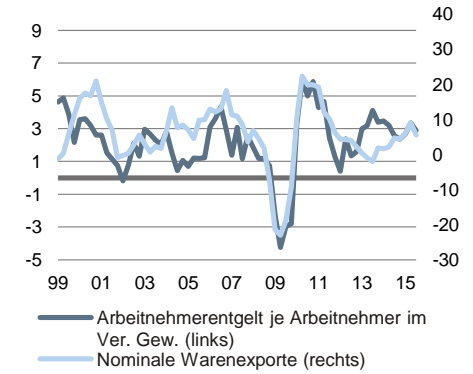


2015: Schätzung des IW Köln auf Basis von Arbeitgeber-, Gewerkschafts- und Presseangaben

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, IW Köln

Wird der schwache Welthandel das Lohnwachstum bremsen? 14

% gg. Vj.



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Zugleich deuten einige Indikatoren auf ein immer knapper werdendes Arbeitsangebot hin, was die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer stützen sollte. Von den rd. 450.000 gemeldeten offenen sozialversicherungspflichtigen Stellen waren 2015 knapp 38% länger als 3 Monate offen (2014: 35%; 2010: 26%; 2005: 23%). Dadurch stieg die Vakanzzeit auf 87 Tage (2014: 81; 2010: 59; 2005: 47). In den USA sind es 28 Tage. Zugleich sieht ein großer Teil der Unternehmen Arbeitskräftemangel als Problem. Laut einer regelmäßigen Umfrage der EU-Kommission liegt der Anteil im Bau, im Verarbeitenden Gewerbe und bei den Dienstleistern nahe historischen Höchstständen. All dies deutet auf eine komfortable Verhandlungsposition der Gewerkschaften bzw. Arbeitnehmer hin. Dies spiegelt sich auch in der spürbar gestiegenen Streikbereitschaft wider. Die Ausfalltage könnten sich 2015 auf 960,000 versechsfacht haben – den höchsten Stand seit 1992. Dies ist zwar vor allem durch lange Streiks bei der Post und im Sozial- und Erziehungsdienst geprägt, könnte aber doch auf eine Trendwende hindeuten nach vielen Jahren mit geringer Streikintensität. Jedoch landet Deutschland selbst mit dieser deutlich gestiegenen Streikzahl international nur im Mittelfeld.

Dämpfend auf die Verhandlungsmacht könnte jedoch die hohe Unsicherheit über den Welthandel wirken. Nicht nur dürfte das Welt-BIP in 2016 bestenfalls marginal anziehen, der Welthandel ist in den letzten Jahren sogar hinter dem schwachen BIP-Wachstum zurückgeblieben, was gerade die deutsche Exportwirtschaft trifft, da zugleich der stimulierende Effekt der EUR-Abwertung ausläuft. Zum Jahresanfang 2016 hat die Unsicherheit nochmals deutlich zugenommen. So sind die Finanzmarkturbulenzen in China auch Ausdruck der Sorgen um ein „Hard Landing“, und weitere Ölpreisrückgänge dürften die Nachfrage aus den ölproduzierenden Ländern dämpfen. Davon wären vor allem die am Export hängende Metall- und Elektroindustrie sowie die Chemiebranche betroffen, die zusammen für etwa 7% der Beschäftigten stehen.¹²

¹² Heymann, E., Peters, H. (2015). Deutsche Exporte in die Ölstaaten sinken 2015. Aktuelle Themen. Deutsche Bank Research. 24. Februar 2015.



Ausblick Deutschland

Tarifverhandlungen ausgewählter* Branchen

15

Tarfbereich	Kündigungstermin	Tarif-Forderung	Ergebnis	Arbeitnehmer
Holz und Kunststoff verarbeitende Industrie (Niedersachsen/Bremen, Westfalen-Lippe, Hessen, Rheinland-Pfalz, Baden-Württemberg, Bayern, Sachsen-Anhalt, Thüringen, Sachsen)	31.12.2015	5%, 12 Monate Laufzeit		174.300
Hotel- und Gaststättengewerbe (Bayern)	31.01.2016			131.600
Öffentlicher Dienst Bund & Gemeinden, Versorgungsbetriebe (TV-V), Bundesagentur für Arbeit, DRV Bund, Tarifgemeinschaft DRV, Knappschaft-Bahn-See, Deutsche gesetzliche Unfallversicherung, Bundeseisenbahnvermögen, Sparten-TV "Nahverkehr" Niedersachsen, Nordrhein-Westfalen, Hessen, Rheinland-Pfalz, Baden-Württemberg, Sachsen, Thüringen, Landschaftsverbände Westfalen-Lippe und Rheinland	29.02.2016			2.443.000
Metall- und Elektroindustrie (West und Ost)	31.03.2016			3.532.600
Druckindustrie	31.03.2016			144.700
Bauhauptgewerbe	30.04.2016			699.000
Bankgewerbe (o. Genossenschaftsbanken)	30.04.2016			235.500
Hotel- und Gaststättengewerbe (Nordrhein-Westfalen)	30.04.2016			114.600
Maler- und Lackiererhandwerk (o. Saarland)	30.04.2016			114.300
Volkswagen AG	31.05.2016			110.000
Chemische Industrie (Nordrhein, Hessen, Rheinland-Pfalz)	31.07.2016			234.000
Chemische Industrie (Schleswig-Holstein, Hamburg, Niedersachsen, Bremen, Westfalen, Baden-Württemberg, Bayern, Berlin-West)	31.08.2016			268.300
Privates Verkehrsgewerbe (Nordrhein-Westfalen)	31.08.2016			151.100
Deutsche Bahn AG	30.09.2016			134.000
Privates Verkehrsgewerbe (Bayern)	30.09.2016			111.100
Öffentlicher Dienst Länder, Sparten-TV "Nahverkehr" Schleswig-Holstein, Brandenburg	31.12.2016			899.600
Zeitarbeit (BAP)	31.12.2016			465.000
Zeitarbeit (iGZ)	31.12.2016			405.000

* Verhandlungen für mehr als 100.000 Arbeitnehmer
Quellen: WSI-Tarifarchiv, Deutsche Bank Research

Lohnmodell zuletzt zu optimistisch

Unser empirisches Lohnmodell deutet für 2016 auf Lohnabschlüsse hin, die knapp unter 3% liegen sollten und 2017 Richtung 2,7% sinken. Es basiert auf dem Zusammenhang zwischen Löhnen auf der einen Seite und der vorangegangenen Entwicklung der Kerninflation und Produktivität sowie der laufenden Arbeitslosenquote. Zudem gibt es eine Dummy-Variable, die den Wert eins annimmt, in Quartalen in denen Tarifabschlüsse des Metall- und Elektrogewerbe gültig werden. Angesichts des großen Gewichts dieser Branche haben deren Abschlüsse einen spürbaren Einfluss auf das gesamtwirtschaftliche Lohnwachstum. Die Modellergebnisse waren allerdings in den letzten Jahren systematisch um einige Zehntelprozent zu hoch, nachdem die Trefferquote vor allem zwischen 2004 und 2010 noch gut war. Zudem ist auffällig, dass das Modell seit etwa Anfang 2012 eine sehr stabile Lohnprognose auswirft. Dafür könnte es mehrere teilweise zusammenhängende Gründe geben.

Arbeitsmarktumfeld strukturell anders

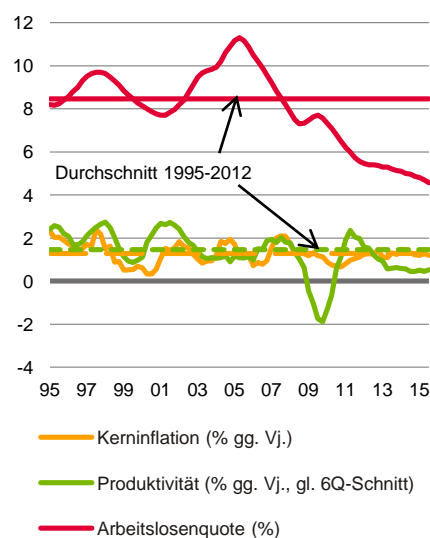
Die Lohnfindung am Arbeitsmarkt könnte sich strukturell geändert haben, so dass sich der Einfluss einzelner Modellfaktoren verändert haben könnte. Unsere



Berechnungen basieren auf Daten von 1995 bis 2012. Damit umfassen sie auch die Zeit hoher und strukturell steigender Arbeitslosenraten, während der Arbeitsmarkt derzeit vor allem auch dank der Arbeitsmarktreformen Anfang der 2000er Jahre durch äußerst niedrige und langsam sinkende Raten gekennzeichnet ist. Insbesondere nach 2009 hat sich die Quote schnell und erheblich vom historischen Durchschnitt entfernt. Sie trieb damit die Lohnprognose des Modells nach oben. Das Produktivitätswachstum zeigte zuletzt ebenfalls eine ungewöhnlich hohe Stabilität, allerdings auf sehr niedrigem Niveau, was auf geringe Lohnsteigerungen hindeutet. Die Kerninflation ist zwar nicht ungewöhnlich niedrig, aber ebenfalls ungewöhnlich stabil.

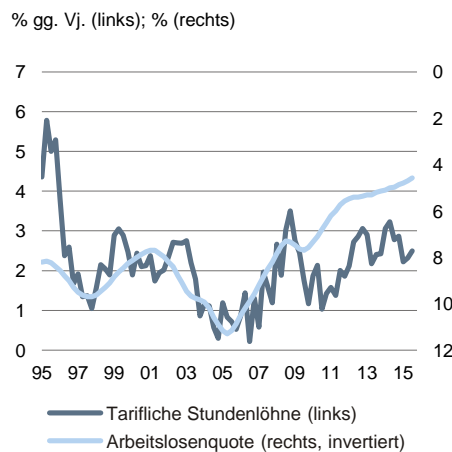
Um dies zu testen, nutzen wir das gleiche Modell, kürzen aber den Stützzeitraum für die Regression von 1995-2012 auf 2004-2012. Durch das Verkürzen wird der Prognosefehler spürbar verringert. Eine weitere kleinere Verbesserung der Prognoseergebnisse entsteht durch die Ausweitung des Stützzeitraums bis auf 2015. Im Schnitt der letzten vier Jahre hätte dieses Modell das tatsächliche Tarif-Lohnplus von 2,7% korrekt prognostiziert. Dies stützt unsere These.

Arbeitslosenquote und Produktivität weit weg vom historischen Durchschnitt 16



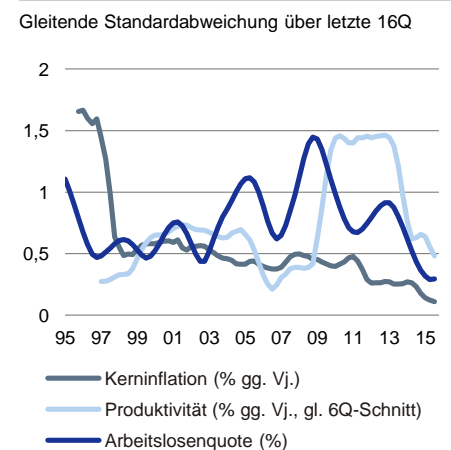
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Arbeitslosenquote & Löhne: Auseinanderentwicklung 17



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bundesbank

Niedrige Volatilität bei allen Modellfaktoren gleichzeitig 18



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

Arbeitslosenquote: Unvollständiges Knappheitssignal

Darüber hinaus könnten Faktoren, die nicht im Modell enthalten sind, einen Einfluss erlangt haben. So fungiert die Arbeitslosenquote im Modell als zyklisches Knappheitssignal hinsichtlich des Arbeitsangebots. Wie eben beschrieben, ist aber ein erheblicher Teil des Rückgangs der Quote seit 2004/05 strukturell bedingt.

Dazu kommt, dass die Arbeitsmarktreformen eine höhere Erwerbsquote induziert haben. Das heißt, ein größerer Teil der heimischen Bevölkerung steht dem Arbeitsmarkt zur Verfügung. Dies senkt statistisch die Arbeitslosenquote, selbst wenn die Arbeitslosenzahl konstant bliebe, da die Basis wächst. Die stark steigende Zuwanderung in den deutschen Arbeitsmarkt seit 2011 wirkt in die gleiche Richtung. Der langanhaltend hohe Gleichlauf zwischen dem Residuum (Fehler) unseres Modells und dem Abstand zwischen dem Beschäftigungsaufbau und dem Rückgang der Arbeitslosigkeit deutet in Richtung unserer These.

Um dies zu testen, nehmen wir die Veränderung der Erwerbsquote zusätzlich in das Modell auf. Dies sorgt für eine weitere, aber nur kleine Verringerung des Modellfehlers. Wir werden die Erwerbsquote nicht standardmäßig in unser Modell aufnehmen. Angesichts des Vorlaufs von nur zwei Quartalen müssten wir

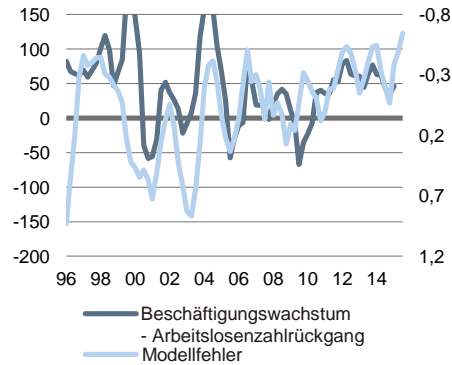


Ausblick Deutschland

Zuletzt hoher Gleichlauf zwischen Modellfehler und Zuwanderungsproxy

19

4Q-Durchschnitt; '000, 2Q-Lag (links); %-Pkt. (rechts, invertiert)

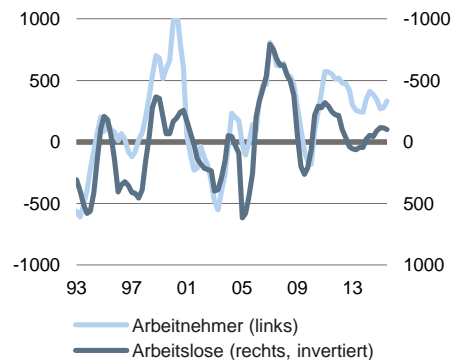


Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research, Deutsche Bundesbank

Zuwanderung treibt Beschäftigung seit 2011

20

Veränderung zum Vorjahr, '000

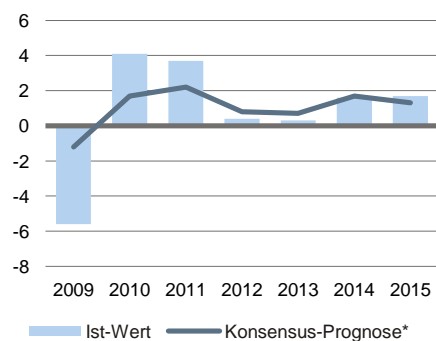


Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

BIP-Prognosen 2010/11 zu niedrig

21

Reales BIP-Wachstum, % gg. Vj.



* Konsensprognose für Deutschland laut Consensus Economics Stand Nov./Dez. des jeweiligen Vorjahres

Quellen: Statistisches Bundesamt, Consensus Economics

eine Prognose der Erwerbsquote erstellen, um diese in das Lohnmodell fließen zu lassen. Zudem war der positive Einfluss des Indikators auf die Modellergebnisse vor allem von 2005-2008 gegeben, als die Veränderung der Erwerbsquote am stärksten war.

Unsicherheit als Lohnbremse?

Die Jahre seit 2009/10 waren durch eine hohe Unsicherheit (und Sorgen) über die globalen Wachstumsaussichten geprägt. Gerade für 2010 und 2011 waren die Konsensprognosen für das BIP zu niedrig. Dies ist aber ein bei weitem unvollständiges Bild, was die Unsicherheit dieser Jahre angeht. Gerade die Eurokrise hat für materielle Abwärtsrisiken gesorgt, auch wenn diese letztendlich nur teilweise eintraten. Dies könnte die Verhandlungsposition der Arbeitnehmer geschwächt haben und sich in längere Tarifvertragslaufzeiten und/oder niedrigere Stufenerhöhungen niedergeschlagen haben.

Es gibt kein eindeutiges Unsicherheitsmaß. Wir haben verschiedene Optionen getestet: i) Die Suchhäufigkeit der Begriffe „Krise“ und „Euro-Krise“ im Internet laut Google Trends. ii) Eine Dummy-Variable für die Euro-Krise. iii) Den VDax – ein Volatilitätsmaß für die Entwicklung des Dax. iv) Den Abstand zwischen der Bewertung der Geschäftslage und den Geschäftserwartungen zwei Quartale zuvor basierend auf Daten des ifo-Index. Dieser Abstand schwankte in den letzten Jahren deutlich und war ungewöhnlich hoch. Die Lage war letztendlich also besser, als angesichts der vielfachen Risiken befürchtet worden war. Das ifo-Maß verbessert die Modellergebnisse minimal und wir erhalten einen negativen Koeffizienten. Das heißt, je niedriger die Erwartungen zur realisierten Lage waren, umso niedriger war das Lohnwachstum. Der Effekt könnte laut dieser Rechnung in der Höhe von einem Zehntelprozent pro Jahr gelegen haben. Der positive Einfluss auf das Modell ist insgesamt nur gering, spricht aber für unsere These. Die anderen Maße brachten keine Verbesserung. Wir werden diese Einflussgrößen nicht standardmäßig in unser Modell aufnehmen, da wir andernfalls (sehr unsichere) Prognosen für sie erstellen müssten. Angesichts der Sorgen um die Weltwirtschaft könnte dies aber auch in der Tarifrunde 2016 eine Rolle spielen.

Starke Inflationsschwankungen = stark schwankender Verteilungsspielraum

Im Jahr 2015 war der Modellfehler besonders groß. Angesichts des Ölpreiseinbruchs war der Abstand zwischen der Gesamt- und Kerninflation 2014 und 2015 ebenfalls besonders hoch. Unser Modell beinhaltet die verzögerte Kerninflation. Über den gesamten Stützzeitraum ist die Kerninflation besser als die Gesamtinflation. Trotzdem könnte der massive Rückgang der Inflation von knapp 2% Mitte 2013 auf null zu Jahresanfang 2015 eine Rolle gespielt haben und könnte die Modellprognose zu hoch werden lassen. Aus Sicht der Tarifpartner spricht einiges dafür, dies zumindest teilweise zu berücksichtigen. Die Arbeitnehmer profitieren ohnehin vom hohen Kaufkraftgewinn, während die Arbeitgeber etwas auf der Kostenseite entlastet würden. Das Ersetzen der Kerninflation mit der Gesamtinflation lieferte keine eindeutigen Ergebnisse.

Dienstleister trieben Beschäftigungsaufbau

Der Beschäftigungsaufbau in den letzten Jahren fand vor allem in den Dienstleistungssektoren statt, die unterdurchschnittliche Löhne (und Lohnsteigerungen) erhalten.¹³ Das heißt, die Zusammensetzung der deutschen Arbeitnehmer-

¹³ Seit 2004 wuchsen die gesamtwirtschaftlichen Tariflöhne nur in zwei Jahren stärker als in der Industrie; was eine unterdurchschnittliche Entwicklung bei den Dienstleistern impliziert.



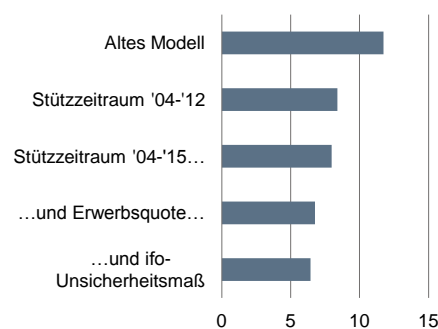
schaft ändert sich, was das Lohnwachstum etwas dämpfen könnte relativ zu dem, was die Fundamentalfaktoren allein andeuten. So ist der Anteil der Unternehmensdienstleister an der Gesamtbeschäftigung seit Ende 2004 von 10,8% auf 13,4% gestiegen, während jener des verarbeitenden Gewerbes von 18,6% auf 17,5% gefallen ist. Da dies aber vor allem ein Phänomen der Jahre vor 2010 ist, erklärt dies eher nicht den Modellfehler der letzten vier Jahre.

Als ein Proxy für die unterschiedliche Konjunkturlage in der Industrie und im Dienstleistungssektor haben wir den Abstand zwischen den Einschätzungen der Einkaufsmanger aus beiden Sektoren in unser Modell eingefügt. Dies brachte ebenfalls keine eindeutigen Ergebnisse.

Prognosefehler sinkt

22

Summe des quadrierten Prognosefehlers, Zeitraum 2004 Q1 - 2015 Q3



Quelle: Deutsche Bank Research

Mindestlohneffekt nur teilweise in Tariflöhnen enthalten

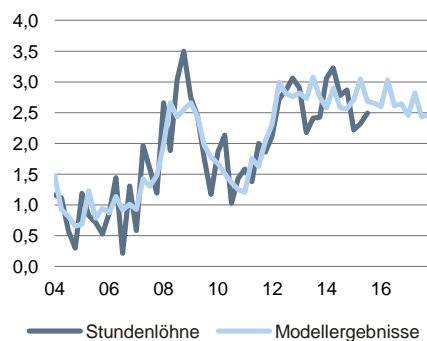
Formale statistische Tests des potenziellen Effekts der Einführung des Mindestlohns sind äußerst schwierig, da er an viele Stellen in der Lohn-/ Einkommensstatistik auftauchen kann und nicht klar bezifferbar ist. Auch zeitlich streckt sich der Effekt über eine lange Zeit, da einige branchenspezifische Mindestlöhne und Übergangsregelungen schon deutlich vor dem 1. Januar in Kraft traten und Arbeitgeber laut IAB Löhne auch teilweise vorab schon angepasst haben. „Nicht wenige Betriebe haben die Löhne bei Einstellungen bereits vor Inkrafttreten des Mindestlohngesetzes an das Mindestlohniveau angepasst: Im Jahr 2014 erhielten 4,5 Prozent der Neueingestellten einen Einstiegslohn von genau 8,50 Euro pro Stunde. Kein anderer Stundenlohn wurde bei Neueinstellungen so häufig genannt.“¹⁴ Zudem könnten bei vielen Lohnabschlüssen gerade die Löhne der unteren Gehaltsgruppen schon 2014 angepasst worden sein.

Die Mindestlohnvorzieheffekte könnten eine Erklärung für den auffällig großen Prognosefehler 2014 gewesen sein, als die Löhne um 3,0% stiegen, das Modell aber nur 2,7% anzeigte. Im letzten Jahr folgte dazu eine Gegenbewegung (2,4% ggü. 2,8%). Diese Diskrepanz konnte auch durch Anpassungen an dem Modell nicht ausgeräumt werden. Allerdings dürften sie in den kommenden Jahren keine Rolle mehr spielen.

Löhne: Modell gg. tatsächlicher Entwicklung

23

Tarifliche Stundenlöhne, % gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Lohnwachstum: 2016 höher, dann niedriger

Unser aktualisiertes Lohnmodell deutet für 2016 auf ein Plus bei den tariflichen Stundenlöhnen von 2,7% hin. Dies entspricht in etwa dem Mittelwert der prognostizierten und tatsächlichen Werte der letzten vier Jahre. Angesichts unserer Inflationsprognose von 1,3%, bei der Abwärtsrisiken bestehen, dürften die deutschen Arbeitnehmer erneut spürbare reale Einkommenszuwächse genießen. Dabei sind die Treiber der Lohnsteigerungen die gleichen wie im Vorjahr. Der recht enge Arbeitsmarkt stärkt die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer, während geringe Produktivitätsgewinne bremsen.

Im nächsten Jahr könnte die Lohnsteigerung basierend auf unserem Modell mit einem Plus von 2,5% jedoch etwas an Tempo verlieren. Dies geht auf die leicht rückläufige Kerninflation (vor allem verzögerte Effekte des Ölpreistrückgangs) und die etwas steigende Arbeitslosenquote zurück. Letzteres dürfte durch die schrittweise Integration der Flüchtlinge in die Arbeitslosenversicherung getrieben werden. Dies steigert das Arbeitsangebot vor allem am unteren Ende der Qualifikations- und Einkommensskala und dürfte die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer leicht dämpfen.

Insgesamt spricht das Umfeld für robuste mittelfristige Lohnaussichten. Der binnenwirtschaftlich getragene Aufschwung dürfte anhalten und die Arbeits-

¹⁴ Auswirkungen des Mindestlohns im Jahr 2015. Bossler, Mario (2016). Aktuelle Berichte 1/2016. Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung. 13. Januar 2016.



nachfrage hochhalten; eine Normalisierung der Inflation über die nächsten zwei Jahre dürfte die Verhandlungsmacht der Arbeitnehmer stützen. Dies gilt auch für die wieder restriktiver werdende Arbeitsmarktregulierung sowie die Rente mit 63, die das Arbeitsangebot dämpfen. Die regelmäßige Mindestlohnanpassung dürfte ebenfalls stützen. Zudem beschränkt der Mindestlohn die lohndämpfende Wirkung des Arbeitsangebotschubs, der durch die Integration der Flüchtlinge in den Arbeitsmarkt zu erwarten wäre. Dies ist jedoch aus gesamtwirtschaftlicher Sicht keine positive Entwicklung, da dies mit einer beschränkten Arbeitsaufnahme der Flüchtlinge einhergehen dürfte.

Oliver Rakau (+49 69 910-31875, oliver.rakau@db.com)

Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)

Arbeitsmarktbilanz

24

	2014	2015	2015
	Veränderung (Tausend Personen, gg. Vj.)	Veränderung (Tausend Personen, gg. Vj.)	Tausend Personen
Bevölkerung	337	580	81.563
Erwerbspersonen	279	184	44.914
Erwerbstätige	371	324	42.964
Selbstständige	-62	-97	4.300
Arbeitnehmer	433	421	38.664
Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte*	490	633	30.851
Ausschließlich geringfügig entlohnte Beschäftigte*	10	-183	4.845
Erwerbslose	-92	-140	1.950
Erwerbslosenquote (%)	4,7	4,3	
Arbeitslose	-52	-104	2.795
Arbeitslosenquote (%)	6,7	6,4	
Gesamtwirtschaftliches Stellenangebot (IAB)**	144	28	1.039
Tariflöhne je Stunde (% gg. Vj.)*	3,0	2,4	
Effektivverdienste je Stunde (% gg. Vj.)	2,1	2,5	
Lohnstückkosten auf Stundenbasis (% gg. Vj.)	1,7	1,6	
Arbeitszeit je Erwerbstätigen (% gg. Vj.)	0,3	0,4	
Stundenproduktivität (% gg. Vj.)	0,4	0,5	
Erwerbstätige (% gg. Vj.)	0,9	0,8	

* Auf's Jahr hochgerechnete Werte, ** Daten für Q3

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

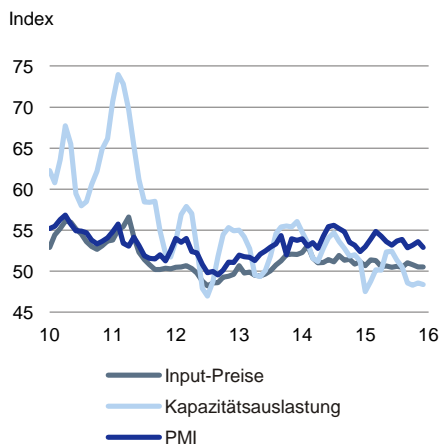


EZB: Das Erwachen der Macht

- Nach der Pressekonferenz vom 21. Januar erwarten wir nunmehr, dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihre Geldpolitik doch nochmals lockert. Dies dürfte bereits auf der nächsten Sitzung am 10. März passieren. Obwohl sich die Euroland Konjunktur derzeit noch robust zeigt, möchte die EZB angesichts zunehmender Abwärtsrisiken wohl auf Nummer sicher gehen. Die Risiken mit Blick auf die Inflationsentwicklung sind offensichtlich. Mögliche Zweitrundeneffekte aufgrund dauerhaft niedriger Inflation werden von der EZB intensiv beobachtet. Nicht nur wegen der jüngsten Ölpreisentwicklung haben sich die Abwärtsrisiken für die mittelfristige Inflationsentwicklung und die Inflationserwartungen erhöht. Was im Umkehrschluss bedeutet, dass aus Sicht des EZB-Rates es weiterer Lockerungsschritte bedarf, um sein mittelfristiges Inflationsziel zu erreichen.
- Die Ankündigung einer technischen Überprüfung aller Instrumente bis März zeigt den Wunsch, falls nötig relativ schnell zu lockern. Die Pressekonferenz vermittelte nicht den Eindruck, dass ein demütiger Draghi auf den konservativen Zentralbankrat zugehen müsse. Im Gegenteil, Draghi hatte offensichtlich für seine taubenhafte Botschaft die einhellige Unterstützung des Rates. Die Botschaft war, dass die EZB wahrscheinlich im März weiter lockern wird. Die Frage ist, wie?
- Unser Basisszenario ist eine weitere Senkung des Einlagezinssatzes um zehn Basispunkte und Anpassungen beim Ankaufprogramm (APP). Diese dürften sich aber wahrscheinlich auf ein Vorziehen von Käufen (front-loading) beschränken, es sei denn, die konjunkturelle Situation in der Eurozone verschlechtert sich massiv.

Globaler PMI: Abwärtsrisiken für Wachstum und Inflation

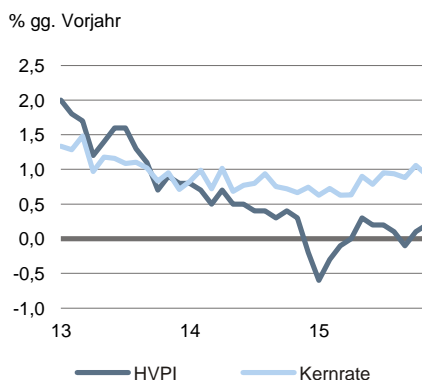
1



Quelle: Markit

EWU: Inflation

2



Quelle: Eurostat

Taubenhafter als erwartet

Nach der massiven Enttäuschung der Markterwartungen Anfang Dezember, fielen die Aussagen Draghis auf der Pressekonferenz am 21. Januar unerwartet taubenhaft aus. So attestierte der EZB-Präsident, dass sich das Umfeld innerhalb der letzten sechs Wochen deutlich verschlechtert habe. Die Abwärtsrisiken für die Konjunktur in der Eurozone haben wegen der Entwicklung in den Schwellenländern aber auch der Volatilität an den Finanzmärkten deutlich zugenommen. Draghi erwähnte zwar die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft der Eurozone im abgelaufenen Jahr sowie die positive Kreditdynamik, aber die EZB möchte wohl auf Nummer sicher gehen.

Die Inflationsentwicklung im laufenden Jahr dürfte wohl noch deutlich niedriger ausfallen als im Dezember erwartet. Die Vorjahresrate dürfte wohl für mehrere Monate negativ bleiben. Draghi betonte, dass sich alle Indikatoren für die Inflationserwartungen verschlechtert haben, die Risiken von Zweitrundeneffekten zugenommen haben könnten und daher genau beobachtet werden. Dies erschien als neues Element auch in der Presseerklärung und dürfte die hohe Wahrscheinlichkeit weiterer geldpolitischer Maßnahmen signalisieren. Die Einschätzung von Zweitrundeneffekten dürfte insbesondere mit Blick auf die Inflationsprognose des Stabes für 2018, die im März erstmals veröffentlicht wird, wichtig sein. Hier dürften die durch die EZB nunmehr wiederbelebten Lockerungserwartungen, die sich auch in den technischen Annahmen für die 2018 Inflationsprognose niederschlagen, dem EZB-Stab helfen, einen Wert nahe dem mittelfristigen Inflationsziel zu prognostizieren.

Bereits auf der Dezembersitzung hatte der Chefvolkswirt der EZB, Peter Praet, eine Überprüfung der geldpolitischen Optionen im Frühjahr vorgeschlagen, konnte sich damit aber nicht durchsetzen. Die Entscheidung, diese nunmehr bis



zur Sitzung am 10. März abgeschlossen zu haben, zeigt, dass die EZB bestrebt ist – falls notwendig – schnell handeln zu können.

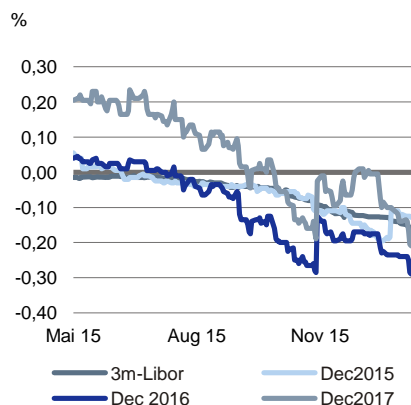
Draghi betonte auch, dass seine Botschaft, die die Abwärtsrisiken für die Konjunktur und die Inflationsentwicklung herausstellte, sowie die Überprüfung der Optionen bis zur Sitzung im März, von allen Ratsmitgliedern unterstützt wurden. Er wiederholte, dass die EZB die Macht, den Willen und die Entschlossenheit besitze ihr Mandat zu erfüllen und dass es beim Einsatz der Instrumente keine Grenzen gäbe.

Eine weitere Senkung des Einlagezinssatzes ...

Wir erwarten nunmehr, dass die EZB im März den Einlagezins um weitere zehn Basispunkte auf -0,4% senken wird. Eine deutlichere Senkung wurde bereits auf der Sitzung im Dezember diskutiert, d.h. die Hürde für einen derartigen Schritt ist wohl relativ niedrig. Allerdings dürfte seine Wirkung eher gering sein. Zum einen wird angesichts der veränderten chinesischen Wechselkurspolitik eine weitere Euro-Abwertung wohl zu kompensierenden Reaktionen der PBoC führen. Zum anderen könnte eine weitere Belastung der Banken durch die Absenkung des Einlagesatzes dazu führen, dass diese ihre Kreditmargen erhöhen und damit die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen verschlechtern. Wir denken, dass die EZB dadurch, dass sie beispielsweise die im Rahmen der TLTRO-Geschäfte aufgenommene Liquidität vom negativen Einlagezinssatz ausnimmt, dieses Problem adressieren könnte und gleichzeitig einen Anreiz für eine höhere Kreditvergabe setzen könnte. Allerdings scheint die EZB derzeit ein derartiges zweigliedriges Einlagezinssatzregime nicht in Erwägung zu ziehen.

EZB: EUR-Kontrakte preisen für Dez. 2017 wieder negative Zinsen ein

3



Quelle: EZB, Bloomberg

... und wahrscheinlich eine weitere Ausweitung des Ankaufprogramms

Angesichts der nunmehr geringeren Effektivität des Wechselkurskanals dürfte eine Senkung des Einlagezinssatzes alleine den mittelfristigen Inflationsausblick nur marginal verbessern und somit das Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen nur wenig reduzieren. Daher erwarten wir auch eine Ausweitung des Wertpapierankaufprogramms (APP).

Dabei steht der EZB eine Vielzahl von Möglichkeiten zur Verfügung, die wir im Folgenden von leicht implementierbar/wenig effektiv zu schwierig implementierbar/sehr wirksam ordnen:

Maßnahmenbündel 1: Obergrenzen beim Erwerb einzelner Anleihen, Verlängerung der Liste der kaufbaren Anleihen und ihrer Laufzeit. Es ist möglich, dass die EZB ihre Obergrenze von 33% beim Ankauf einer Anleihe anhebt, weitere Wertpapiere in ihr Ankaufprogramm aufnimmt und die maximale Laufzeit von derzeit 31 Jahren erhöht. De facto wäre aber keine dieser Maßnahmen eine tatsächliche Ausweitung des Programms über die monatlichen EUR 60 Mrd. oder die – zuletzt verlängerte – Laufzeit bis März 2017. Sie würden lediglich die Voraussetzung für eine mögliche spätere Ausweitung schaffen. Eine Ausweitung der kaufbaren Papiere dürfte nicht notwendigerweise Unternehmensanleihen beinhalten. Das wäre zwar prinzipiell möglich, angesichts positiver Anzeichen bei der Kreditvergabe dürfte wohl eine Aufnahme weiterer quasi-öffentlicher Emittenten naheliegender sein.

Maßnahmenbündel 2: Verlängerung der Programmlaufzeit, front-loading, Abschaffung der Mindestrendite. Der letzte Punkt limitiert die Käufe der EZB auf Wertpapiere, deren Rendite über dem Einlagezinssatzes von -0,3% liegt. Eine Abschaffung würde insbesondere das Volumen verfügbarer deutscher Anleihen deutlich erhöhen. Dies könnte – solange sich die nationale Aufteilung der Käufe



an den an der EZB gehaltenen Kapitalanteilen orientiert – vermeiden, dass eine Ausweitung des gesamten Kaufvolumens an der Knappheit der in Deutschland kaufbaren Papiere scheitert. Die Renditeuntergrenze könnte auch in einer Phase massiver Risikoaversion das für das gesamte QE-Programm verfügbare Anleiheuniversum verknappen. Zudem könnten durch eine Abschaffung Materialverknappungen infolge von Spekulationen auf weitere Absenkungen des Einlagezinssatzes verhindert werden.

Maßnahmenbündel 3: Eine dauerhafte Ausweitung des monatlichen Ankaufvolumens und ein Aufweichen des Kapitalschlüssels. Ein derartig aggressiver Schritt dürfte wegen der (zumindest) derzeitigen Resilienz der Binnenkonjunktur wohl keine Mehrheit im Rat finden. Er dürfte unseres Erachtens nur im Falle einer massiven – beispielsweise durch eine harte Landung der chinesischen Wirtschaft – ausgelösten Wirtschaftskrise oder erneuter Zweifel am Bestand der Eurozone wie Mitte 2012 zur Anwendung kommen.

Wie die Entscheidung der EZB am 10. März mit Blick auf die diskutierten Maßnahmenbündel ausfällt, dürfte insbesondere von zwei Faktoren abhängen. Erstens, den mittelfristigen Inflationserwartungen. Zweitens, der Einschätzung des Rates inwieweit externe Risiken (China, USA, Ölpreis, globale Finanzmärkte, etc.) die Erreichung des Inflationsziels in der mittleren Frist erschweren.

Basierend auf den aktuellen Markterwartungen und der EZB-Stabsprognose von Dezember erwarten wir eine Inflationsprognose zwischen 1,6% und 1,7% für 2017 und 1,7% und 1,8% in 2018. Sollte der zweite Faktor keine Rolle spielen, würde dies für Maßnahmen, die eine potentielle Ausweitung von QE ermöglichen, wie im Maßnahmenbündel 1 diskutiert, sprechen. Allerdings könnte die Stabsprognose für die Entscheidung der EZB von untergeordneter Bedeutung sein. Stichtag für die technischen Annahmen ist Mitte Februar, sodass bis zum 10. März noch weitere Ereignisse die Einschätzung des Zentralbankrates beeinflussen können.

Mit Blick auf die externen Risiken – dem zweiten für die EZB-Entscheidung wichtigen Faktor – sind unsere eigenen Einschätzungen wohl aktuell etwas optimistischer als die der EZB. Sollte die EZB sich in unsere Richtung bewegen, spräche dies für das Maßnahmenbündel 1. Bleibt der Rat bei seiner pessimistischen Einschätzung, dürfte das Maßnahmenbündel 2 wahrscheinlicher sein. In beiden Szenarien dürfte eine Absenkung des Einlagezinssatzes um zehn Basispunkte wohl beschlossene Sache sein.

Marktbasierte Inflationserwartung (5y/5y-swap)

4

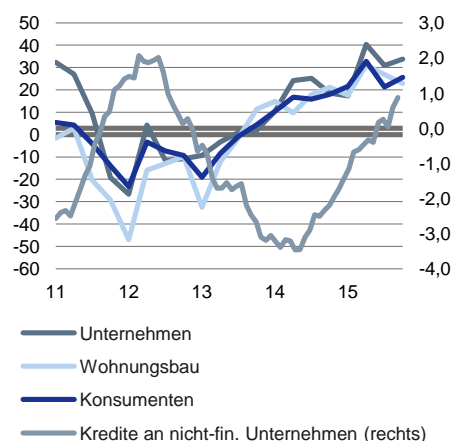


Quelle: Thomson Reuters

EZB: Erholung der Kreditvergabe

5

Erwartete Kreditnachfrage, nächsten 3 Monate; % (Netto, links), gg. Vj. (rechts)



Quelle: EZB

Vorübergehende Beschleunigung der Ankäufe (front-loading) – eine mögliche Kompromisslinie

Im März dürften sich wahrscheinlich ähnliche Lager gegenüberstehen, wie bei der Dezember-Sitzung, bei der die sechsmonatige Ausweitung von APP wohl einen Kompromiss darstellte. Die Zusammenfassung der Ratsdiskussion vom Dezember zeigte, dass alle Möglichkeiten (Ausweitung, front-loading, Verlängerung) diskutiert wurden. Da eine permanente Ausweitung des Kaufvolumens wohl ein deutlich schlechteres und wirtschaftliches Umfeld voraussetzt, eine weitere Verlängerung über März 2017 hinaus hingegen einen geringeren Effekt als die Entscheidung vom Dezember haben dürfte, sehen wir ein „front-loading“ innerhalb der gegenwärtigen Rahmenbedingungen als wahrscheinlichste Kompromisslinie. Damit könnte die EZB kurzfristig den Effekt ihres Ankaufprogramms erhöhen. Der Markt dürfte auf diese Maßnahme positiv reagieren, da er wohl die Chance sehen dürfte, dass es der EZB schwer fallen wird, das Kaufvolumen wieder zurück zu fahren. Dieser Aspekt dürfte es andererseits aber erschweren, die Zustimmung der EZB-Falken zu gewinnen. Letztlich könnte ein „front-loading“ als adäquate Antwort auf die von der EZB erwarteten vorübergehenden



negativen Inflationsraten und der damit wieder größeren Gefahr einer möglichen Entankerung der Inflationserwartungen trotzdem eine Mehrheit gewinnen.

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

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



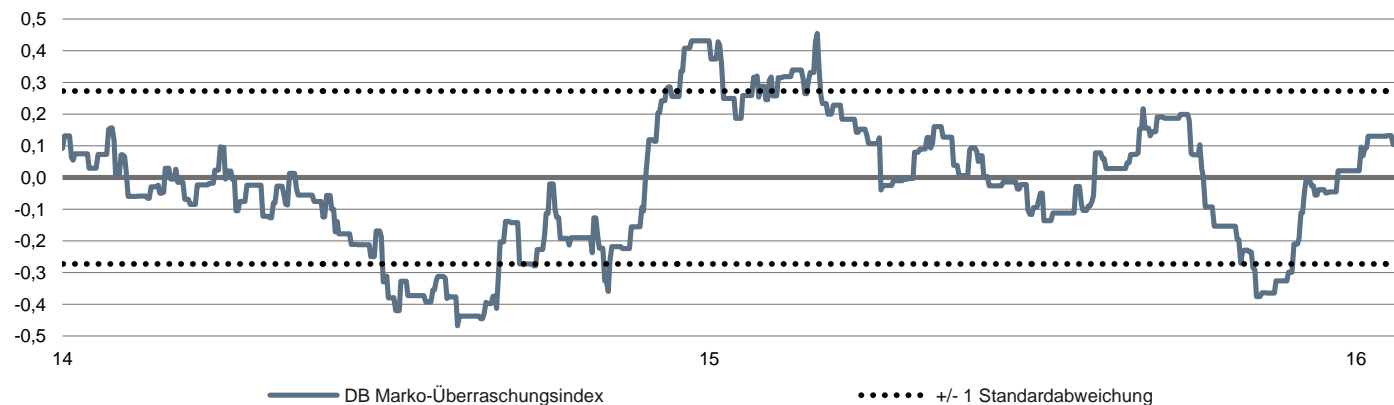
Ausblick Deutschland

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.¹⁵

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
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	10 2015	07.12.15	0,5	0,8	-0,3	-0,2	0,4
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	10 2015	09.12.15	22,9	23,7	-0,8	-0,6	0,3
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	11 2015	11.12.15	0,4	0,4	0,0	0,3	0,3
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	12 2015	15.12.15	16,1	15,0	1,1	0,1	0,6
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	12 2015	15.12.15	55,0	54,2	0,8	0,0	0,5
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	12 2015	17.12.15	108,6	109,0	-0,4	-0,4	0,3
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	11 2015	22.12.15	-3,5	-3,7	0,2	0,5	0,8
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	12 2015	04.01.16	53,2	53,0	0,2	0,2	0,6
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	12 2015	05.01.16	-14,0	-8,0	6,0	0,0	0,5
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	12 2015	06.01.16	56,0	55,4	0,6	0,7	0,8
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	11 2015	07.01.16	0,4	0,5	-0,1	0,2	0,6
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	11 2015	07.01.16	1,5	0,1	1,4	0,6	0,7
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	11 2015	08.01.16	24,7	21,0	3,7	0,8	0,8
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	11 2015	08.01.16	-0,3	0,5	-0,8	-0,6	0,2
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	12 2015	19.01.16	0,3	0,3	0,0	0,3	0,3
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	1 2016	19.01.16	10,2	8,0	2,2	0,3	0,7
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	1 2016	19.01.16	59,7	53,1	6,6	0,8	0,8
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	1 2016	22.01.16	52,1	53,0	-0,9	-0,9	0,1
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	1 2016	22.01.16	55,4	55,5	-0,1	-0,1	0,5
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	1 2016	25.01.16	107,3	108,4	-1,1	-1,0	0,1

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)

¹⁵ Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
29. Jan. 2016	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Dezember	-0,2	0,4
2. Feb. 2016	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Dezember	6,3	6,3
5. Feb. 2016	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Dezember	-2,5	1,5
9. Feb. 2016	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Dezember	0,5	-0,3
9. Feb. 2016	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Dezember	19,9	19,7
9. Feb. 2016	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Dezember	0,5 (2,6)	0,4 (5,0)
9. Feb. 2016	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Dezember	0,3 (4,6)	1,6 (3,5)
12. Feb. 2015	8:00	Reales BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q4 2015	0,3	0,3
22. Feb. 2015	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Februar	52,3	52,1
22. Feb. 2015	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Dezember	55,2	55,4
23. Feb. 2015	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Dezember	107,5	107,3

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

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	0,375	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,35	0,05	0,75	1,50	1,35	0,05
Mrz 16	0,625	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,35	0,05	0,75	1,50	1,35	0,05
Sep 16	1,125	0,10	0,05	0,75	-0,75	-0,35	0,05	0,50	1,50	1,35	0,05
Mrz 17	1,125	0,10	0,05	1,00	-0,75	-0,35	0,05	0,50	1,50	1,35	0,05
3M Geldmarktsatz, %											
Aktuell	0,26	0,15	-0,16	0,59							
Mrz 16	0,83	0,15	-0,15	0,61							
Sep 16	1,33	0,15	-0,15	0,89							
Mrz 17	1,33	0,15	-0,15	0,91							
Rendite 10J Staatsanleihen, %											
Aktuell	1,97	0,40	0,37	1,69							
Mrz 16	2,00	0,30	0,55	1,80							
Sep 16	2,00	0,35	0,85	2,00							
Mrz 17	1,75	0,40	1,10	2,20							

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,08	118,14	0,76	0,70	1,10	9,29	7,46	9,49	4,49	312,73	27,01
Mrz 16	1,05	123,00	0,72	1,46	1,08	9,10	7,46	9,58	4,43	316,25	27,10
Sep 16	0,93	128,75	0,71	1,31	1,11	8,79	7,46	8,85	4,32	318,75	27,10
Mrz 17	0,95	128,00	0,74	1,28	1,12	8,75	7,46	9,21	4,25	320,00	26,00

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)

Oliver Rakau (+49 69 910-31875, oliver.rakau@db.com)



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Aug 2015	Sep 2015	Okt 2015	Nov 2015	Dez 2015	Jan 2016
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	104,6	107,2	108,3	108,3	108,6	108,4	108,5	108,2	109,0	108,6	107,3
ifo Geschäftserwartungen	100,4	102,7	102,8	102,7	104,4	102,2	103,3	103,9	104,8	104,6	102,4
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	99,9	102,8	104,0	103,0	103,2	103,1	102,6	102,4	103,6	103,6	101,7
Produktion (% gg. Vp.)	0,8	0,5	0,2	-0,2		-0,6	-1,1	0,5	-0,3		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,6	-1,5	2,6	-2,7		-2,1	-0,7	1,7	1,5		
Grad der Kapazitätsauslastung	84,1	84,5	84,3	84,2	84,4						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	1,2	1,2	-0,7	-0,7		-0,2	1,1	2,5	2,3		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-0,9	7,7	-4,6	0,2		0,0	7,2	-5,1	15,0		
ifo Bauhauptgewerbe	120,2	118,8	120,0	121,4	123,6	121,1	122,9	123,0	124,1	123,6	122,3
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	-1,2	1,0	3,0	-0,3	-4,4	0,7	-2,9	-4,6	-4,5	-4,2	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	1,4	1,6	-0,3	0,9		-0,3	0,2	-0,3	0,4		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	2,7	6,4	4,2	6,1	5,7	6,2	4,8	1,1	8,9	7,7	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	1,2	-3,2	5,1	-4,8		-1,7	-1,1	1,9	0,6		
Exporte (% gg. Vp.)	1,1	1,7	3,4	-0,7		-5,2	2,7	-1,3	0,4		
Importe (% gg. Vp.)	0,6	1,9	1,4	1,1		-2,8	3,5	-3,2	1,6		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	58,5	59,1	65,8	61,1		19,3	19,3	20,6	19,7		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,6	6,5	6,4	6,4	6,3	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-38,3	-41,3	-26,0	0,7	-22,7	-8,0	1,0	-7,0	-14,0	-13,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,8	0,6	0,7	0,8		0,8	0,9	0,9	1,0		
ifo Beschäftigungsbarometer	106,4	107,6	108,0	108,1	109,8	108,4	108,6	109,1	109,9	110,5	
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	0,4	-0,2	0,3	0,0	0,2	0,1	-0,2	0,2	0,3	0,2	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,1	1,0	1,1	1,0	1,2	1,1	1,1	1,4	1,2	1,0	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-1,2	-2,0	-1,4	-1,7	-2,3	-1,7	-2,1	-2,3	-2,5	-2,3	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	0,9	2,3	-0,5	-7,0	-12,0	-9,0	-9,6	-10,7	-12,3	-12,8	
Ölpreis (USD)	76,4	55,1	63,7	51,3		48,4	48,5	49,4	46,0		
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	8,6	0,5	6,1	4,9	4,0	1,0	6,6	1,3	5,6	5,0	
EC Unternehmensumfrage	2,1	-0,4	1,5	0,8	1,5	-0,1	0,5	1,8	2,1	0,6	
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	1,7	1,7	1,8	1,5							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,4	3,0	2,7							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	1,8	2,3	2,5	2,3							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	4,9	7,4	7,6	8,2		7,3	8,2	8,6	9,3		
Trend von M3*						7,8	8,0	8,7			
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	1,7	2,6	2,1	2,5		2,9	2,5	2,7	2,9		
Kredite an öffentliche Haushalte	12,6	32,3	12,2	11,1		15,5	11,1	15,9	14,8		

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

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



Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
11./12. Feb.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Debatten über Winter-Wirtschaftsprognose der Kommission, über Wachstum u. Beschäftigung u. Qualität öffentlicher Finanzen, Bankenunion u.a.
16. Feb.	Bundesverfassungsgericht, Karlsruhe	Mündliche Verhandlung zum OMT-Programm der EZB. Das Gericht führt das Verfahren unter Berücksichtigung der Entscheidung des EuGH vom 16. Juni 2015 fort. Eine Entscheidung ist in einigen Monaten zu erwarten.
18./19. Feb.	Europäischer Rat, Brüssel	Debatte u. möglicherweise Beschluss zu Großbritanniens Anliegen in Zusammenhang mit dem dort geplanten EU-Referendum sowie Debatte zur Flüchtlingskrise.
7./8. März	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Haushaltspol. Überwachung: Implikationen der Winter-Wirtschaftsprognose für Defizitverfahren, (mögl.) Lage in Zypern, Griechenland.
10. März	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Wir erwarten nun eine weitere Lockerung der Geldpolitik.
13. März	Landtagswahlen in Baden-Württemberg, Rheinland-Pfalz und Sachsen-Anhalt	Aktuelle Umfragen deuten auf Ablösung der gegenwärtigen (grün-roten bzw. rot-grünen) Landesregierungen in beiden westdeutschen Ländern hin.
17./18. März	Europäischer Rat, Brüssel	Beherrschendes Thema dürfte Flüchtlingskrise sein.
15.-17. Apr.	Frühjahrstagung IWF u. Weltbank, Washington	Debatten über Lage der Weltwirtschaft sowie an internationalen Finanzmärkten.
21. Apr.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
22.-23. Apr.	Eurogruppe und informeller ECOFIN, Amsterdam	

Quelle: Deutsche Bank Research

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

© Copyright 2016. 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

Print: ISSN 1430-7421 / Internet: ISSN 1435-0734 / E-Mail: ISSN 1616-5640