



# Ausblick Deutschland

## EZB hilft Industrien und treibt Immobilienpreise

27. Juli 2016

### Autoren

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

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

**Weniger Insolvenzen in der deutschen Industrie.** Im Zuge der Wirtschafts- und Finanzkrise von 2008/09 stieg die Zahl der eröffneten Insolvenzverfahren in der deutschen Industrie allein 2009 um 48%. Seither sinken die Insolvenzzahlen jedoch tendenziell, sodass 2015 in fast allen Industriebranchen weniger Verfahren eröffnet wurden als 2008. Für 2016 bestehen gute Chancen, dass sich der Trend fortsetzt. In den letzten Jahren hatten die jeweilige Industriekonjunktur sowie – damit zusammenhängend – die Notierung des Euro gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner einen großen Einfluss auf die Zahl der Insolvenzen.

**Dynamischeres Wachstum des Hypothekenkreditvolumens in den kommenden Jahren – makroprudentielle Risiken steigen.** Der Nachfrageüberhang im Wohnungsmarkt ist hoch und in den letzten Jahren gewachsen. Entsprechend dynamisch wächst auch die Kreditnachfrage. Das Kreditangebot könnte über weitere geldpolitische Impulse stimuliert werden. Eine schwungvollere Kreditvergabe dürfte mittelfristig die Zinsänderungsrisiken erhöhen. Bleibt das Kreditwachstum dagegen gering, steigt aufgrund des hohen Nachfrageüberhangs das Risiko von Überbewertungen und einer Hauspreisblase. Dies gilt insbesondere dann, wenn wenig neue Wohnflächen, sondern hauptsächlich Bestandsobjekte finanziert werden.

**Wohnungsmarkt kurzfristig attraktiver als der Büromarkt, langfristige Preis- und Mietkonvergenz wahrscheinlich.** Langfristig dürften sich Wohnungs- und Büromieten ähnlich entwickeln, da sowohl auf beiden Märkten gemeinsam wirkende Faktoren als auch Substitutionseffekte die Existenz eines gemeinsamen Gleichgewichts nahelegen. Angesichts des hohen Nachfrageüberhangs im Wohnungsmarkt und aufgrund von Konversionen und Umnutzungen dürften auch die Büroflächen in den kommenden Jahren knapper werden. Folglich ist ein kräftigeres Mietwachstum im Büromarkt zu erwarten, das dann zeitweilig über dem Mietwachstum im Wohnungsmarkt liegen könnte.

**EZB: Bereit, willens und fähig.** EZB-Präsident Draghi zeigte sich bei der letzten Pressekonferenz zuversichtlich darüber was seine Geldpolitik erreicht hat und noch erreichen kann – falls nötig. Er forderte mehr Aktivitäten im strukturellen Bereich. Beispielsweise würde ein Markt für notleidende Kredite (NPLs) helfen, dass NPL-Problem zu lösen, auch staatliche Kapitalspritzen könnten hier hilfreich sein. Unsere Erwartungen sind unverändert. Nach dem Brexit-Referendum sind die Abwärtsrisiken für die konjunkturelle Erholung und die Normalisierung der Inflation zwar gestiegen. Eine Absenkung des Einlagezinssatzes würde den Druck auf die Gewinnmargen der Banken aber weiter erhöhen. Das Vertrauen der EZB in ihr QE-Programm ist unerschütterter. Für September erwarten wir eine Ausweitung des Programms um 9-12 Monate sowie Maßnahmen zur Erweiterung des Pools berechtigter Wertpapiere.

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosetabellen.....	2
Weniger Insolvenzen in der deutschen Industrie.....	3
Dynamischeres Wachstum des Hypothekenkreditvolumens in den kommenden Jahren – makroprudentielle Risiken steigen .....	5
Wohnungsmarkt kurzfristig attraktiver als der Büromarkt, langfristige Preis- und Mietkonvergenz wahrscheinlich.....	9
EZB: Bereit, willens und fähig .....	14
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland.....	16
Exportindikator.....	17
Eventkalender.....	18
Datenkalender .....	18
Datenmonitor .....	19
Finanzmarktprognosen .....	20



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P	2015	2016P	2017P
Euroland	1,6	1,6	1,1	0,0	0,2	1,2	3,2	2,6	2,0	-2,1	-2,0	-1,9
Deutschland	1,7	1,7	1,3	0,2	0,5	1,5	8,5	8,1	7,6	0,7	0,0	-0,2
Frankreich	1,2	1,5	1,3	0,1	0,2	1,0	-0,2	-0,3	-0,3	-3,5	-3,3	-2,9
Italien	0,8	0,9	0,4	0,1	0,0	1,1	2,2	2,6	1,9	-2,6	-2,5	-2,4
Spanien	3,2	2,8	1,7	-0,6	-0,4	1,3	1,4	1,1	0,3	-5,1	-4,0	-3,6
Niederlande	2,0	1,3	0,9	0,2	0,2	1,1	8,6	10,5	10,2	-1,8	-1,8	-1,8
Belgien	1,4	1,2	0,9	0,6	1,7	1,8	0,0	1,0	0,8	-2,6	-2,7	-2,5
Österreich	0,8	1,1	1,1	0,8	1,1	1,7	2,6	2,7	2,7	-1,2	-1,6	-1,5
Finnland	0,2	1,1	0,7	-0,1	0,5	1,2	0,1	0,2	0,1	-2,7	-2,4	-2,4
Griechenland	-0,3	-0,7	1,2	-1,1	-0,3	0,7	0,0	1,0	0,9	-7,2	-3,7	-2,0
Portugal	1,5	1,0	1,1	0,5	0,8	1,3	0,6	1,0	0,7	-4,4	-2,8	-2,8
Irland	26,3	5,0	2,9	0,0	0,3	1,4	10,2	4,0	2,9	-2,3	-1,1	-1,1
Großbritannien	2,2	1,7	0,9	0,0	0,7	2,2	-4,7	-4,0	-3,5	-4,3	-3,0	-3,0
Dänemark	1,0	1,1	1,8	0,5	0,4	1,6	7,0	7,0	7,0	-2,5	-2,5	-2,0
Norwegen	1,1	0,8	1,8	2,2	2,9	2,4	9,0	6,5	6,5	9,0	6,5	6,5
Schweden	3,9	3,3	2,4	0,0	1,0	1,5	5,9	5,7	5,5	-0,8	-1,0	-0,5
Schweiz	0,9	1,0	1,5	-1,1	-0,7	0,3	11,4	9,0	8,0	0,3	-0,5	-0,5
Tschech. Rep.	4,3	2,6	2,7	0,3	0,7	1,6	0,9	1,1	0,5	-1,9	-1,4	-1,6
Ungarn	2,9	2,4	2,5	-0,1	0,5	1,9	4,4	4,2	3,0	-2,0	-1,9	-2,7
Polen	3,6	3,6	3,3	-0,9	-0,7	1,1	-0,2	-0,7	-1,6	-2,6	-2,9	-3,0
USA	2,4	1,5	1,7	0,1	1,4	2,0	-2,4	-2,4	-2,6	-2,4	-2,9	-2,9
Japan	0,6	0,2	1,1	0,8	-0,1	0,8	3,3	3,7	3,2	-4,0	-4,0	-3,8
China	6,9	6,6	6,5	1,4	1,8	1,8	2,8	2,8	2,4	-3,5	-4,0	-4,0
Welt	3,1	3,0	3,4	3,4	4,4	4,7						

\*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	Q4	Q1	Q2P	Q3P	Q4P	
BIP	0,3	1,6	1,7	1,7	1,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,7	0,1	0,5	0,4	
Privater Konsum	0,6	0,9	2,0	1,8	1,3	0,4	0,1	0,6	0,4	0,4	0,2	0,5	0,4	
Staatsausgaben	0,8	1,7	2,5	2,8	1,8	0,4	0,7	1,3	0,9	0,5	0,7	0,8	0,8	
Anlageinvestitionen	-1,3	3,5	2,2	2,7	1,2	1,7	-0,4	-0,3	1,4	1,8	-0,5	0,2	0,3	
Ausrüstungen	-2,3	4,5	4,8	3,0	0,0	1,9	0,5	-0,8	1,0	1,9	-0,5	0,6	0,1	
Bau	-1,1	2,9	0,3	3,0	2,2	1,8	-1,3	-0,3	2,0	2,3	-0,9	-0,2	0,4	
Lager, %-Punkte	0,6	-0,3	-0,5	0,1	0,0	-0,1	-0,3	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	
Exporte	1,6	4,0	5,4	2,5	2,8	1,5	1,8	0,2	-0,6	1,0	0,8	1,1	0,5	
Importe	3,1	3,7	5,8	4,0	3,2	2,1	0,5	1,1	0,5	1,4	1,0	1,1	0,6	
Nettoexport, %-Punkte	-0,5	0,4	0,3	-0,5	0,0	-0,2	0,6	-0,3	-0,5	-0,1	0,0	0,1	0,0	
Konsumentenpreise*	1,5	0,9	0,2	0,5	1,5	0,0	0,5	0,1	0,3	0,3	0,1	0,7	1,1	
Arbeitslosenquote, %	6,9	6,7	6,4	6,2	6,6	6,5	6,4	6,4	6,3	6,2	6,1	6,2	6,4	
Industrieproduktion	0,1	1,5	0,5	1,3										
Budgetsaldo, % BIP	-0,1	0,3	0,7	0,0	-0,2									
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	77,2	74,7	71,2	69,4	67,4									
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,5	7,3	8,5	8,1	7,6									
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	190	213	257	255	247									

\*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



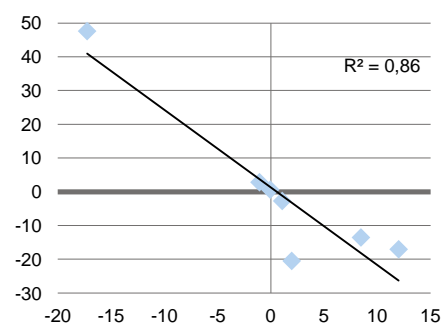
## Weniger Insolvenzen in der deutschen Industrie

- Im Zuge der Wirtschafts- und Finanzkrise von 2008/09 stieg die Zahl der eröffneten Insolvenzverfahren in der deutschen Industrie allein 2009 um 48%. Seither sinken die Insolvenzzahlen jedoch tendenziell, sodass 2015 in fast allen Industriebranchen weniger Verfahren eröffnet wurden als 2008.
- Für 2016 bestehen gute Chancen, dass sich der Trend fortsetzt. In den letzten Jahren hatten die jeweilige Industriekonjunktur sowie – damit zusammenhängend – die Notierung des Euro gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner einen großen Einfluss auf die Zahl der Insolvenzen.

Enger Zusammenhang\*

1

X: Reale Produktion im Verarb. Gew., DE, % gg. Vj.  
Y: Insolvenzverf.\*\* im Verarb. Gew., DE, % gg. Vj.



\* Dargestellt ist die Korrelation für den Zeitraum 2009 bis 2015

\*\* Maßgeblich sind die eröffneten Insolvenzverfahren

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die globale Wirtschafts- und Finanzkrise 2008/09 hinterließ in der Insolvenzstatistik der deutschen Industrie tiefe Spuren. Allein 2009 stieg hierzulande die Zahl der eröffneten Insolvenzverfahren im Verarbeitenden Gewerbe um 48%. Parallel dazu nahm die inländische Industrieproduktion um real über 17% ab. Im Zuge der raschen gesamtwirtschaftlichen Erholung der Jahre 2010 und 2011 sank die Insolvenzzahl in der deutschen Industrie jedoch wieder deutlich, und zwar um 17% bzw. 13,5%. Dies ging mit einer Expansion der Industrieproduktion um real 12% bzw. 8,5% einher. Seither setzt sich das Muster fort, dass in Zeiten mit sinkender Produktionstätigkeit die Insolvenzzahlen in der Industrie tendenziell steigen – und umgekehrt:

- So nahm 2012 und 2013 die inländische Industrieproduktion jeweils leicht ab, während sich die Zahl der Insolvenzverfahren geringfügig erhöhte.
- 2014 und 2015 war eine entgegengesetzte Entwicklung zu beobachten: Die Fertigung nahm um 2% bzw. 1,1% zu. Zugleich verminderte sich die Zahl der Insolvenzen in der deutschen Industrie um 20,5% bzw. 2,7%.

Insgesamt lag die Zahl der eröffneten Insolvenzverfahren im hiesigen Verarbeitenden Gewerbe 2015 um 15% unter dem Niveau von 2008 und um knapp 43% unter dem Wert von 2009. Alles in allem also eine sehr erfreuliche Entwicklung.

Es ist wenig überraschend, dass die jeweilige Industriekonjunktur die Insolvenzzahlen im Verarbeitenden Gewerbe beeinflusst. Die wirtschaftliche Entwicklung hängt natürlich von vielen Faktoren ab, die damit direkt oder indirekt auch maßgeblich für die Insolvenzzahlen sind. Zu nennen ist der Wechselkurs: So wertete der Euro gegenüber den Währungen der deutschen Handelspartner von Ende 2008 bis Ende 2009 sowie von Mitte 2012 bis Ende 2013 im Durchschnitt um rd. 8% bzw. mehr als 10% auf. Dies verschlechterte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen im Ausland. Hierin dürfte ein (weiterer) Grund dafür liegen, dass die Zahl der eröffneten Insolvenzverfahren 2009 sowie in den Jahren 2012 und 2013 anstieg. Die Aufwertung des Euro belastete in den betreffenden Jahren auch die deutschen Exporte.

Umgekehrt dürfte die Abwertung des Euro um rd. 13% zwischen Anfang 2014 und Anfang 2015 zu dem erwähnten außerordentlich starken Rückgang der Insolvenzzahlen des Jahres 2014 in der Industrie (-20,5%) beigetragen haben.

Auch die Erzeugerpreise haben einen gewissen Einfluss auf die Ertragskraft und letztlich auf die Insolvenzzahlen in der Industrie. Im hier gewählten Betrachtungszeitraum ist der empirische Zusammenhang jedoch nicht eindeutig. 2009 nahmen die Erzeugerpreise ab – passend zu den steigenden Insolvenzzahlen. Von 2010 bis 2012 erholten sich die Erzeugerpreise wieder und tendieren seither leicht nach unten; dagegen ging 2014 und 2015 die Zahl eröffneten Insolvenzverfahren zurück.

Setzt man die Zahl der eröffneten Insolvenzverfahren aus der Insolvenzstatistik ins Verhältnis zur Zahl der umsatzsteuerpflichtigen Unternehmen aus der Umsatzsteuerstatistik, erhält man im Ergebnis eine „Insolvenzquote“. Diese Quote spiegelt die tendenziell positive Entwicklung der letzten Jahre wider. So lag die



Insolvenzquote 2009 bei 1,08%. Bis 2014 (neuere Zahlen liegen noch nicht vor) sank sie auf 0,66%.

## Unterschiedliche Entwicklung auf Branchenebene

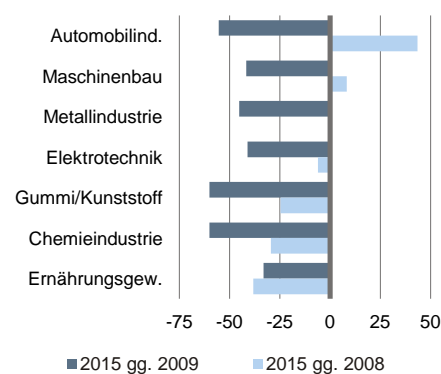
Der skizzierte Trend bei den eröffneten Insolvenzverfahren im Verarbeitenden Gewerbe ist auch in vielen deutschen Industriebranchen in Grundzügen zu beobachten. Gleichwohl gibt es in einzelnen Jahren große Ausschläge bei den Veränderungsraten der Insolvenzzahlen. Diese großen Schwankungen sind zum Teil auch darauf zurückzuführen, dass die Gesamtzahl der eröffneten Insolvenzverfahren in einzelnen Branchen recht gering ist.

Betrachtet man die großen Industriesektoren, fiel im Rezessionsjahr 2009 der Anstieg der Insolvenzverfahren in der Automobilindustrie inklusive Kfz-Zulieferer (+222%), in der Gummi- und Kunststoffindustrie (+88%), im Maschinenbau (85%) sowie in der Metallindustrie (+83%) am größten aus. Im gleichen Jahr waren auch überdurchschnittlich starke Rückgänge der jeweiligen sektorspezifischen inländischen Produktion zu verzeichnen; in den besonders exportintensiven Sektoren Automobilindustrie und Maschinenbau wirkte die erwähnte Aufwertung des Euro belastend. In allen Branchen folgten – parallel zum Trend im gesamten Verarbeitenden Gewerbe – zwei Jahre mit zum Teil stark sinkenden Insolvenzzahlen. Auffällig ist die abweichende Entwicklung im Ernährungsgewerbe. Hier nahm die Zahl der Insolvenzverfahren 2009 sogar um knapp 8% ab. Dass die Rezession in Deutschland nicht zu einem Anstieg der Insolvenzverfahren im Ernährungsgewerbe geführt hat, hängt damit zusammen, dass die Nachfrage nach Lebensmitteln wenig preiselastisch ist; auch der Wechselkurs ist weniger relevant. Gleichwohl folgte 2010 ein leichter Anstieg der Insolvenzzahlen in der Branche.

In vielen Branchen weniger Insolvenzen als vor der Krise

2

Veränderung der Zahl der eröffneten Insolvenzverfahren in Industriebranchen, DE, %



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

In den Jahren 2012 bis 2015 existiert bei der Entwicklung der Insolvenzzahlen über alle Industriesektoren hinweg kein einheitliches Muster. Lediglich der generelle Trend zeigt in die gleiche Richtung: 2015 lagen in allen Branchen die Insolvenzzahlen unter dem Niveau von 2009. Dies gilt für die meisten Wirtschaftszweige auch dann, wenn man die Zahl der Insolvenzen des Jahres 2015 mit dem Wert von 2008 vergleicht. Hier gibt es jedoch einige prominente Ausnahmen. So übertraf in der Automobilindustrie die Zahl der Insolvenzen 2015 das Niveau von 2008 noch immer um gut 43%. Im Maschinenbau waren es gut 8%. In der Metallindustrie lag das Niveau 2015 fast genauso hoch wie 2008. Fairerweise muss man bei der Beurteilung der Insolvenzzahlen in der Automobilindustrie berücksichtigen, dass die absolute Zahl der eröffneten Insolvenzverfahren 2015 mit 33 den Wert von 2008 „nur“ um zehn Verfahren übertraf.

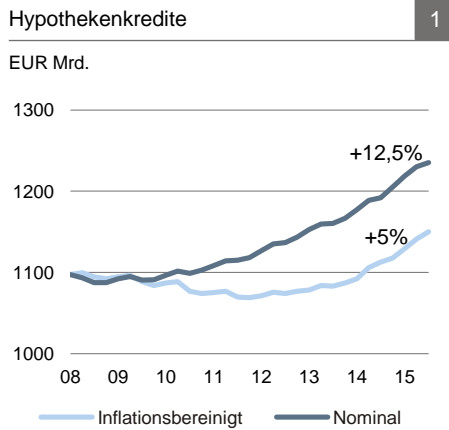
Ein abschließender Blick auf die Insolvenzquoten des Jahres 2015 zeigt, dass der Maschinenbau unter den großen Industriebranchen mit 0,91% über dem Durchschnitt liegt. Dagegen verzeichnen die Baustoffindustrie (0,36%), die Pharmaindustrie (0,43%) sowie die Chemieindustrie (0,55%) relativ niedrige Insolvenzquoten.

Unter dem Strich sind die Spuren der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise in der Insolvenzstatistik der deutschen Industrie inzwischen weitgehend verwischt. Fast alle Sektoren verzeichneten 2015 weniger Insolvenzen als 2008. Für 2016 bestehen gute Chancen, dass die Zahl der Insolvenzen in der deutschen Industrie erneut sinkt. Im 1. Quartal lag die Zahl der eröffneten Verfahren immerhin um knapp 5% unter dem entsprechenden Vorjahresniveau. Gleichwohl bestehen Risiken. Sie liegen u.a. in einer Aufwertung des Euro sowie – damit durchaus zusammenhängend – in einer konjunkturellen Eintrübung; beide Risiken sind nach dem „Brexit-Beschluss“ größer geworden.

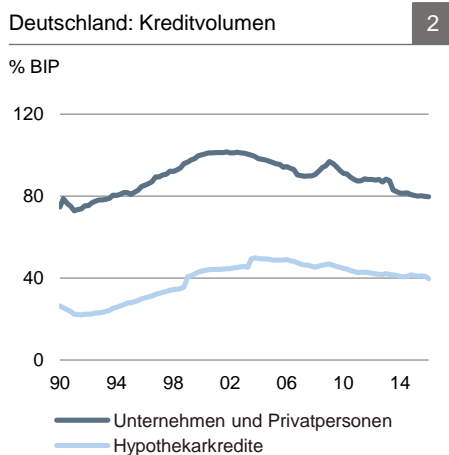
Eric Heymann (+49 69 910-31730, eric.heyman@db.com)  
Anina-Katharina Thiel



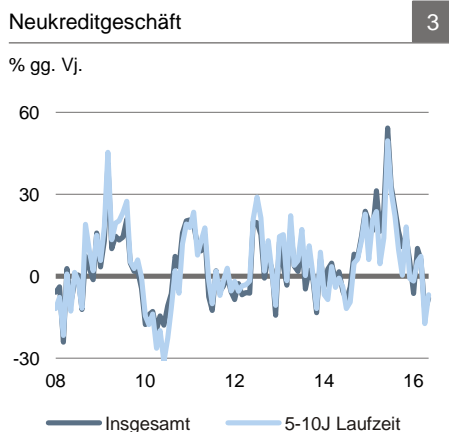
## Dynamischeres Wachstum des Hypothekenkreditvolumens in den kommenden Jahren – makroprudentielle Risiken steigen



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

- Im aktuellen Hauspreiszyklus von 2009 bis heute war trotz rasanter Preisentwicklung die Dynamik des Neukreditgeschäfts sehr gedämpft. Nur im letzten Jahr stieg über die Sommermonate das Kreditwachstum deutlich – in der Spitze um 50% gegenüber dem Vorjahresmonat. Die Einführung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie im März dieses Jahres dämpfte dann wieder die Kreditvergabe. Da dieser Rückgang aber hauptsächlich auf umfangreiche Anpassungsmaßnahmen bei den Kreditinstituten zurückzuführen ist, erwarten wir eine baldige Erholung.
- Das aktuelle Immobilien- sowie volkswirtschaftliche Umfeld bleibt günstig. Der Nachfrageüberhang im Wohnungsmarkt ist hoch und in den letzten Jahren gewachsen. Entsprechend dynamisch wächst auch die Kreditnachfrage. Das Kreditangebot könnte über weitere geldpolitische Impulse stimuliert werden. So erwarten wir eine Verlängerung des Anleihekaufprogramms über März 2017 hinaus.
- Eine schwungvollere Kreditvergabe dürfte mittelfristig die Zinsänderungsrisiken erhöhen. Unter folgenden drei Bedingungen bleiben diese aber beherrschbar: konservative Tilgungssätze, niedrige Beleihungswerte und ein Neukreditgeschäft das hilft, neuen Wohnraum zu kreieren. Bleibt das Kreditwachstum dagegen gering, steigt aufgrund des hohen Nachfrageüberhangs das Risiko von Überbewertungen und einer Hauspreisblase. Dies gilt insbesondere dann, wenn wenig neue Wohnflächen, sondern hauptsächlich Bestandsobjekte finanziert werden.

### Entwicklung des Kreditbuchs seit dem Jahr 2009

Der deutsche Hypothekemarkt ist im aktuellen Hauspreiszyklus von 2009 bis heute vor allem durch das konservative Verhalten von Banken und Kreditnehmer geprägt. So ist trotz bundesweiter Preissprünge von rund 35% das Kreditbuch nur wenig gewachsen (inflationbereinigt +5%, nominal 12,5%). Bis 2014 kann man sogar von einem kreditlosen Zyklus sprechen, da die bis dahin leicht anziehende Neukreditvergabe von höheren Tilgungsraten und der Inflation ausgeglichen wurde. Wie schwach das Kreditwachstum war, lässt sich auch am Schuldenstand relativ zum BIP ablesen. So fiel das Hypothekenvolumen relativ zum BIP von 47% im Jahr 2009 auf unter 40% in 2016. Erst 2015 stieg das Volumen der deutschen Hypothekenkredite um 3,5% gegenüber dem Vorjahr durch ein kräftiges Wachstum des Neugeschäfts.

### Hohe Kreditdynamik im Neugeschäft im Sommer 2015

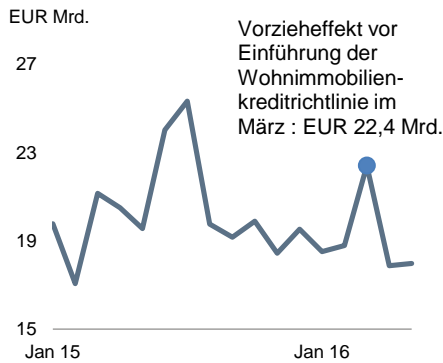
Wie erwähnt entwickelte sich das Neugeschäft im letzten Jahr rasant – in einigen Sommermonaten wuchs es um 50% gegenüber dem Vorjahresmonat. Getrieben wurde diese Entwicklung womöglich durch das Absinken der 5- bis 10-jährigen Hypothekenzinsen. So fielen die durchschnittlichen Hypothekenzinsen im Mai 2016 auf das Allzeittief von 1,6% und lagen 2015 bei rund 2% – rund 0,5%-Punkte unter dem Jahresdurchschnitt des Jahres 2014. Eine weitere Ursache für das starke Kreditwachstum könnte auch die politische Hängepartie in Griechenland gewesen sein. Diese könnte erneut zu einer Flucht in Sicherheit und zu ausländischen Kapitalzuflüssen in den deutschen Häusermarkt geführt und auch die inländische Kreditvergabe angekurbelt haben. Dazu passt die besonders hohe Preisdynamik im Sommer 2015 – in der Spitze stiegen die Preise um 8% gegenüber dem Vorjahresmonat.



Ausblick Deutschland

Monatliche Neukreditvergabe

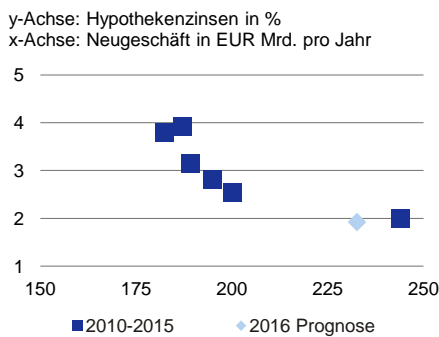
4



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Zinsen und Neukreditgeschäft

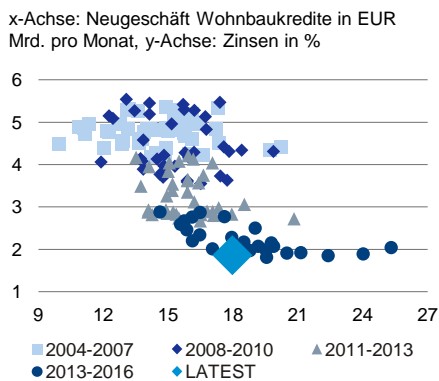
5



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Rasante Entwicklung bei neuen Wohnbaukrediten

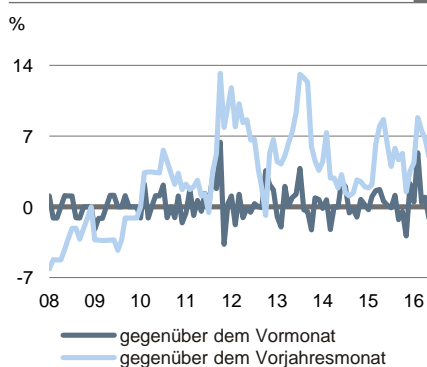
6



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Monatliche Hauspreise: Wachstum

7



Quellen: Hypoport, Deutsche Bank Research

Bremsspuren durch Wohnimmobilienkreditrichtlinie

Die am 21. März 2016 in Kraft getretene Wohnimmobilienkreditrichtlinie (WoKRi) führte bundesweit zunächst zu Vorzieheffekten. So stieg das Neukreditgeschäft von Hypothekenkrediten im März auf EUR 22,4 Mrd. – ein Plus von 20% gegenüber Februar. Im April und Mai dagegen war das Neugeschäft deutlich zurückhaltender und fiel unter EUR 18 Mrd., den niedrigsten Wert seit Anfang 2015. Diese zurückhaltende Entwicklung kommt nicht überraschend, da die WoKRi eine Neugestaltung der Arbeitsabläufe in der Kreditvergabe nötig macht. Vor allem die Neuerung für den Vertrieb mit Sachkundenachweis für die Berater, Trennung zwischen Tippgeber, Kundenvermittlung mit und ohne Beratung sowie umfangreiche Informationspflichten dürften zunächst belasten. Einige Pressemeldungen suggerieren dagegen einen dauerhaften Rückgang der Kreditvergabe zum Beispiel an ältere Kreditnehmer<sup>1</sup>. Jedoch dürften in vielen Fällen auch im Rahmen des neuen Regelwerks Lösungen gefunden werden und lediglich ein Lernprozess nötig sein. Anhand des Bank Lending Surveys (BLS) im ersten Quartal konnte man diese Entwicklung bereits frühzeitig erkennen. Dort wurden von den Umfrageteilnehmern bereits striktere Kreditstandards für das zweite Quartal erwartet. Laut BLS dürften diese auch im dritten Quartal ihre Bremsspuren hinterlassen. Wir vermuten aber, dass im Laufe der zweiten Jahreshälfte die Umstellung auf die WoKRi größtenteils vollzogen ist und dann wieder eine Belebung des Neukreditgeschäfts einsetzt.

Argumente für eine Belebung des Neukreditgeschäfts

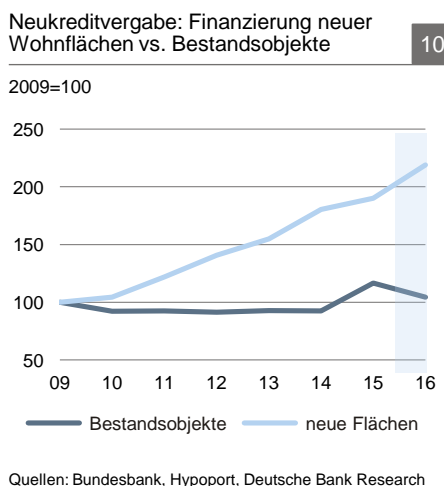
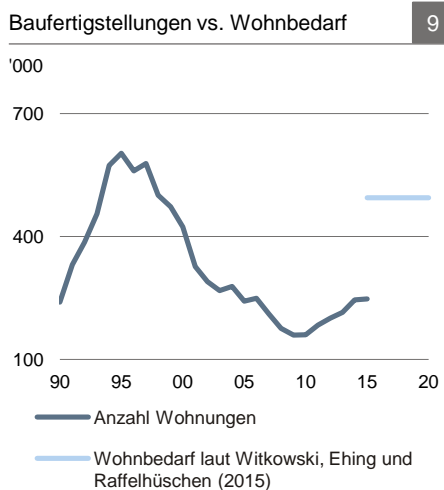
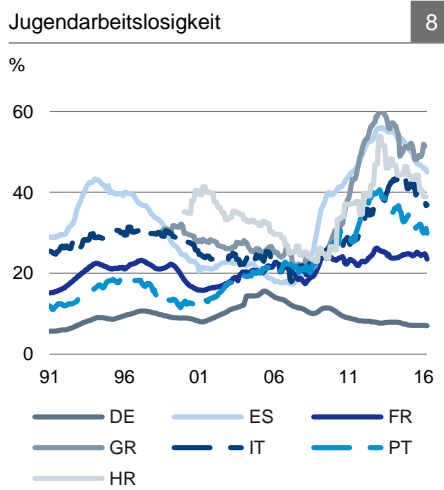
Erstens, mit der Absenkung des EZB-Einlagenzinses auf -0,4% im März dieses Jahres dürfte im aktuellen Banken- und Finanzmarktumfeld wenig Spielraum für weitere Leitzinssenkungen der EZB vorhanden sein. Zweitens, hat die Ausweitung des EZB-Anleihekaufprogrammes im Juni 2016 von EUR 60 Mrd. auf EUR 80 Mrd. pro Monat dazu beigetragen, die Zinskurve bis zu den 15-jährigen Bundesanleihen in den negativen Bereich zu drücken. Die niedrigen Zinsen dürften fortbestehen, da wir in den nächsten Monaten eine Verlängerung der Dauer des Anleihekaufprogrammes über März 2017 hinaus erwarten. Drittens, hat die oben beschriebene Kreditdynamik im Sommer letzten Jahres bereits gezeigt wie nichtlinear das Neugeschäft auf sinkende Hypothekenzinsen reagiert (Grafik 6). Bisher blieben im Jahr 2016 die durchschnittlichen Hypothekenzinsen im Neukreditgeschäft abermals deutlich unter 2% und lagen im Mai bei 1,6%. Auch das aktuell günstigste Baufinanzierungsangebot, die Topzinsen von Dr. Klein<sup>2</sup>, fallen regelmäßig auf neue Tiefststände und liegen aktuell bei 5-jähriger Sollzinsbindung bei 0,7%. Diese Entwicklung dürfte also potenziell das Kreditgeschäft beleben. Viertens, wie im letzten Jahr während der Griechenlandkrise dürften in diesem Jahr erneut die Krisenmomente Preistreiber sein und damit das Kreditgeschäft stimulieren. Zum Jahreswechsel stieg nach dem Zinsschritt der Fed im Dezember die globale Finanzmarktvolatilität stark an, worauf im Februar die deutschen Hauspreise um 5% gegenüber dem Vormonat stiegen (fast 9% gegenüber dem Vorjahresmonat). Anschließend blieben bis Mai (letzter beobachteter Monat) die Hauspreise stabil. Angesichts der erneuten Volatilität in den Finanzmärkten nach dem „Ja“ zum Brexit wäre ein erneutes Anziehen der deutschen Wohnungspreise – gerade im Großraum Frankfurt – im Juni und Juli nicht überraschend. Diese zahlreichen Argumente lassen uns ein dynamischeres Wachstum des Neukreditgeschäfts erwarten. Diese Belebung dürfte jedoch erst im Laufe des zweiten Halbjahres sichtbar werden, da zunächst die WoKRi dämpfend wirkt.

<sup>1</sup> IW Köln (2016), "Wir sehen immer nur die Risiken"

<sup>2</sup> Siehe www.drklein.de



## Auswirkungen auf das Kreditbuch bis zum Jahr 2020



Den 247.700 fertiggestellten Wohnungen im Jahr 2015 steht eine deutlich höhere Nachfrage gegenüber. Der Nachfrageüberhang dürfte also abermals gestiegen sein und sein Abbau noch mehrere Jahre dauern. Angesichts der guten Wirtschaftsdynamik, insbesondere der starken Beschäftigungsentwicklung und niedrigen Arbeitslosenraten, dürfte die Arbeits- und Flüchtlingsmigration nach Deutschland anhalten. Insbesondere junge Arbeitskräfte dürften unsere Jugendarbeitslosenrate von 7% als ein Versprechen für eine bessere Zukunft erachten. Zum Vergleich: die Jugendarbeitslosenraten in Portugal, Italien, Kroatien, Spanien und Griechenland liegen zwischen 30% und 50% und selbst in Frankreich ist sie mit 23,5% mehr als dreimal so hoch wie in Deutschland. Folglich bleiben die Migrationsströme nach Deutschland wohl bestehen und die Wohnnachfrage steigt weiter – manche Studien ermitteln einen Baubedarf von fast 500.000 Wohnungen pro Jahr.<sup>3</sup> Angesichts der entsprechend hohen Kreditnachfrage hängen die künftige Entwicklung des Kreditvolumens und die damit einhergehenden makroprudentiellen Risiken vor allem von der Kreditvergabe der Banken ab. Grundsätzlich halten wir es dabei für sinnvoll, drei Szenarien zu unterscheiden.

- (1) Im ersten Szenario weiten die Banken das Kreditangebot massiv aus, vergeben aber vor allem Kredite zum Kauf von Bestandsobjekten. In diesem Szenario baut sich der Nachfrageüberhang im Wohnungsmarkt nicht ab. Die Preisdynamik wird durch die Kreditvergabe angeheizt, wodurch das Risiko für Überbewertungen und gegen Ende des Jahrzehntes dann auch für Hauspreisblasen weiter steigt. Entsprechend würden auch die makroprudentiellen Risiken für das Kreditbuch der Banken steigen.
- (2) Im zweiten Szenario bleiben die Banken risikoavers und weiten das Kreditangebot nicht aus. Dies begrenzt zwar kurzfristig die Risiken in den Kreditbüchern, verursacht aber womöglich einen Katapulteffekt. Denn der Nachfrageüberhang im Wohnungsmarkt dürfte sich so weiter aufbauen, entsprechend erhöht sich der Preisdruck und das Risiko von Überbewertungen und am Ende des Jahrzehntes einer Hauspreisblase steigt deutlich an.
- (3) Im dritten Szenario tragen die Banken durch eine stärkere Kreditvergabe zur Ankurbelung des Neubaus bei und helfen damit den Nachfrageüberhang im Wohnungsmarkt zu reduzieren. Der Druck auf die Hauspreise und das Risiko massiver Überbewertungen sinkt. Allerdings steigen in diesem Szenario die Zinsänderungsrisiken. Denn über Jahre niedrige Kapitalmarktzinsen reduzieren in Deutschlands Kreditbuch sukzessive den durchschnittlichen Hypothekenzins. Womöglich fallen am Ende des Jahrzehntes die durchschnittlichen Hypothekenzinsen sogar unter 2% von aktuell wohl rund 4-5%. Durch kräftige Zinserhöhungen könnten sich dann potenziell makroprudentielle Risiken realisieren.

Diese drei Szenarien beschreiben die grundsätzlichen Weichenstellungen, denen sich Banken und Regulierer gegenübersehen. Das aus makroprudentieller Sicht günstigste Szenario ist vermutlich das Dritte. Denn höhere Zinsänderungsrisiken sind relativ zu den durch eine Hauspreisblase hervorgerufenen Risiken eher verkraftbar. Dies gilt besonders für Deutschland, da der Großteil der vergebenen Kredite weiterhin mit fester Zinsbindung und zu langen Laufzeiten erfolgt. Negative Auswirkungen von höheren Zinsänderungsrisiken auf Bankbilanzen können durch konservative Mindesttilgungssätze und Beleihungswerte reduziert werden. Banken und Regulierer sollten dabei ihr Augenmerk darauf richten neue Wohnflächen zu finanzieren, um den Preisdruck im Wohnungsmarkt abzubauen. Im aktuellen fast kreditlosen Zyklus ist dies womöglich die wichtigste

<sup>3</sup> Witkowski, Ehing und Raffelhüschen (2016). „Zur Wirkung der „Flüchtlingskrise“ auf die langfristige Wohnimmobiliennachfrage in Deutschland“.

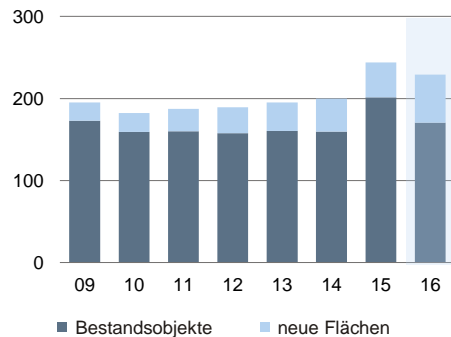


## Ausblick Deutschland

Neukreditvergabe: Finanzierung neuer Wohnflächen vs. Bestandsobjekte

11

EUR Mrd.

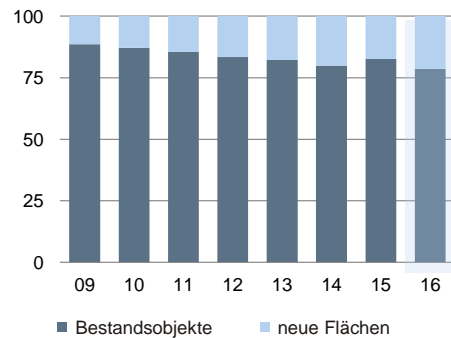


Quellen: Bundesbank, Hypoport, Deutsche Bank Research

Neukreditvergabe: Finanzierung neuer Wohnflächen vs. Bestandsobjekte

12

%



Quellen: Bundesbank, Hypoport, Deutsche Bank Research

te makroprudentielle Kennzahl, denn nur durch die Finanzierung neuer Wohnflächen kann der Preisdruck abebben. Die Kreditvergabe zum Kauf von Bestandsobjekten wirkt dagegen preistreibend. Hier könnte auch die offizielle Kreditstatistik verbessert werden, denn sie weist in ihrer monatlichen Statistik lediglich das gesamte Neukreditgeschäft aus. Unseren eigenen Berechnungen zu Folge ist die Finanzierung neuer Wohnflächen im aktuellen Zyklus sukzessive gestiegen und lag 2015 mit mehr als EUR 40 Mrd. doppelt so hoch wie im Jahr 2009. Damit liegt der Anteil aber nur bei 20% des gesamten Neugeschäfts (Grafik 12). Der Großteil der Kreditvergabe erfolgt weiterhin zur Finanzierung von Bestandsobjekten und trägt deshalb eher zu weiteren Preissteigerungen bei.

### Zusammenfassung

Es gibt gute Gründe eine dynamischere Kreditentwicklung für die kommenden Jahre zu erwarten. Kurzfristig dürften die lockere Geldpolitik und durch die erhöhte Unsicherheit ausgelöste Kapitalflüsse in sichere Häfen weitere Impulse setzen, wenngleich aktuell durch die Einführung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie (WoKRI) temporär dämpfende Effekte vorhanden sind. Langfristig, also in den kommenden Jahren, dürfte der hohe Nachfrageüberhang am Wohnungsmarkt die Kreditvergabe kräftig ankurbeln. Die dadurch potenziell entstehenden makroprudentiellen Risiken dürften auch bei weiter steigenden Preisen, insbesondere unter folgenden drei Bedingungen, beherrschbar bleiben: konservative Tilgungssätze, niedrige Beleihungswerte und ein Neukreditgeschäft, das hilft neuen Wohnraum zu kreieren.

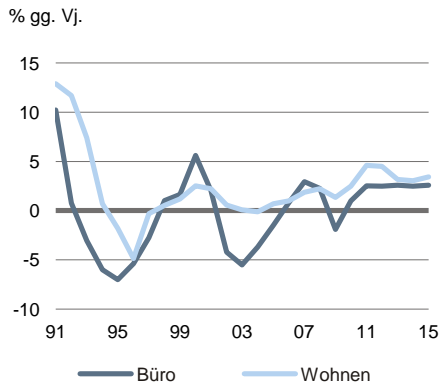
Jochen Möbert (+49 69 910-31727, [jochen.moebert@db.com](mailto:jochen.moebert@db.com))





## Wohnungsmarkt kurzfristig attraktiver als der Büromarkt, langfristige Preis- und Mietkonvergenz wahrscheinlich

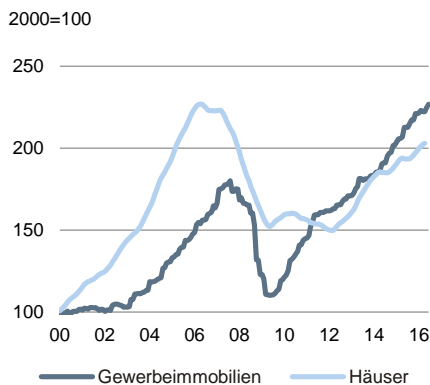
1991-2015 Deutschland: Mietveränderungen



Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

- Im aktuellen Zyklus von 2009 bis heute stiegen die Wohnungsmieten kräftiger als die Büromieten. Der große Nachfrageüberhang im Wohnungsmarkt einerseits und der recht hohe Leerstand im Büromarkt andererseits können diese Divergenz erklären, die kurzfristig fortbestehen dürfte.
- Langfristig dürften sich Wohnungs- und Büromieten aber ähnlich entwickeln, da sowohl auf beiden Märkten gemeinsam wirkende Faktoren als auch Substitutionseffekte die Existenz eines gemeinsamen Gleichgewichts nahelegen. Angesichts des hohen Nachfrageüberhangs im Wohnungsmarkt und aufgrund von Konversionen und Umnutzungen dürften auch die Büroflächen in den kommenden Jahren knapper werden. Folglich ist ein kräftigeres Mietwachstum im Büromarkt zu erwarten, das dann zeitweilig über dem Mietwachstum im Wohnungsmarkt liegen könnte.
- Aktuell liegen in vielen deutschen Städten die Wohnungsmieten über den Bürodurchschnittsmieten außerhalb der Innenstadt, während seit der Wiedervereinigung meistens die Büromieten teurer waren. Daher dürfte eine Angleichung wohl hauptsächlich über stärker steigende Büromieten erfolgen.

2000-2016 USA: Immobilienpreise



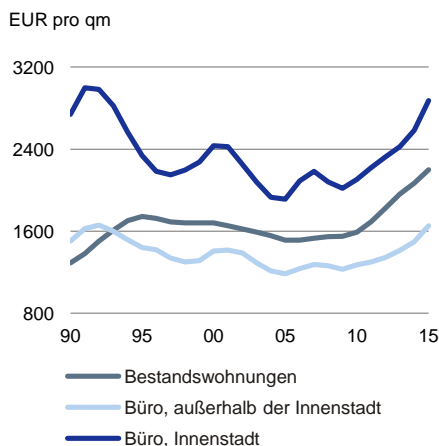
Quellen: GSA, Case&Shiller, Deutsche Bank Research

### Wechselbeziehung zwischen Wohnungs- und Büromarkt

Die globale Finanzkrise im Jahr 2008 hatte ihren Ursprung im US-Häusermarkt. In den USA fielen jedoch nicht nur die Hauspreise massiv, sondern mit einigem zeitlichen Abstand auch die Preise für Büroimmobilien. Ähnlich starke Bewegungen in beiden Immobilienmärkten waren auch in europäischen Ländern zu beobachten. Doch nicht nur in Krisenzeiten, sondern auch in normalen Konjunktur- und Immobilienzyklen gibt es tendenziell eine gleichlaufende Entwicklung. Dabei kann man folgende Wechselbeziehungen zwischen Wohnungs- und Büromarkt beobachten:

1. Langfristige Konvergenz von Miet- und Preisveränderungen
2. Kurzfristig unterschiedliche, auch gegenläufige Dynamiken möglich
3. Viele regionale und lokale Sondereffekte – Beispiel: Unistädte.

1990-2015 Deutschland: Büro- und Wohnungspreise



Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

### 1. Ursachen für langfristige Konvergenz

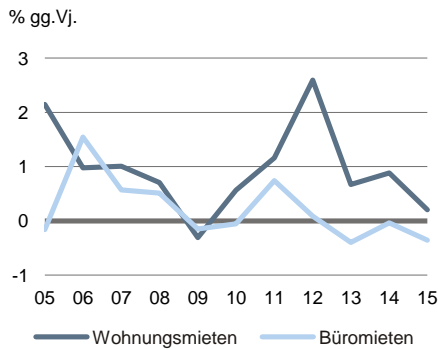
Ursächlich für die langfristige Konvergenz sind vor allem auf beiden Märkten gemeinsam wirkende Faktoren. Im aktuellen Immobilienzyklus von 2009 bis heute erhöhte das makroökonomische Umfeld, wie eine gute Beschäftigungslage und steigende Löhne, in beiden Märkten die Nachfrage. Gleiches gilt für die Kreditdynamik und die Finanzierungsbedingungen. Das gestiegene Interesse an Immobilien als Anlageklasse von institutionellen Investoren, Versicherungen und Pensionsfonds dürfte risikobereinig zu ähnlichen Renditeerwartungen und damit auch zu ähnlichen Miet- und Preisveränderungen im Wohn- und Büromarkt beitragen. Das wirtschaftspolitische Umfeld und die aktuell verfolgten generellen Regulierungsgrundsätze unterstützen ebenfalls einen Gleichlauf der beiden Märkte. Neben den gemeinsam wirkenden Faktoren tragen auch Substitutionseffekte zur langfristigen Konvergenz der Märkte bei. Im aktuellen Zyklus haben viele Städte durch Umnutzung und Konversion von Gewerbeimmobilien zusätzlichen Wohnraum geschaffen. Entsprechend sanken durch die hohe Nachfrage nach Wohnraum auch die Leerstände im Büromarkt. Die Knappheit



## Ausblick Deutschland

18 Unistädte vs. Deutschland:  
Differenz der Mietveränderungen

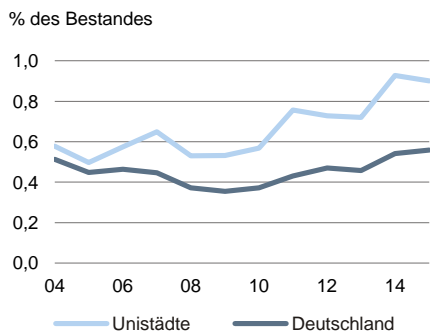
4



Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

18 Unistädte vs. Deutschland:  
Fertiggestellte Wohnungen

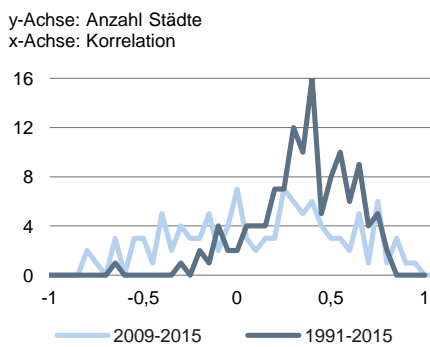
5



Quellen: Bulwiengesa, Deutsche Bank Research

Histogramm: Korrelationen  
zwischen Wohn- und Büromieten

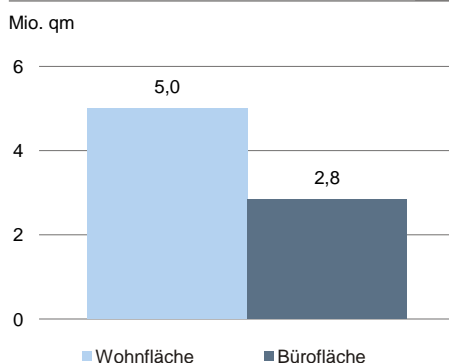
6



Quellen: Bulwiengesa, Deutsche Bank Research

2015 Neubau: Wohn- vs. Bürofläche

7



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

an Bauland ist aktuell wohl einer der wichtigsten Preistreiber für beide Märkte. Die Anreize, ungenutztes Bauland möglichst gewinnbringend zu bebauen, erhöhen das Angebot im teureren Markt, was über reduzierten Preisdruck zur langfristigen Konvergenz der Märkte beiträgt. Zu guter Letzt wirken auch beim Bauen selbst Substitutionseffekte, denn Arbeitskräfte und Maschinen, die Wohnungen bauen, bauen keine Büros. Gemeinsame Faktoren und Substitutionseffekte benötigen zur Annäherung an ein Gleichgewicht tendenziell viele Jahre. Dies liegt auch an den zahlreichen regulatorischen und gesetzlichen Eingriffen in erster Linie im Wohnungsmarkt. Beispielsweise dämpften bereits vor Einführung der Mietpreisbremse die Mietspiegel und die ortsübliche Miete die Mieterhöhungen im Wohnungsmarkt.

## 2. Ursachen für kurzfristige Divergenz

Den Argumenten für eine langfristige Konvergenz stehen eine Reihe kurzfristig wirkender Faktoren gegenüber. Die für alle Immobilienmärkte typische geringe Angebotselastizität führt aufgrund einer temporär unterschiedlich starken Büro- und Wohnnachfrage quasi zwangsläufig zu zyklischen Divergenzen. Zum Beispiel erhöhen Zuwanderer, die erst nach langer Ausbildung am Arbeitsmarkt zur Verfügung stehen, zunächst die Wohnnachfrage stärker als die Büronachfrage. Folglich steigen die Wohnungsmieten kräftiger als die Büromieten, bis nach einigen Jahren das Wohnungsangebot die Nachfrage übertrifft und der Mietdruck abebbt. Gleichzeitig ist der Qualifizierungsgrad der Zuwanderer potenziell gestiegen und erhöht nun die Büronachfrage. Die Mietdynamik im Büromarkt übertrifft dann womöglich das Wachstum im Wohnungsmarkt und die kurzfristig bestehenden Divergenzen bauen sich ab oder kehren sich sogar um.

## 3. Viele regionale und lokale Sonderfaktoren

Gerade in den Wohn- und Büroimmobilienmärkten einzelner Städte können über die allgemeinen Unterschiede und Gemeinsamkeiten zwischen beiden Märkten hinaus auch regional- und stadtspezifische Besonderheiten auftreten. Solche waren beispielsweise nach der Wiedervereinigung in vielen ostdeutschen Städten zu beobachten. So gab es von 1991 bis 2015 immerhin 13 Städte, in denen Wohnungs- und Büromieten eine negative Korrelation und damit eine langfristige Divergenz aufwiesen (Grafik 6). Dies ist zum Teil auf Sondereffekte nach der Wiedervereinigung zurückzuführen. Im ostdeutschen Wohnungsmarkt gab es hohe Mietsteigerungen. Beispielsweise stiegen die Wohnungsmieten von 1991 bis 2015 in Dresden, Greifswald und Leipzig mit 5% pro Jahr und in Potsdam sogar mit 6% pro Jahr. Aufgrund der im Osten sehr niedrigen Mieten wurden Übergangsregelungen getroffen, um noch höhere Mietpreissteigerungen zu vermeiden. Die Büromieten fielen gleichzeitig nahezu kontinuierlich. Hier verursachte der Niedergang der ostdeutschen Industrie und der staatlich geförderte Bauboom hohe Leerstände im Büromarkt. Bundesweit lag die durchschnittliche Korrelation über 126 Städte (alle bulwiengesa-Städte) zwischen Wohnungs- und Büromieten von 1991 bis 2015 deutlich im positiven Bereich (Mittelwert: 0,4). Im aktuellen Zyklus von 2009 bis heute ist sie erwartungsgemäß geringer (0,12), was die aktuelle kräftige Dynamik im Wohnungsmarkt und schwächere Dynamik im Büromarkt widerspiegelt.

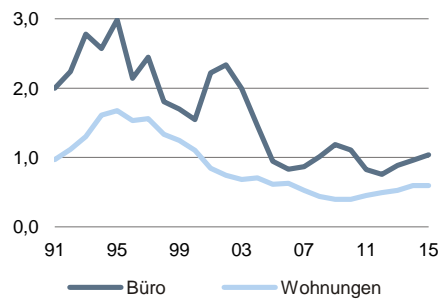


Ausblick Deutschland

Deutschland: Neubauquoten

8

in % des Bestandes

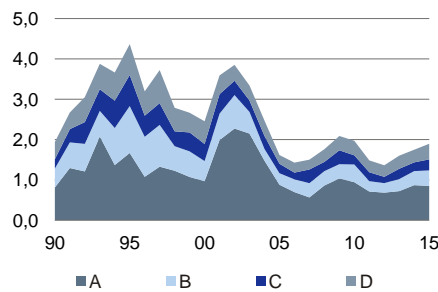


Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

ABCD-Städte: Neue Büroflächen

9

Mio. qm

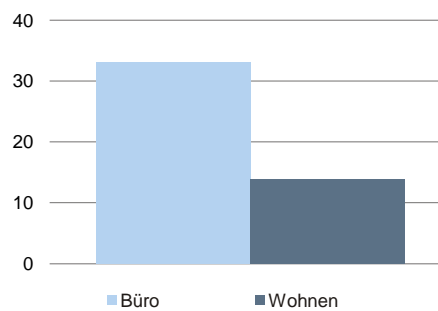


Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

2015 Neubau: Bedeutung der A-Städte

10

in % Deutschland

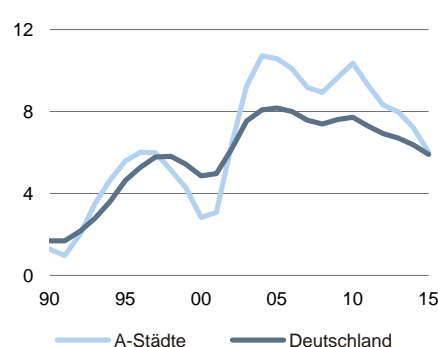


Quellen: Riwis, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Büro: Leerstandsquoten

11

%



Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

Aktuelles Beispiel für lokale Sonderfaktoren: Unistädte

In den letzten Jahren konnte in den Unistädten<sup>4</sup> ebenfalls eine besondere Situation – verursacht durch die hohe Wohnnachfrage der Doppelabiturjahrgänge – beobachtet werden. In diesen Städten stieg in Folge der Doppelabiturjahrgänge der Zuzug um 50% jährlich an (Mittelwert 2011-2014: 180.000 pro Jahr vs. 1990-2010: 115.000 pro Jahr) und auch die Zahl der Studienanfänger wuchs um mehr als 35% pro Jahr (Mittelwert 2011-2013: 82.300 pro Jahr, 2000-2010: 60.700 pro Jahr). Entsprechend legten die Wohnungsmieten in den Unistädten relativ zu Deutschland insgesamt überproportional zu. In den Jahren 2011 bis 2014 stiegen sie in den Unistädten mit durchschnittlich 5 ¼% pro Jahr schneller als in Deutschland (4 ¼% pro Jahr). 2015 gab es keinen weiteren Doppelabiturjahrgang und die Nachfrage normalisierte sich wieder. Erwartungsgemäß blieb die Büronachfrage von diesen Entwicklungen nahezu unberührt und die Büromieten entwickelten sich in den Unistädten durchschnittlich (Grafik 4). Der Druck auf die Wohnungsmieten in den Unistädten war auch aufgrund einer regen Bautätigkeit von kurzer Dauer. Seit 2010 wurden jährlich 0,8% des Wohnungsbestandes fertiggestellt, während der deutsche Durchschnitt 0,5% betrug. In den Unistädten befriedigten dabei auch Konversionsprojekte die hohe Wohnnachfrage.

Angebotsvergleich von Büro- und Wohnungsmarkt

Folgende Charakteristika der Erstellung von Büro- und Wohnraum lassen sich aus der Historie seit der Wiedervereinigung ableiten (Grafiken 7 bis 11): Erstens, in absoluten Zahlen übertrifft die neu gebaute Wohn- die Bürofläche deutlich. So wurden 2015 bundesweit 5,0 Millionen Quadratmeter Wohnfläche und 2,8 Millionen Quadratmeter Bürofläche fertiggestellt. Zweitens, relativ zum Bestand wurden deutlich mehr Büroflächen neu gebaut. Im Jahr 2015 steht einem Plus von rund 1% bei den Büroflächen eine geringe Ausweitung des Wohnangebots von nur 0,6% gegenüber. Als Faustregel gilt: Relativ zum Bestand wird jedes Jahr ungefähr doppelt so viel Büro- wie Wohnraum fertiggestellt. Eine kürzere Lebensdauer von Büros und speziellere Mieterwünsche erklären den Unterschied zum Teil. Aber auch Fehlanreize und -einschätzungen nach der Wiedervereinigung verursachten ein Überangebot. Drittens, die kürzere Lebensdauer von Büros erklärt auch die höhere Reagibilität auf das wirtschaftliche Umfeld. Sowohl nach der Wiedervereinigung, als auch Ende der 1990er Jahre stieg das neu geschaffene Büroangebot zügig an. Der Wohnbau reagiert dagegen deutlich langsamer auf wirtschaftliche Veränderungen. Viertens, neue Büroflächen entstehen besonders in den Großstädten, neue Wohnungen dagegen hauptsächlich in ländlichen Regionen und Kleinstädten. 2015 wurden rund ein Drittel der Büroflächen in den A-Städten (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München, Stuttgart) und mehr als 45% in den B-, C-, und D-Städten fertiggestellt. Der Wohnbau fand dagegen zu gut zwei Dritteln in kleineren Städten und der ländlichen Region statt, während in den A-Städten nur rund 15% und in den B-, C-, und D-Städten zusammen rund 20% des jährlichen bundesweiten Neubaus erfolgte. In dieser regionalen Verteilung spiegelt sich auch die geringe Angebotselastizität des Wohnraums wider, denn trotz rasanter Preisdynamik stieg der Anteil der wichtigsten 126 Städte (ABCD-Städte) am bundesweiten Neubau in den letzten Jahren nur geringfügig.

Aufgrund des hohen Nachfrageüberhangs und der sehr geringen Leerstände im Wohnungsmarkt (bundesweit lag der CBRE Leerstandsindex bereits 2014 bei 3%, in vielen großen Städten deutlich unter 1%) erfolgten in vielen Städten

<sup>4</sup> Zu diesen Städten zählen wir Gießen, Marburg, Tübingen, Erlangen, Würzburg, Göttingen, Darmstadt, Passau, Jena, Regensburg, Aachen, Greifswald, Konstanz, Mainz, Siegen, Trier, Bamberg, Bayreuth - alle mit Studentenquoten von über 18% relativ zur Einwohnerzahl.

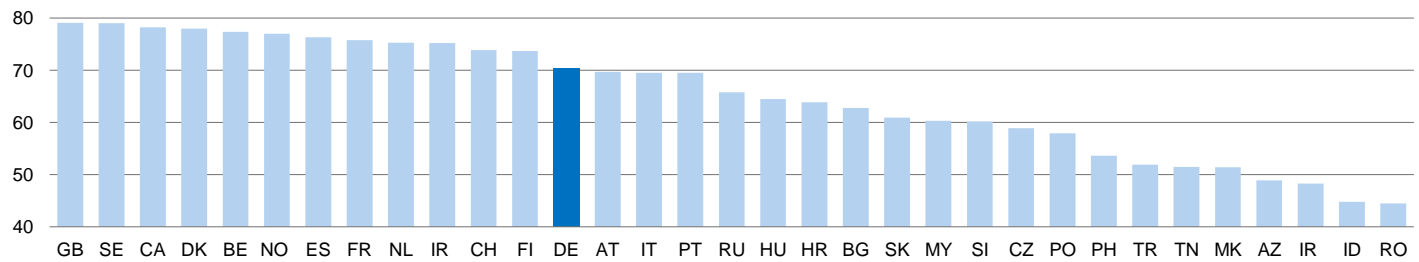


## Ausblick Deutschland

### Beschäftigung im Dienstleistungssektor

12

in % der Gesamtbeschäftigung

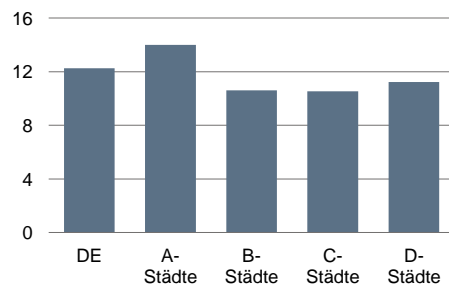


Quellen: Weltbank, Deutsche Bank Research

### 2009-2015: Soz. vers. pfl. Beschäftigte in Deutschland und ABCD-Städten

13

%, Veränderung seit 2009

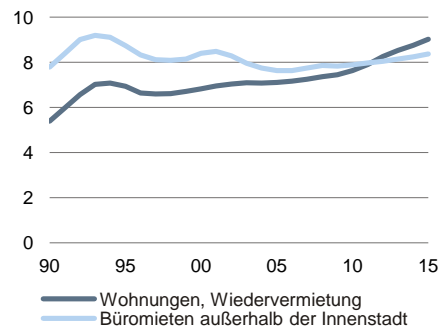


Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

### Westdeutschland: Durchschnittsmieten

14

EUR pro qm

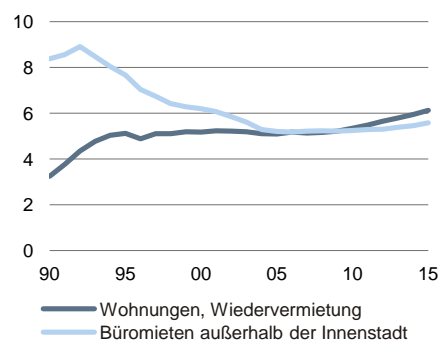


Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

### Ostdeutschland: Durchschnittsmieten

15

EUR pro qm



Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

Konversionen und Umnutzungen von Büro- zu Wohnraum. Dadurch und aufgrund des eher gedämpften Neubaus im Büromarkt sinken die Büroleerstände. Zu Beginn des Zyklus lagen die Büroleerstandsquoten bei rund 10% in den A-Städten und 8% in Deutschland. 2015 lagen die Leerstandsquoten sowohl in den A-Städten als auch in Deutschland insgesamt bei 6%. Setzt sich der Immobilienzyklus noch einige Jahre fort, dürften die Büroleerstände dann auch unter den Sockelleerstand fallen (den Praktiker oft auf 5% beziffern) und einen erheblichen Neubaubedarf auslösen. Dieser dürfte aber regional ungleich verteilt sein, denn in Berlin, München und Stuttgart liegen die Leerstandsquoten deutlich unter 5%, in Frankfurt am Main dagegen sind sie immer noch zweistellig. Ursächlich hierfür sind in erster Linie Überkapazitäten am Stadtrand und die seit der Finanzkrise eher sinkende Zahl an Bankangestellten.

## Nachfrage nach Büroflächen dürfte anziehen

Das „Ja“ zum Brexit dürfte die Nachfrage nach Büroflächen in erster Linie im Großraum Frankfurt erhöhen und damit zu einem Abbau der Überkapazitäten beitragen. Das bundesweite Angebot dürfte künftig aber auch deshalb knapper werden, weil die Büronachfrage insgesamt weiter anzieht. In vielen Städten legte die Zahl der Beschäftigten im aktuellen Zyklus von 2009 bis 2015 kräftig zu. In den Großstädten war die Beschäftigungsdynamik mit +14% besonders hoch und lag über dem bundesweiten Zuwachs (+12%). Auch 2016 setzt sich diese Entwicklung fort. Im Mai stieg die Zahl der Beschäftigten um 1,3% gg. Vj. (auf 43,5 Mio.) und die der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten sogar um 2,2% (auf 31,3 Mio.). Die gute Inlandskonjunktur dürfte dabei die Zahl der Bürobeschäftigten etwas überproportional erhöhen. Auch aufgrund des relativ zu anderen Ländern kleineren Dienstleistungssektors könnte es Aufholeffekte geben. So sind in Deutschland nur 70% der Beschäftigten im Dienstleistungssektor tätig, während die Quote in unseren Nachbarländern Belgien, Frankreich und den Niederlanden bei 75% und in Großbritannien bei fast 80% liegt.

## Gleichgewicht zwischen Büromarkt und Wohnungsmarkt

Die oben genannten Gründe für eine langfristige Konvergenz zwischen Büro- und Wohnungsmärkten implizieren die Existenz eines Gleichgewichts, also eines langfristigen Verhältnisses der Ertragschancen, bei dem Investoren zwischen beiden Märkten indifferent sind. Eine umfassende Analyse eines solchen Gleichgewichts bedarf langer, mehrere Zyklen umfassende Zeitreihen über Mieten und Preise sowie risikobereinigte Renditeentwicklungen und erklärende Variablen. Der Einfachheit halber vergleichen wir hier die Mieten. Dabei sind am ehesten folgende Wohn- und Büromärkte vergleichbar: die Wiedervermietungsmieten im Wohnungsmarkt und die durchschnittlichen Büromieten außerhalb der Innenstadt. Die Grafiken 14 und 15 zeigen die deutlich über den Woh-

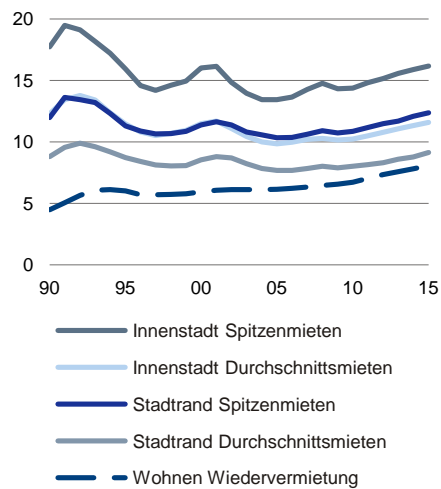


## Ausblick Deutschland

1990-2015 Deutschland: Büromieten

16

EUR pro qm



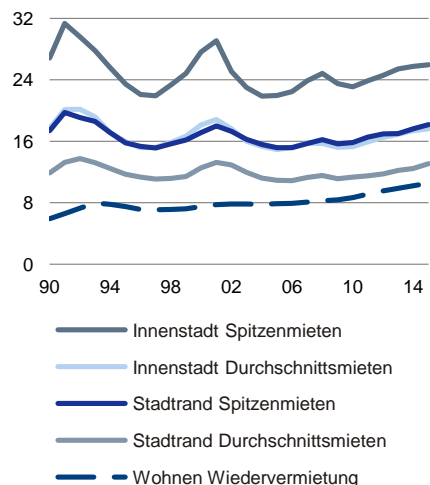
Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

nungsmieten liegenden Büromieten im Jahr 1990. Während im Westen die Büromieten rund 2 Euro pro Quadratmeter über den Wohnungsmieten lagen, war die Differenz im Osten doppelt so hoch. Anschließend konvergierten Büro- und Wohnungsmieten im Osten wie im Westen. Die Konvergenz wurde dabei sowohl von eher steigenden Wohnungsmieten als auch von meist seitwärts laufenden oder fallenden Büromieten getrieben. Der Bauboom in den 1990er Jahren verursachte angesichts der zunächst enttäuschenden wirtschaftlichen Entwicklung in Ostdeutschland ein großes Überangebot an Büroflächen und reduzierte damit den Spielraum für Mieterhöhungen. Im aktuellen Zyklus stiegen die Wohnungsmieten dynamischer als die Büromieten, sodass die Wohnungsmieten im Westen wie im Osten nun fast 10% über den Büromieten liegen. Aufgrund des hohen Nachfrageüberhangs im Wohnungsmarkt und des Angebotsüberschusses im Büromarkt dürften momentan die Entwicklungen weiter divergieren – die Wohnungsmieten also stärker wachsen als die Büromieten. In den kommenden Jahren könnte aber mit knapper werdenden Büroflächen ein Aufholen im Büromarkt einsetzen. Die geringeren Leerstände im Büromarkt haben bereits die Mietdynamik erhöht. 2016 verzeichneten die durchschnittlichen Büromieten außerhalb der Innenstadt mit 4% gegenüber dem Vorjahr den stärksten Anstieg seit dem Jahr 2000. Entsprechend der historischen Entwicklungen und beschriebenen Dynamiken dürften die Gleichgewichtsmieten im Wohnungs- und Büromarkt ähnlich hoch sein.

1990-2015 A-Städte: Büromieten

17

EUR pro qm



Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

Die hier gemachten Aussagen für die durchschnittlichen Büromieten außerhalb der Innenstadt dürften grundsätzlich auch für andere Stadtteillagen gelten. Die Riwis-Datenbank (Regionales Immobilien-Wirtschaftliches Informations-System) von bulwiengesa enthält neben den Durchschnitts- auch die Spitzenmieten außerhalb der Innenstadt und ebenso die Durchschnitts- und Spitzenmieten für die innerstädtische Lage. Grundsätzlich kann man für alle vier Zeitreihen deutschlandweit einen hohen Gleichlauf feststellen. So liegen von 1990 bis 2015 die Korrelationen untereinander über 0,8 und relativ zur Wiedervermietung im Wohnungsmarkt zwischen 0,6 und 0,7. Eine Ausnahme stellen die Spitzenmieten in innerstädtischer Lage dar, deren Korrelation mit den Wohnungsmieten aber mit 0,5 immer noch beträchtlich ist. Ganz ähnliche Korrelationen ergeben sich auch bei einem Vergleich der Wohnungs- und Büromieten in den A-Städten. Entsprechend dürften unsere Aussagen über langfristige Konvergenz von Büro- und Wohnungsmieten für alle Stadtteillagen zutreffen.

### Zusammenfassung

Wegen der hohen Nachfrage stiegen die Wohnungsmieten in den letzten Jahren recht dynamisch an, während die hohen Überkapazitäten das Mietwachstum im Büromarkt dämpfte. Aufgrund der guten Konjunkturlage und durch Konversionen und Umnutzungen sind jedoch auch im Büromarkt die Leerstände in vielen Städten gesunken. Entsprechend dürften die Büromieten bei weiter fallenden Leerstandsquoten in einigen Jahren deutlich dynamischer wachsen als heute und dann womöglich sogar stärker als die Wohnungsmieten.

Matthias Gnewuch

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



## EZB: Bereit, willens und fähig

- Europa hat sich, mit der Entscheidung des Vereinigten Königreiches die EU zu verlassen, verändert und es wäre falsch anzunehmen, dass der Euro davon nicht beeinflusst würde. EZB Präsident Draghi verhielt sich bei der letzten Pressekonferenz sehr geschickt. Er war ruhig, wie es ein Zentralbankgouverneur angesichts gestiegener Unsicherheit sein sollte, und zuversichtlich darüber was seine Geldpolitik erreicht hat und noch erreichen kann – falls nötig. Die Tür für eine weitere geldpolitische Lockerung ist geöffnet, aber es gab kein Signal, dass Draghi derzeit beabsichtigt diesen Schritt zu machen.
- Dagegen hat Draghi mehr Aktivitäten im strukturellen Bereich eingefordert, wo es noch zu viele Baustellen gibt. Beispielsweise würde ein Markt für notleidende Kredite (NPLs) helfen, das NPL-Problem zu lösen. Auch staatliche Kapitalspritzen könnten hier hilfreich sein. Damit würde sich dann der geldpolitische Transmissionsmechanismus verbessern. Draghi unterstrich auch seine Forderung nach entschlosseneren wirtschaftlichen Strukturreformen.
- Unsere Erwartungen sind unverändert. Nach dem Referendum sind die Abwärtsrisiken für die konjunkturelle Erholung und die Normalisierung der Inflation zwar gestiegen. Eine Absenkung des Einlagezinssatzes würde den Druck auf die Gewinnmargen der Banken aber weiter erhöhen. Das Vertrauen der EZB in ihr QE-Programm ist unerschüttert, und wir erwarten eine Ausweitung des Programms um 9-12 Monate. Diese Ankündigung in Verbindung mit weiteren Maßnahmen zur Erweiterung des Pools berechtigter Wertpapiere dürfte im September erfolgen. Dabei dürfte eine deutliche Aufweichung des Kapitalschlüssels eine eher unwahrscheinliche Option sein.

### Weniger taubenhaft als es möglich gewesen wäre

Zufrieden mit der Stabilität des Finanzsystems post Brexit: Die ruhige Reaktion der Finanzmärkte und der Banken in der Eurozone auf die gestiegenen Unsicherheiten nach dem Brexit Referendum dürfte die EZB erfreut haben. Sie schätzt die Finanzierungsbedingungen in der Eurozone auch nach dem Brexit noch als stark unterstützend ein.

Fortbestehende Unsicherheiten: Mario Draghi beschrieb die konjunkturelle Erholung der Eurozone als andauernd, wenn auch mit einem geringeren Tempo und gestiegenen Risiken. Dies entspricht seiner Einschätzung vor dem Brexit-Referendum. Allerdings gab es einen neuen und stärkeren Verweis auf „große Unsicherheiten“, insbesondere mit Blick auf die Geopolitik. Diese sind schwieriger zu modellieren als beispielsweise der Außenhandelskanal. Draghi bestätigte die erste Einschätzung der EZB, dass der Brexit zu einem um 0,2-0,5 Prozentpunkte niedrigeren BIP-Wachstum innerhalb der nächsten drei Jahre führen könnte, betonte aber die Unsicherheit derartiger Einschätzungen. Unsere eigene Einschätzung liegt bei 0,8%-Punkte.

Bessere Entscheidungsbasis im September: In der Presseerklärung wird auf die zusätzlichen Informationen – unter anderem die neuen Projektionen des Stabes – verwiesen, die bei der nächsten Sitzung Anfang September vorliegen werden. In Verbindung mit der früheren Botschaft, dass “falls nötig die EZB mit allen ihr zur Verfügung stehenden Instrumenten tätig werden wird“ vermittelt dies den Eindruck, dass die Septembersitzung schon früher ein realistischerer Zeitpunkt für weitere Lockerungsschritte gewesen ist.

Das NPL-Problem muss adressiert werden: Eine effizientere Transmission der Geldpolitik durch das Bankensystem setzt voraus, dass das NPL-Problem gelöst wird. Draghi vertrat die Ansicht, dass die Regeln für staatliche Beihilfen und



ähnliches genügend Flexibilität aufweisen, aber dass deren Interpretation letztlich Zuständigkeit der EU-Kommission sei. Draghi skizzierte die Elemente einer umfassenderen NPL-Strategie: ein konsistenter Ansatz der Aufsicht, ein funktionierender Markt für NPLs und Maßnahmen der Regierungen, von der Schaffung eines Marktes für NPLs über Reformen des Insolvenzrechtes bis hin zu möglichen staatlichen Stützungsmaßnahmen, um Notverkäufe im Falle extremer Umstände zu vermeiden. Allerdings haben wir nichts darüber gelernt, wie die Situation in Italien kurzfristig adressiert werden könnte, falls dies überhaupt der Fall sein wird.

Die Gewinne der Banken und nicht ihre Insolvenz sind das Problem: In den letzten Monaten hat die EZB die Auffassung vertreten, dass unter Berücksichtigung aller Umstände – Kreditentwicklung, Kapitalgewinne, Risikovorsorge, etc. – die Gewinne der Banken im Eurosystem dank ihrer Geldpolitik gestiegen sind. Dies war kein Eingeständnis, dass die Geldpolitik per se ein Problem für die Banken darstellt, zeigte aber doch die Erkenntnis, dass die schwierige Gewinnlage der Banken ein zu berücksichtigender Faktor bei der Auswahl der Politikmaßnahmen sein wird. Beispielsweise erwarten wir keine weitere Senkung des Einlagezinssatzes aufgrund des damit einhergehenden Drucks auf die Banken und deren Gewinne.

Keine Diskussion über die Verknappung der zur Verfügung stehenden Anleihen: Draghi betonte, dass es keine Diskussion zu spezifischen Maßnahmen oder Instrumenten gegeben hat. Er gab auch keine Hinweise, ob eine Lockerung des Kapitalschlüssels eine mögliche Option sei. Der einfachste Weg mögliche Verknappung zu umgehen, wäre unserer Ansicht nach eine Erhöhung der Obergrenze für Anleihen ohne Umschuldungsklauseln auf 50%. Zusätzlich könnten auch regionale Anleihen stärker in das Programm einbezogen werden.

Bereit, willens und fähig: Draghi ließ die Tür für weitere Maßnahmen offen. Er verwies auf das Verhalten der EZB in der Vergangenheit, um den Eindruck zu verstärken, dass die Zentralbank bereit, willig und fähig ist, den Umständen entsprechend zu agieren.

Wird eine QE-Verlängerung ausreichen um das Vertrauen in die konjunkturelle Erholung und die Normalisierung der Inflation wiederherzustellen? Wohl eher nicht, aber das Schicksal der Eurozone liegt auch nicht ausschließlich in den Händen der EZB. Ein schwächerer Eurowechselkurs würde beispielsweise die Inflationserwartungen erhöhen. Dementsprechend würde eine weitere Zinsanhebung der Fed der EZB nicht ungelegen kommen.

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

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



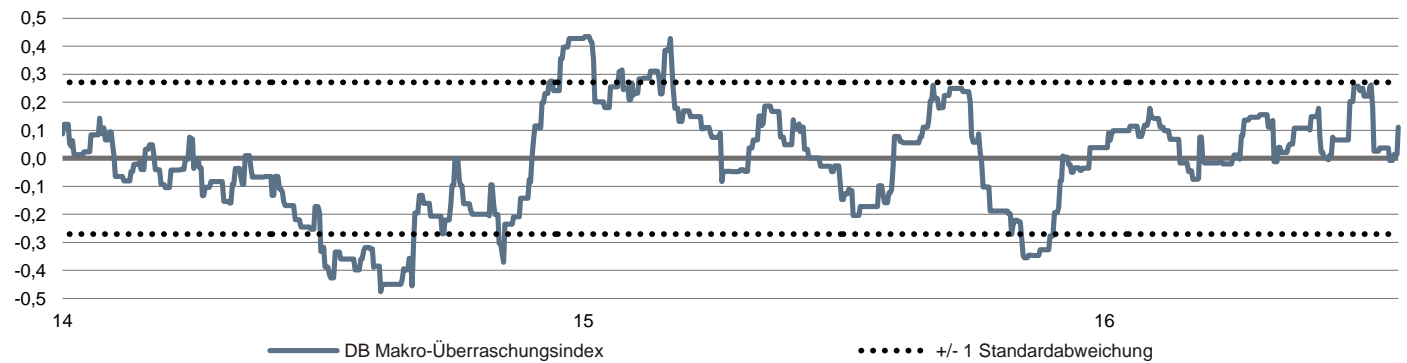
## Ausblick Deutschland

### 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.<sup>5</sup>

#### 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.)	4 2016	07.06.16	0,5	0,7	-0,2	-0,1	0,5
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	4 2016	09.06.16	28,4	21,0	7,4	1,8	1,0
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	5 2016	10.06.16	0,1	0,1	0,0	0,3	0,3
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	6 2016	21.06.16	19,2	4,8	14,4	1,7	0,9
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	6 2016	21.06.16	54,5	53,0	1,5	0,1	0,5
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	6 2016	24.06.16	108,7	107,4	1,3	0,9	0,8
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	5 2016	28.06.16	-5,5	-5,8	0,3	0,6	0,8
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	6 2016	30.06.16	-6,0	-5,0	1,0	-0,2	0,4
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	5 2016	30.06.16	0,7	0,6	0,1	0,4	0,7
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	6 2016	01.07.16	54,5	54,4	0,1	0,1	0,5
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	6 2016	05.07.16	53,7	53,2	0,5	0,6	0,7
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	5 2016	06.07.16	0,0	1,0	-1,0	-0,5	0,3
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	5 2016	07.07.16	-1,3	0,1	-1,4	-1,1	0,1
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	5 2016	08.07.16	17,5	24,6	-7,1	-2,5	0,0
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	6 2016	12.07.16	0,3	0,3	0,0	0,3	0,3
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	7 2016	19.07.16	49,8	51,8	-2,0	-0,4	0,3
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	7 2016	19.07.16	-6,8	9,0	-15,8	-1,9	0,0
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	7 2016	22.07.16	53,7	53,4	0,3	0,3	0,7
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	7 2016	22.07.16	54,6	53,2	1,4	1,5	0,9
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	7 2016	25.07.16	108,3	107,5	0,8	0,5	0,7

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

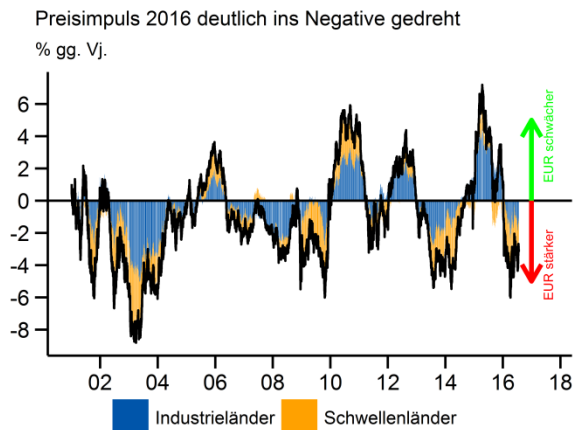
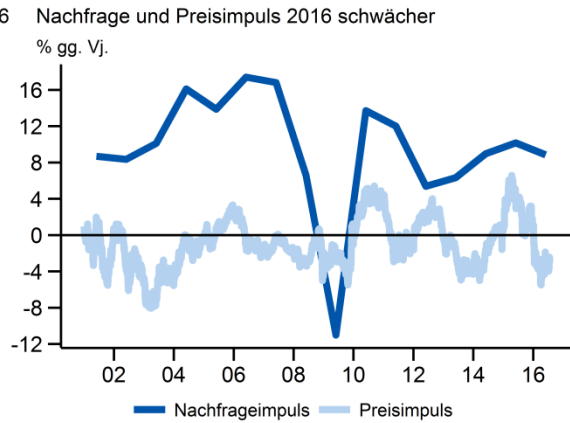
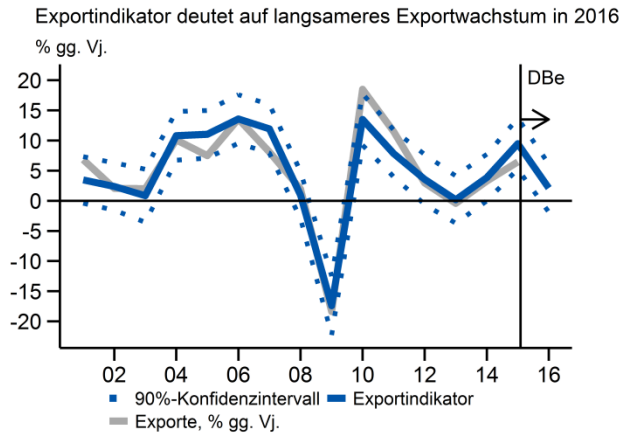
<sup>5</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



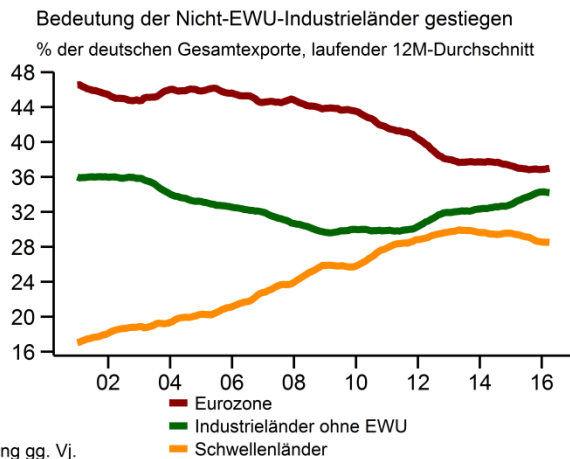


## Exportindikator 2016: Nachfrageimpuls weiter schwach – Preisimpuls ins Negative gedreht

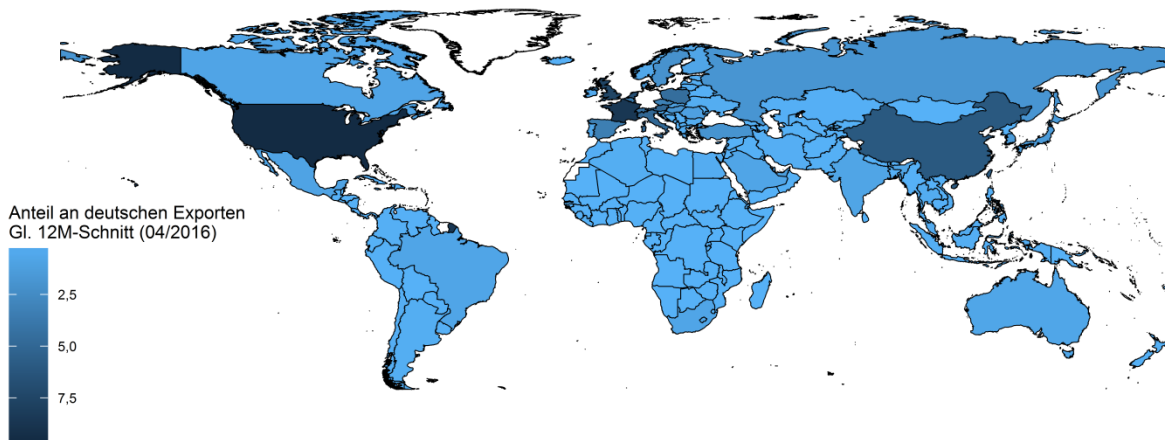
Der Exportindikator identifiziert die Auswirkungen von globalen Nachfrageveränderungen und von Währungsbewegungen (Preisimpuls) auf die deutschen Exporte.<sup>6</sup>



Mit Exportanteilen der deutschen Zielländer gewichtete EUR-Veränderung gg. Vj.



Deutsche Exporte konzentriert auf Europa, die USA und China



Quellen: Eurostat - Comext, Deutsche Bank Research

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

<sup>6</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland, 3. März 2016.



## Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
Bis 4. Sep.	Deutscher Bundestag	Parlamentarische Sommerpause
4. Sep.	Landtagswahl in Mecklenburg-Vorpommern	In dem von einer SPD/CDU-Koalition regierten Bundesland zeichnet sich ein Kopf-an-Kopf-Rennen beider Parteien ab. Ob sie erneut eine Koalition bilden können, ist wegen der Stärke der AfD aber offen.
4./5. Sep.	G20-Gipfel, Hangzhou (China)	U.a. Debatte über Förderung des Wirtschaftswachstums durch Innovationen (digitale Wirtschaft), Strukturreformen, Welthandel und globale Regeln für Auslandsinvestitionen sowie über vertiefte Reformen der Architektur internationaler Finanzmärkte.
8. Sep.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Der Ton beim EZB-Treffen im Juli lässt erwarten, dass die Tür für eine weitere Lockerung der Geldpolitik offen ist. Eine Verminderung des Einlagesatzes wäre wegen des Drucks auf Banken nicht angemessen. Die EZB vertraut indes weiterhin auf ihr QE-Programm. Im September erwarten wir eine Verlängerung des Programms um 9 bis 12 Monate sowie zusätzlich Maßnahmen, die sicherstellen, dass hinreichend Wertpapiere für Käufe verfügbar sind.
9./10. Sep.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Lage in Griechenland, Qualität öffentlicher Finanzen i.d. Eurozone – Überprüfung staatlicher Ausgaben, Vorbereitung G7-Treffen einschließl. Debatte über Wechselkurse.
16. Sep.	(Informeller) Europäischer Rat, Bratislava	Debatte über die Zukunft der EU, Konsequenzen des britischen EU-Referendums.
18. Sep.	Wahl zum Abgeordnetenhaus von Berlin	Umfragen zufolge dürfte die regierende SPD/CDU-Koalition ihre Mehrheit im Abgeordnetenhaus verlieren. Ein starkes Ergebnis der AfD könnte die Bildung einer neuen Regierung schwierig machen, da sich dann drei Parteien zusammenfinden müssten.
10./11. Okt.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	U.a. finanzwirtschaftliche und makroökonomische Stabilität i.d. Eurozone, thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung: Gesundheitswesen/Pflege.
20. Okt.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
20./21. Okt.	Europäischer Rat, Brüssel	Voraussichtl. Flüchtlingskrise – u.a. Stand der Umsetzung des EU-Türkei-Abkommens, Folgen des Referendums in GB.

Quelle: Deutsche Bank Research

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

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
28. Jul 2016	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juli	0,3 (0,4)	0,1 (0,3)
28. Jul 2016	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juli	6,1	6,1
29. Jul 2016	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Juni	-0,5	0,7
5. Aug 2016	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Juni	-0,5	0,0
8. Aug 2016	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Juni	1,0	-1,3
9. Aug 2016	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Juni	22,0	22,2
9. Aug 2016	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juni	0,1 (-0,9)	-1,9 (-1,8)
9. Aug 2016	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juni	0,3 (-1,7)	0,1 (-2,3)
12. Aug 2016	8:00	Reales BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q2 2016	0,1	0,7
23. Aug 2016	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	August	53,0	53,7
23. Aug 2016	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	August	54,0	54,6
25. Aug 2016	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	August	107,5	108,3
30. Aug 2016	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juli	0,0 (-3,9)	0,5 (-4,6)

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

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

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



## Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q3 2015	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Feb 2016	Mrz 2016	Apr 2016	Mai 2016	Jun 2016	Jul 2016
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	108,4	108,7	106,7	107,7		105,8	106,8	106,7	107,8	108,7	108,3
ifo Geschäftserwartungen	102,7	104,3	100,5	101,8		99,0	100,2	100,5	101,7	103,1	102,2
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	103,1	103,3	100,5	101,8		99,5	100,4	100,9	101,6	103,0	102,4
Produktion (% gg. Vp.)	-0,1	-0,4	1,8			-0,6	-1,1	0,5	-1,3		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-2,0	0,6	0,8			-0,8	2,6	-1,9	0,0		
Grad der Kapazitätsauslastung	84,3	84,4	85,1	84,4	84,7						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	-0,6	3,5	1,4			4,4	-5,1	-3,7	-0,3		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	0,7	10,2	6,3			-1,9	-0,2	-0,9	3,5		
ifo Bauhauptgewerbe	121,4	123,3	122,5	124,5		122,9	122,4	123,1	124,9	125,6	126,0
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-0,3	-4,4	-6,1	-3,2		-6,4	-6,2	-4,8	-3,2	-1,6	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,6	0,2	0,4			0,1	-1,1	0,0	0,7		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	6,1	5,7	4,5	9,4		12,1	0,0	8,4	11,9	8,3	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-3,8	0,2	2,1			-2,1	4,4	-4,3	1,4		
Exporte (% gg. Vp.)	-1,0	-0,6	0,4			1,3	2,1	0,1	-1,9		
Importe (% gg. Vp.)	0,9	-0,8	-0,2			0,1	-2,5	-0,3	0,1		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	60,3	60,6	62,1			19,8	23,8	24,1	22,2		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,4	6,3	6,2	6,1		6,2	6,2	6,2	6,1	6,1	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-3,3	-24,3	-39,3	-30,3		-10,0	-2,0	-17,0	-10,0	-6,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,9	1,0	1,3			1,3	1,2	1,3	1,3		
ifo Beschäftigungsbarometer	108,1	109,7	108,4	108,2		108,0	107,5	108,3	108,3	108,0	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	0,0	0,2	0,1	0,0		-0,2	0,1	-0,3	0,0	0,2	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,0	1,2	1,1	1,0		0,8	1,3	0,7	1,1	1,2	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-1,7	-2,3	-2,8	-2,6		-3,0	-3,1	-3,1	-2,7	-2,2	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-8,7	-12,6	-14,6	-6,5		-15,8	-11,2	-8,5	-6,9	-3,9	
Ölpreis (USD)	51,3	44,8	35,1	46,9		33,6	39,8	43,2	47,7	49,9	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	4,9	4,0	5,3	3,6		5,4	4,3	3,0	1,9	5,9	
EC Unternehmensumfrage	0,8	1,5	-2,4	1,7		-2,9	-3,5	-0,5	2,4	3,2	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	1,7	1,5	2,1								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,7	2,5	2,4								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,6	1,4	3,2								
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	8,2	9,2	7,8			8,2	7,8	7,1	7,2		
Trend von M3*						8,3	7,7	7,3			
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	2,5	2,7	2,0			2,3	2,0	2,5	2,7		
Kredite an öffentliche Haushalte	11,1	11,7	-9,1			4,6	-9,1	-5,0	1,4		

% 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

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,375	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,05
Sep 16	0,375	-0,20	0,00	0,10	-0,75	-0,50	0,05	0,25	1,50	0,90	0,05
Dez 16	0,625	-0,20	0,00	0,10	-0,75	-0,50	0,05	0,25	1,50	0,90	0,05
Mrz 17	0,625	-0,20	0,00	0,10	-0,75	-0,50	0,05	0,25	1,50	0,90	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,65	0,06	-0,30	0,56
Sep 16	0,58	0,05	-0,30	0,24
Dez 16	0,83	0,05	-0,30	0,24
Mrz 17	0,83	0,05	-0,35	0,24

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	1,55	-0,22	-0,12	0,83
Sep 16	1,25	-0,15	-0,10	0,90
Dez 16	1,25	-0,15	0,00	1,00
Mrz 17	1,25	-0,10	0,10	1,05

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,10	104,40	0,84	0,76	1,09	9,28	7,44	9,44	4,36	313,16	27,02
Sep 16	1,08	97,00	0,88	1,23	1,10	9,24	7,46	9,20	4,34	318,08	27,10
Dez 16	1,05	94,00	0,91	1,15	1,12	8,90	7,46	9,00	4,30	320,00	27,10
Mrz 17	1,01	94,00	0,88	1,15	1,16	8,80	7,46	8,94	4,23	321,25	27,10

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

© 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.

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