



# Ausblick 2017

## Solide, trotz nachlassendem Rückenwind

16. Dezember 2016

### Autoren

Barbara Böttcher  
+49 69 910-31787  
barbara.boettcher@db.com

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

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

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

Das deutsche BIP-Wachstum dürfte 2017 nach der ausgeprägten Dynamik der zwei Vorjahre etwas nachlassen. Mit 1,1% könnte sich die Wachstumsrate 2017 zwar nahezu halbieren. Etwa zur Hälfte geht dies aber auf eine geringere Zahl von Arbeitstagen zurück. Zwar dürften einige Sonderfaktoren, die 2016 die Inlandnachfrage beschleunigt haben, wegfallen; den robusten binnenwirtschaftlichen Wachstumspfad sehen wir aber intakt. Der schwache Welthandel und die politische Unsicherheit dämpfen Exporte und Investitionen.

Die weltwirtschaftliche Dynamik dürfte 2017 etwas zunehmen. Das deutsche Exportwachstum dürfte aufgrund der Schwäche in Europa jedoch weiterhin niedrig bleiben. Eine Beschleunigung in den USA, auch aufgrund der angekündigten wirtschaftspolitischen Maßnahmen, und die auslaufenden Rezessionen in Russland und Brasilien könnten das globale Wachstum von rund 3 auf 3 1/2% beschleunigen. In der Eurozone bremsen die politische Unsicherheit, nachlassendes Kreditwachstum und die ansteigende Inflation.

Das (geo-) politische Umfeld ist 2017 von hoher Unsicherheit geprägt. Die Wahlkampfaussagen von Donald Trump deuten auf stärkeren Gegenwind für den Freihandel hin. Der zunehmende Populismus und die anstehenden Wahlen in großen EU-Staaten dürften die Bewältigung der vielen Herausforderungen wie den Verhandlungen über den Brexit, die Flüchtlingsproblematik oder der Euro-Krise erschweren. Dies dürfte die Investitionspläne vieler Unternehmen belasten. Wir rechnen mit rückläufigen heimischen Ausrüstungsinvestitionen.

Die EZB hat den Einstieg in den Ausstieg aus ihrem Anleihekaufprogramm (QE) angekündigt. Das europäische Zinsniveau dürfte 2017 zumindest am kurzen Ende auf Niedrigstniveau verharren. Der EZB-Rat hat zwar sein QE-Programm bis Ende 2017 verlängert, ab April aber mit einem verringerten monatlichen Volumen. Sollte sich die vergleichsweise optimistische Konjunktüreinschätzung der EZB bestätigen, könnte sie Ende 2017 eine weitere Kürzung beschließen. Der EZB-Leitzins dürfte aber absehbar bei 0% bleiben, der Zinsabstand zu den USA wachsen und der Euro daher abwerten.

Die deutsche Binnenkonjunktur schaltet 2017 einen Gang zurück, bleibt aber dank der guten Arbeitsmarktlage robust. Die Beschäftigung dürfte 2017 weniger stark wachsen als zuvor, auch aufgrund des ausgeprägten Fachkräftemangels. Zusammen mit der steigenden Inflation – sie könnte wegen anziehender Energiepreise von 1/2 auf 1 1/2% zulegen – dürfte das Wachstum der realen Einkommen etwas nachlassen. Der private Konsum bleibt mit gut 1% Wachstum aber der wichtigste Wachstumstreiber. Der Staatskonsum legte 2016 getrieben von der Flüchtlingskrise um rund 4% zu. Der nachlassende Zustrom könnte das Plus jedoch halbieren. Die Bauwirtschaft dürfte mit 2% zwar einen soliden Zuwachs aufweisen. Angesichts des hohen Auftragsbestandes und eines günstigen Finanzierungsumfelds ist dies aber enttäuschend. Das eingeschränkte Arbeitsangebot und regulatorische Hürden dürften bremsen.

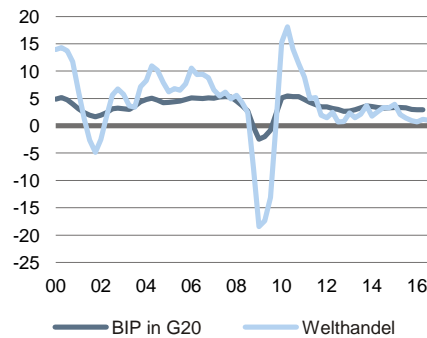
Inhaltsverzeichnis	Seite
Ausblick 2017: Solide, trotz nachlassendem Rückenwind .....	1
Prognosetabellen .....	14
DB Makro-Überraschungsindex .....	15
Exportindikator .....	16
Eventkalender .....	17
Datenkalender .....	17
Finanzmarktprognosen .....	18
Datenmonitor .....	19



Welthandel auch 2016 sehr schwach

1

Real, % gg. Vj.

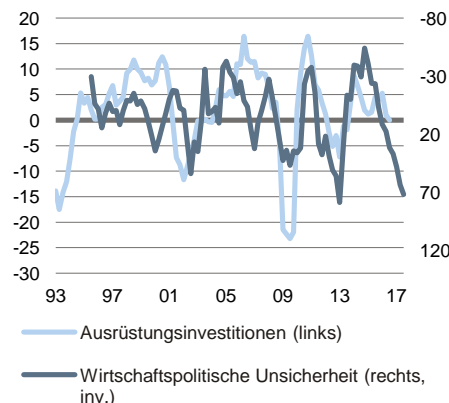


Quellen: PIG, CPB, Deutsche Bank Research

Unsicherheit dämpft Investitionen

2

Veränd. gg. Vj., Indexp., 4Q-Schnitt, 3Q vorge-schoben (links); % gg. Vj. (rechts)

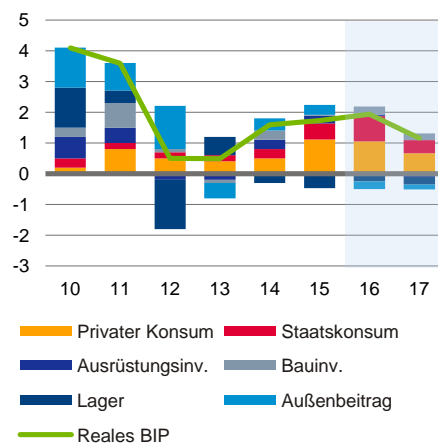


Quellen: Statistisches Bundesamt, Haver

Konsum trieb BIP-Wachstum

3

Beitrag zum realen BIP-Wachstum gg. Vj., %-P



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

2016: Binnenwirtschaft trotzte den Turbulenzen

Die deutsche Wirtschaft konnte 2016 mit knapp 2% Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) gegenüber den ohnehin schon starken Vorjahren (1,6% und 1,7%) noch einmal etwas an Tempo zulegen. Dabei trotzte die Konjunktur den vielen Unsicherheitsfaktoren, die im Laufe des Jahres auftraten. Weder der Brexit, noch der harte US-Wahlkampf und sein überraschender Ausgang oder die anhaltende politische Unsicherheit in der Eurozone haben die deutsche Konjunktur merklich gebremst. Sie konnte sogar die anhaltende Schwäche des Welthandels, dessen Wachstum sich 2016 noch einmal mehr als halbierte, verkraften.

Dies gelang dank der robusten binnenwirtschaftlichen Wachstumskräfte, die durch einige temporäre Faktoren verstärkt wurden. So profitierte die reale Kaufkraft der Konsumenten von der Inflationsschwäche und trieb den privaten Konsum wie im Vorjahr zu einem Plus von etwa 2%. Der Staatskonsum wuchs sogar mit über 4% und damit sogar stärker als während der Wirtschafts- und Finanzkrise. Ausgaben zur Versorgung und Unterbringung der Flüchtlinge dürften hierbei eine wichtige Rolle gespielt haben. Die kräftige Baukonjunktur tat ihr Übriges für die Binnenwirtschaft.

Die Außenwirtschaft bremste die Konjunktur dagegen deutlich. So sank das Exportwachstum von über 5% im letzten Jahr auf etwa 2%. Die Abschwächung war breit angelegt; der stärkste Bremsen war jedoch die rückläufige Nachfrage aus den USA. Dies hatte zur Folge, dass die Unternehmen ihre Investitionen kaum ausweiteten und im Jahresverlauf sogar Quartale mit merklich schrumpfenden Ausrüstungsinvestitionen zu Buche schlugen – eine Hypothek für das Jahr 2017 –, was vermutlich auch an der erheblichen politischen Unsicherheit lag.

Das gesamtwirtschaftliche Wachstum entsprach mit knapp 2% unserer Erwartung von vor einem Jahr; die Divergenz zwischen der Binnenkonjunktur und der Außenwirtschaft fiel allerdings viel prononcierter aus als erwartet.

2017: Konjunktur mit weniger Rückenwind

Die deutsche Wirtschaft dürfte 2017 einen Gang zurückschalten. Wir prognostizieren eine Wachstumsrate von 1,1%. Das ist zwar nahezu eine Halbierung des Wachstums, allerdings geht etwa die Hälfte auf einen Arbeitstageffekt zurück. Rechnet man diesen heraus, verlangsamt sich das Wachstum nur noch von 1,8% auf 1,4%. Damit läge es aber immer noch über der mittelfristigen Potentialrate, die sich angesichts der demografischen Aussichten Deutschlands und der Produktivitätsentwicklung ergibt.

Die Verlangsamung basiert auf unserer Erwartung, dass der kräftige Rückenwind für den privaten und staatlichen Konsum aufgrund anziehender Inflation und der stark eingeschränkten Flüchtlingszuwanderung abflaut. Die Inflation dürfte getrieben vom ölpreisbedingten Anstieg der Energiepreise von 0,5% auf 1,6% zulegen. Zudem unterstellen wir eine anhaltende Flüchtlingszuwanderung in ähnlicher Höhe wie im Herbst 2016 (16.000 pro Monat) also deutlich weniger als noch im Herbst 2015 (180.000 pro Monat). Mit gut einem Prozent Wachstum sollte der private Konsum dank der anhaltend robusten Lage des Arbeitsmarktes kombiniert mit der Anhebung des Mindestlohns aber weiter die wichtigste Konjunkturstütze bleiben. Auch der Staatskonsum und die Bauinvestitionen sollten mit gut 2% stärker als im Schnitt der letzten fünf Jahre wachsen und damit die Binnenkonjunktur antreiben. Ein Zuwachs der Bauinvestitionen in der von uns prognostizierten Höhe ist angesichts des erheblichen Nachfrageüberhangs im Wohnungsbau und den Infrastrukturplänen der Regierung aber enttäuschend. Allerdings dürften Kapazitätsengpässe aufgrund des Fachkräftemangels und staatlich/regulatorische Hürden ein stärkeres Ausweiten des Angebots behindern.

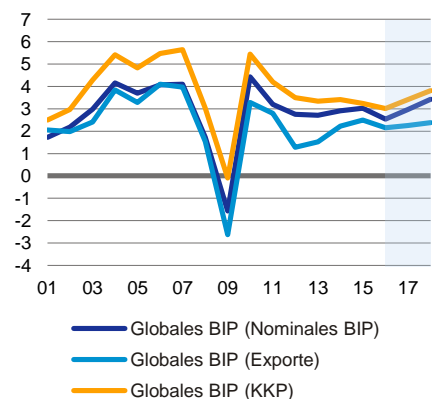


## Ausblick Deutschland

Auslandsnachfrage nach deutschen Produkten zieht erst 2018 an

4

% gg. Vj., Gewichtungsfaktoren in Klammern



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Die Aussichten für die deutsche Exportwirtschaft sind insgesamt gemischt. Während die Weltwirtschaft 2017 stärker wachsen sollte, dürfte die Konjunktur in Europa an Tempo verlieren. Angesichts des sehr hohen Anteils dieser Region an den deutschen Exporten bedeutet dies eine nur marginal aufwärtsgerichtete Nachfrageentwicklung. Insgesamt rechnen wir für Deutschland mit einem ähnlich mauen Exportplus wie 2016, was zusammen mit der anhaltenden Unsicherheit ein ungünstiges Investitionsumfeld ergibt und die Industrieproduktion dämpfen sollte. Wir rechnen für 2017 mit rückläufigen Ausrüstungsinvestitionen trotz überdurchschnittlicher Kapazitätsauslastung und einem moderaten Plus der Industrieproduktion von knapp 1%. Der Staatshaushalt sollte davon aber kaum belastet werden. Dank der robusten Binnenkonjunktur sollte Deutschland erneut einen kleinen Haushaltsüberschuss erwirtschaften können.

### Internationales Umfeld: Licht und Schatten

Die Weltwirtschaft sollte 2017 an Tempo zulegen. Nach rund 3% Wachstum in 2016 könnte sie 2017 um etwa 3,5% zulegen – die höchste Wachstumsrate seit 2011. Getragen wird diese Entwicklung vor allem durch eine stärkere US-Konjunktur und durch Russland und Brasilien, von denen wir annehmen, dass sie ihre Rezession hinter sich lassen können, wenn auch deren Wachstumsraten insgesamt moderat bleiben sollten. Die letztgenannten Länder dürften wie viele andere rohstoffexportierende Schwellen- und Entwicklungsländer von steigenden Öl- und anderen Rohstoffpreisen profitieren, nachdem die Notierungen in den letzten beiden Jahren stark unter Druck standen. Aber auch jenseits dieser Länder dürfte sich der globale Aufschwung verfestigen. Etwa zwei Drittel der von uns prognostizierten Länder dürften 2017 stärker als im Vorjahr wachsen. Im Jahr 2016 galt das für weniger als die Hälfte.

BIP-Wachstum

5

% gg. Vj.	2016P	2017P	2018P
Euroland	1,7	1,3	1,5
Deutschland	1,9	1,1	1,5
Frankreich	1,2	1,3	1,1
Italien	0,9	0,7	0,7
Spanien	3,3	2,5	2,2
Niederlande	2,1	2,1	1,5
Belgien	1,2	1,1	1,3
Österreich	1,3	1,5	1,6
Finnland	1,5	1,2	1,5
Griechenland	0,3	1,4	1,6
Portugal	1,2	1,2	1,1
Irland	3,3	2,8	3,0
Großbritannien	2,1	1,2	1,1
Dänemark	1,0	1,7	1,8
Norwegen	0,7	1,6	1,8
Schweden	3,2	2,0	2,3
Schweiz	1,4	1,5	1,7
Tschech. Rep.	2,3	2,6	2,7
Ungarn	2,2	2,6	2,7
Polen	2,8	3,2	3,4
USA	1,5	2,3	3,5
Japan	0,7	1,0	1,2
China	6,7	6,5	6,0
Welt	3,0	3,4	3,8

\*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

### USA: Was bringen die Trumponomics?

Die Aussichten für die USA sind insgesamt positiv. Mit einem Plus von etwa 1,5% erzielte die US-Wirtschaft 2016 zwar voraussichtlich das geringste Wachstum seit der Rezession im Jahr 2009. Die zwei substanziellen Gegenwinde – die Korrektur der hohen Lagerbestände und der niedrige Ölpreis –, welche die Investitionen 2015 und 2016 gebremst haben, dürften 2017 jedoch spürbar nachlassen. Zudem sollte der Konsum dank steigender Löhne deutlich zulegen und die Pläne der neuen US-Regierung vor allem im zweiten Halbjahr stimulierend wirken. Das US-amerikanische BIP-Wachstum könnte somit auf rund 2,3% im Jahr 2017 und sogar 3,5% in 2018 steigen.

Aus konjunktureller Sicht dürften eine massive Senkung der Unternehmens- und Einkommenssteuer sowie höhere Infrastrukturinvestitionen und steigende Ausgaben für das US-Militär die Hauptpfeiler sein. Ausmaß, Timing und Effekte der Schritte sind aufgrund mangelnder Details allerdings höchst unklar. Für unsere Prognose nehmen wir an, dass die angekündigten umfangreichen Steuer-senkungen für Unternehmen und Haushalte etwa Mitte des Jahres beschlossen werden und es US-Präsident Trump gelingt, einen großen Teil seiner Pläne durch das Parlament bestätigen zu lassen.<sup>1</sup> Dies ist keine kleine Hürde, da viele republikanische Abgeordnete sogenannte „Fiscal Hawks“ (fiskalische Falken) sind und größeren Haushaltsdefiziten negativ gegenüber stehen. Gerade ein Absinken der im internationalen Vergleich hohen Unternehmenssteuern könnte aber über stärkere Investitionsanreize schnell spürbare Wirkungen entfalten, von der auch deutsche Exporteure profitieren sollten. Die Ausgabenpläne für

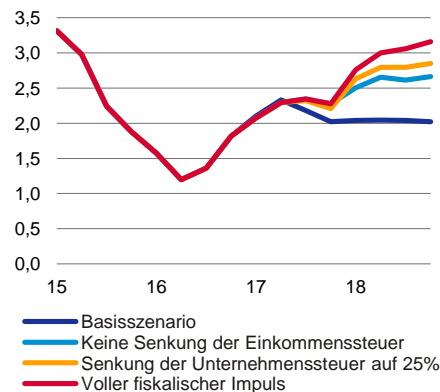
<sup>1</sup> Hooper, P., Luzzetti, M., Slok, T. (2016). Using the Fed's model to evaluate Mr. Trump's fiscal proposals. Global Economic Perspectives. 6. Dezember 2016. Deutsche Bank Research.



Trumps Fiskalpläne könnten BIP-Wachstum deutlich erhöhen

6

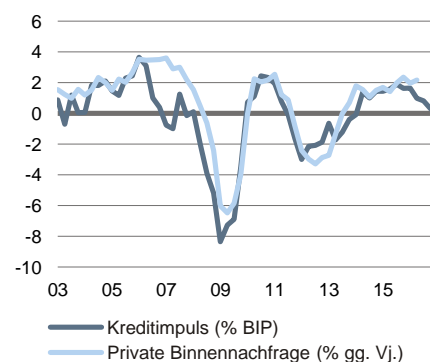
% gg. Vj., Basisszenario der Fed und verschiedene mit dem FRBUS-Modell berechnete Szenarien



Quellen: FRB, Deutsche Bank Research

Schwächeres Kreditwachstum = Risiko für Euroland-Binnennachfrage

7



Quellen: Deutsche Bank Research, EZB, Eurostat

Infrastruktur und Militär dürften aufgrund längerer Planungszeiträume dagegen vermutlich erst 2018 eine größere Rolle spielen.

Die positiven Wirtschaftsaussichten dürften es der amerikanischen Zentralbank erlauben, ihre graduelle Zinsnormalisierung fortzusetzen. Im Verlaufe des Jahres könnten zu den zögerlichen Zinsschritten Ende 2015 und Ende 2016 mindestens zwei weitere Zinserhöhungen hinzukommen, die die Fed-Funds Rate Ende 2017 auf über 1% bringen dürfte. Dies sollte dem US-Dollar neuen Auftrieb verleihen, da andere Zentralbanken aufgrund einer weniger günstigen Wirtschaftslage die extrem niedrigen Zinsniveaus beibehalten dürften, was eine Kapitalverlagerung in die USA attraktiv macht. Der US-Dollar könnte somit gegenüber dem Euro im ersten Halbjahr die Parität erreichen und danach bis Jahresende sogar auf 0,95 aufwerten.

Eurozone: Der Schub lässt nach

Europa ist die einzige Region, in der das Wachstum 2017 spürbar geringer ausfallen dürfte als 2016. Wir rechnen für die Eurozone mit einem Plus von 1,3% nach 1,7% und knapp 2% in den beiden Vorjahren. Auch in Großbritannien dürfte die Konjunktur nachlassen, was sich durch die kräftige Abwertung des britischen Pfunds auch auf die deutschen Unternehmen merklich negativ auswirken dürfte.

Wir sehen vier Hauptgründe für ein verlangsamtes Wachstum in der Eurozone: Nachdem der Einbruch des Ölpreises die realen Einkommen in den letzten beiden Jahren gestützt hat, wird die sich langsam normalisierende Inflation nun zum Gegenwind. Zugleich ist die Erholung des Arbeitsmarktes noch nicht weit genug vorangeschritten, als dass stärker ansteigende Löhne dies kompensieren könnten. Der zweite Gegenwind besteht im schwächelnden Wachstum der Kredite an die Realwirtschaft. Zuletzt hatte es sich auf niedrigem Niveau stabilisiert, was auf eine nachlassende Dynamik der Binnenkonjunktur hindeutet. Von der Fiskalpolitik erwarten wir ebenfalls geringere Impulse, nachdem sie 2016 dank expansiver Politik auch in Deutschland positiv zum Wachstum beigetragen hatte. Der letzte Faktor ist die hohe politische Unsicherheit, die wie in Deutschland die Investitionsbereitschaft der Unternehmen dämpfen dürfte.

Unsicherheit bestimmt das Bild

Der Ausblick für 2017 ist im hohen Maße von (politischer) Unsicherheit geprägt. Sie ist im Zuge des Brexit, der US-Wahl und der näher rückenden Wahlen in den Niederlanden, Frankreich und Deutschland im Jahr 2017 und der wahrscheinlich gewordenen Wahl in Italien bis auf historische Hochs gestiegen, zumindest wenn man nachrichtenbasierte Indikatoren heranzieht. Finanzmarkt-basierte Unsicherheitsindikatoren sind weniger auffällig, wohl nicht zuletzt aufgrund der von den Zentralbanken verabreichten Beruhigungsspielen. Es gibt einen klaren Zusammenhang zwischen hoher (politischer) Unsicherheit und schwachem Investitionswachstum. Nicht nur dürfte es Unternehmen in unsicheren Phasen schwerer fallen, größere Investitionen zu finanzieren; es kann zudem auch attraktiv sein, Investitionsentscheidungen zu verschieben, um eine größere Sicherheit über künftige Absatzmöglichkeiten zu erlangen.

Aus Sicht deutscher Exporteure sind unseres Erachtens die Unklarheit über die künftigen Handelsbeziehungen Großbritanniens mit der EU sowie die global zunehmende Skepsis in der Politik und unter Wählern gegenüber dem Freihandel die zwei aktuell wichtigsten Mittelfristrisiken. Wenn Donald Trump als Präsident alle protektionistischen Wahlkampfversprechen umsetzen würde, wäre dies ein herber Schlag für den Freihandel und wohl ein spürbarer Gegenwind für den Welthandel. Ohnehin haben die schleppenden und zum Teil gescheiterten Ver-

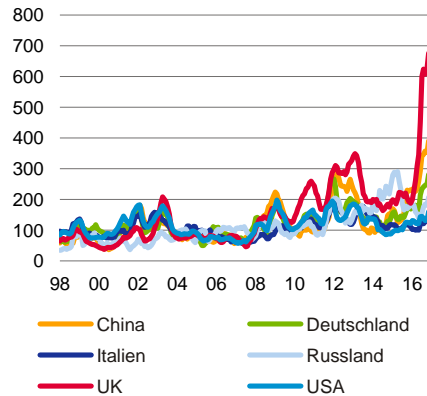


## Ausblick Deutschland

### Ausgeprägte Unsicherheit

8

Wirtschaftspolitische Unsicherheit, nachrichtenbasiert, gl. 6-Monatsschnitt



Quellen: Deutsche Bank Research, Haver

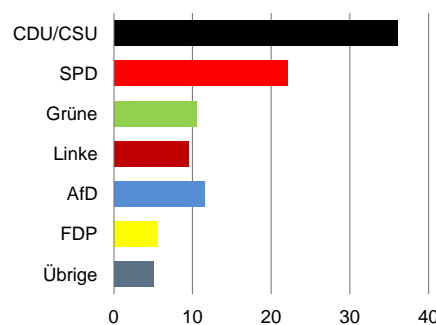
handlungen zu neuen großen Freihandelsabkommen und die steigende Zahl an Handelsbarrieren das Wachstum des Handelsvolumens in den letzten Jahren gebremst.

Ein wichtiges Risiko, das sich auch kurzfristig schon auswirken kann, ist der Effekt von steigenden Zinsen in den USA auf internationale Kapitalströme. Steigende Zinsen und ein aufwertender US-Dollar könnten sich gegenseitig verstärken und Kapitalverlagerungen in die USA treiben. Insbesondere Schwellen- und Entwicklungsländer könnten wie schon 2013 deutlich darunter leiden, wenn die Refinanzierung bzw. Rückzahlung ihres in US-Dollar denominierten Schulden teurer wird, was deren Nachfrage nach deutschen Investitionsgütern bremsen könnte. Darüber hinaus bestehen in China Risiken im Immobilienmarkt, der zuletzt durch erhebliche Preissteigerungen geprägt war. Zwar erwarten wir, dass das BIP-Wachstum in China 2017 dank geld- und fiskalpolitischer Unterstützung nahezu unverändert bei 6,7% liegen wird; sollte es aber einen Schock am Immobilienmarkt geben, hätte dies angesichts der Größe der chinesischen Wirtschaft große Auswirkungen auf die globale Wirtschaft.

### Popularität politischer Parteien in Deutschland\*

9

Stand Mitte Dezember 2016, %



\* Durchschnitt vielbeachteter Umfragen (Allensbach, Infratest Dimap, Forsa, Forschungsgruppe Wahlen, TNS Emnid)

Quelle: Wahlrecht.de

## Deutschland und Europa stellen Weichen für nächste Dekade

2017 wird ein Jahr der Wahlen. In Deutschland stellt die Bundestagswahl im September das politische Großereignis dar. Die Auguren interessiert vor allem, ob Angela Merkel zum vierten Mal Bundeskanzlerin werden kann. Aktuelle Umfragen sprechen dafür. Hier liegt die CDU/CSU deutlich – Mitte Dezember um fast 14 Prozentpunkte – vor der SPD. Allerdings könnte sich der Abstand verringern, wenn die SPD nicht Parteichef Gabriel, sondern den populäreren derzeitigen EU-Parlamentspräsidenten Martin Schulz ins Rennen schickt. Eine Kandidatur von Olaf Scholz, Erster Bürgermeister von Hamburg, erscheint hingegen weniger wahrscheinlich.

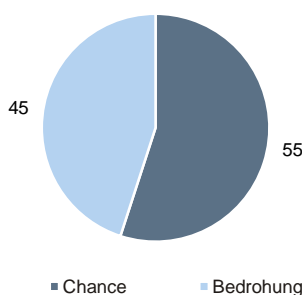
### Angela Merkel dürfte Bundeskanzlerin bleiben

Auch wenn Frau Merkel Kanzlerin bleiben dürfte, ist offen, welche Partei sie als Koalitionspartner mit ins Boot nehmen wird. Laut Bundeskanzlerin gibt es hier unter den derzeitigen Bundestagsparteien keinen Favoriten. Im nächsten Bundestag werden voraussichtlich sieben Parteien vertreten sein, neben den Unionsparteien sowie der SPD noch die Linke, Grüne, AfD und FDP. In einem solchen bunten Parlament hätte die CDU/CSU nach heutigem Stand nur die Alternative einer erneuten Großen Koalition oder eines Dreier-Bündnisses mit den Grünen und der FDP. Letzteres wäre ein Novum und würde wohl erheblichen Abstimmungsbedarf unter den Partnern erfordern.

### Einstellung zur Globalisierung in Europa

10

"Globalisierung ist eine ..."  
Anteil an allen Befragten in %



Quellen: Bertelsmann Stiftung, Deutsche Bank Research

Bis zum Wahltag kann die Dynamik der großen politischen Themen freilich noch vieles bewegen. Flüchtlinge, innere Sicherheit, Renten und soziales Gefälle, heißen die Themen, die die Bürger besonders beschäftigen. Die CDU will darauf mit einem verstärkt konservativ ausgerichteten Kurs antworten. So tritt die Partei u.a. für ein grundsätzliches Verbot der Vollverschleierung und konsequente Abschiebungen sowie für mehr innere und äußere Sicherheit ein.

### Konservativer Kurs der CDU könnte Koalitionsbildung erschweren

Dieser Kurs dürfte es der CDU/CSU erschweren, einen Koalitionspartner zu finden. Sowohl die SPD als vor allem auch die Grünen lehnen weitere Restriktionen bei der Flüchtlingspolitik ab. Auch die steuerpolitischen Vorstellungen der CDU, die Steuererhöhungen für die nächste Legislaturperiode grundsätzlich ablehnt, passen kaum zu den Konzepten von SPD oder Grünen. Beide plädieren – soweit bislang bekannt – für höhere Steuern auf hohe Einkommen, Erb-

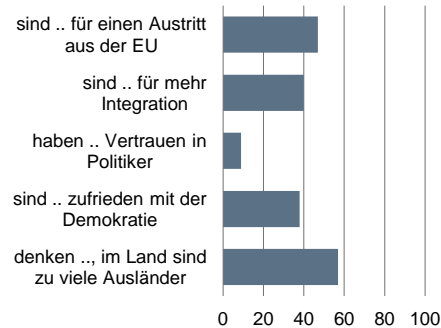


## Ausblick Deutschland

### Politische Einstellungen nach Haltung zur Globalisierung in der EU I

11

Von jenen, die Globalisierung als Bedrohung betrachten, .. % ...

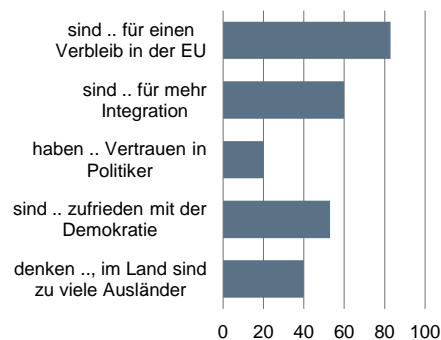


Quellen: Bertelsmann Stiftung, Deutsche Bank Research

### Politische Einstellungen nach Haltung zur Globalisierung in der EU II

12

Von jenen, die Globalisierung als Chance betrachten, .. % ...



Quellen: Bertelsmann Stiftung, Deutsche Bank Research

schaften und Vermögen. Freilich war das auch schon 2013 der Fall und stand einer Koalition, damals bekanntlich mit der SPD, letztlich nicht im Wege.

Die etablierten Parteien führen den Wahlkampf auch mit Blick auf die AfD. Größere Zugewinne der AfD jenseits der Marke von 10% insbesondere zulasten der CDU/CSU würden die Wahrscheinlichkeit einer Neuauflage der Großen Koalition erhöhen. Indes scheint die AfD ihren Zenit erreicht zu haben. Das dürfte daraus resultieren, dass sich die Zahl neu registrierter Flüchtlinge seit April 2016 bei durchschnittlich rd. 16.400 pro Monat stabilisiert hat. Bei einem stärkeren Wiederanstieg der Flüchtlingszahl, Gefährdungen der inneren Sicherheit oder krisenhaften Entwicklungen in der EU bzw. im Eurogebiet könnte die AfD aber rasch (noch) stärkere Zustimmung erfahren.

### EU: Herausfordernde Agenda ungeachtet nationaler Wahlen

Auf europäischer Ebene wird die Agenda 2017 durch Wahlen in zwei – vielleicht sogar drei – weiteren wichtigen Partnerländern sowie das Management schwieriger Baustellen dominiert, insbesondere des Brexit, der Zusammenarbeit der EU-27 und in der Eurozone sowie der Flüchtlingskrise. Wahlen stehen im März in den Niederlanden, im Mai in Frankreich und im Jahresverlauf möglicherweise auch in Italien an. Mit Blick auf diese Länder bestehen erhebliche Bedenken im Hinblick auf den Einfluss EU-skeptischer, populistischer Parteien. Der Wahlsieg von Donald Trump in den USA könnte den Nationalismus in Europa weiter ermutigen und so Fragmentierung befeuern und konsistentes Problemmanagement in der EU erschweren.

### Der Brexit – eine Herkulesaufgabe

Das schwierige Thema Brexit steht in Brüssel – wenngleich oft unausgesprochen – überall im Raum. Vorbereitungen für die Austrittsverhandlungen laufen bereits. Allerdings haben sich Hoffnungen auf eine frühzeitige Klärung des Fahrplans zerschlagen, weil der Oberste Gerichtshof in Großbritannien noch darüber entscheiden wird, ob die dortige Regierung die Austrittserklärung nach Artikel 50 des EU-Vertrages abgeben kann, ohne dass das Parlament zuvor zustimmt oder gar ein entsprechendes Gesetz erlässt. Gleichwohl halten wir eine solche Erklärung zum Ende des ersten Quartals 2017 für das wahrscheinlichste Szenario. Der Europäische Rat wird dann inmitten der Phase nationaler Wahlen das Verhandlungsmandat der EU-Kommission beschließen müssen.

Bislang steht die EU-27 zu ihrer Haltung, dass ein Zugang zum EU-Binnenmarkt nur aufrechterhalten werden kann, wenn Großbritannien alle vier dort geltenden Freiheiten, gewisse Finanzierungsbeiträge und den Europäischen Gerichtshof als Institution für Streitschlichtung akzeptiert. Freilich verlaufen Verhandlungen dynamisch und das Endergebnis kann sich deutlich von den Anfangspositionen unterscheiden – solange beide Seiten ihre Hauptinteressen im Schlussdokument gewahrt sehen.

### Schwieriges Tagesgeschäft wird EU auf Trab halten

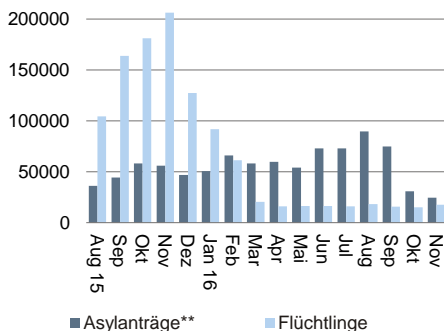
Neben dem Brexit stehen weitere sowohl politisch sensible als auch wirtschaftlich wichtige Themen an. An erster Stelle sind die Zuwanderung und das EU-Türkei-Abkommen zu nennen. Zusammen mit der Schließung der Balkan-Route hat das Abkommen bislang hinreichend gut gewirkt. Die Türkei hat Maßnahmen ergriffen, um Migranten davon abzuhalten, illegal von dort nach Griechenland zu gelangen, im Gegenzug für finanzielle Unterstützung seitens der EU (EUR 3 Mrd. sind zugesichert, weitere EUR 3 Mrd. vorgesehen).



## Ausblick Deutschland

### Asylanträge & registrierte Flüchtlinge im EASY-System\*

13



\* Vorläufige Erfassung, die Doppelzählungen enthalten kann  
\*\* Erstanträge

Quellen: BAMF, BMI

Wichtiger für die Türkei dürfte indes die Zusage der EU sein, die Visa-Pflicht für türkische Bürger aufzuheben, sofern das Land eine Reihe von Bedingungen erfüllt. Dies ist jedoch noch nicht geschehen, weshalb die Visa-Liberalisierung in der Schwebe hängt. Trotz verschärfter Rhetorik sowohl seitens der Türkei als auch der EU, vor allem des Europäischen Parlaments, und wohl anhaltender Spannungen dürften jedoch beide Seiten eine Fortführung des Abkommens als vorteilhaft erachten.

Der zweite Punkt, Handel, betrifft Kernthemen, bei denen sich zeigen dürfte, inwieweit die EU Risse zwischen den Mitgliedstaaten kitten kann und welchen Kurs sie gegenüber externen Partnern fährt. Die Themen hier reichen von der Annahme der Kommissionsvorschläge zum Umgang mit Importen aus China bei künftigen Anti-Dumping-Ermittlungen über die anhängigen Freihandelsabkommen (Ratifizierung von CETA) bis hin zu mehr allgemeinen Aspekten des Freihandels und der Politik offener Märkte mit Blick auf die neue US-Regierung.

### Debatte über Mix von Geld- und Fiskalpolitik im Eurogebiet

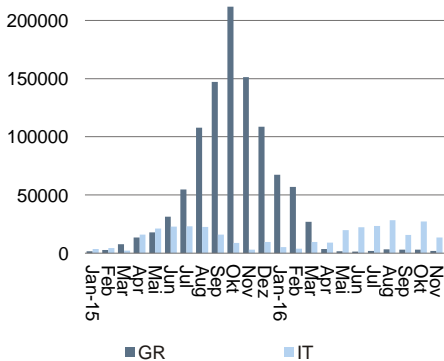
Drittens geht es um einen angemessenen Mix von Geld- und Fiskalpolitik und weitergehende Schritte der Politik-Koordination im Eurogebiet. So hat die EU-Kommission erstmalig eine Empfehlung für einen bestimmten positiven fiskalischen Kurs im Eurogebiet ausgesprochen. Sie empfahl einen zusätzlichen Impuls von 0,5% des BIP, der vor allem von Ländern mit gesunden Staatsfinanzen kommen sollte. Bundesfinanzminister Schäuble hat diesen Vorschlag jedoch als außerhalb der Zuständigkeit der Kommission liegend abgelehnt. Die Eurogruppe betonte zudem, dass die Gestaltung angemessener Fiskalpolitik in der individuellen und gemeinsamen Verantwortung der Mitgliedstaaten liege und sie wies auf die Heterogenität nationaler fiskalischer Spielräume und von Konsolidierungsmaßnahmen hin.

Schließlich steht auch das Verhältnis zu Russland einschließlich der Sanktionen auf der Agenda. Regierungswechsel in manchen Ländern könnten hier zu einer stärker entgegenkommenden Haltung führen. So hat sich der konservative französische Präsidentschaftskandidat, François Fillon, für eine Normalisierung der Beziehungen zu Russland ausgesprochen.

Dieser Hinweis zeigt, dass der Ausgang der Wahlen wesentlichen Einfluss auf das weitere Geschehen in der EU haben wird. In Deutschland, den anderen Partnerländern mit Wahlen sowie mit Blick auf den Brexit auch in der EU-27 insgesamt und in Großbritannien werden 2017 entscheidende Weichen für die nächste Dekade und weit darüber hinaus gestellt.

### Über das Mittelmeer angelangte Flüchtlinge in Griechenland und Italien

14

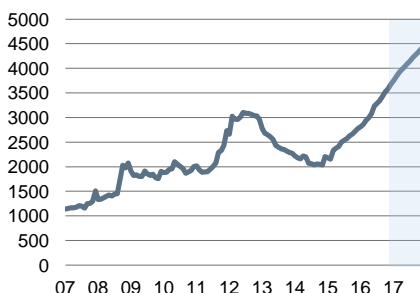


Quelle: UNHCR

### Bilanz der EZB steigt in neue Höhen

15

EZB-Bilanzsumme, Mrd. EUR



Fortschreibung: EUR 80 Mrd. Anleihekäufe pro Monat bis März 2017 danach EUR 60 Mrd.

Quellen: Deutsche Bank Research, EZB

### EZB: QE bleibt bis Ende 2017 erhalten

Auf ihrer Sitzung im Dezember hat die Europäische Zentralbank (EZB) ihr Anleihekaufprogramm (QE) über den bisherigen Mindestzeitraum, der im März 2017 geendet hätte, hinaus verlängert. Sie plant, Anleihen bis mindestens Ende 2017 zu kaufen, um die Konjunktur mit ihrer weiter expansiv ausgerichteten Geldpolitik zu unterstützen. Ab April soll das monatliche Volumen jedoch von EUR 80 Mrd. auf EUR 60 Mrd. gesenkt werden, was mit dem spürbar zurückgegangenen Deflationsrisiko begründet wird. Allerdings betonte EZB Präsident Mario Draghi bei der Pressekonferenz, dass bei den konjunkturellen Aussichten weiterhin die Abwärtsrisiken dominieren und das Kaufprogramm bei Bedarf jederzeit verlängert und/oder ausgeweitet werden könne.

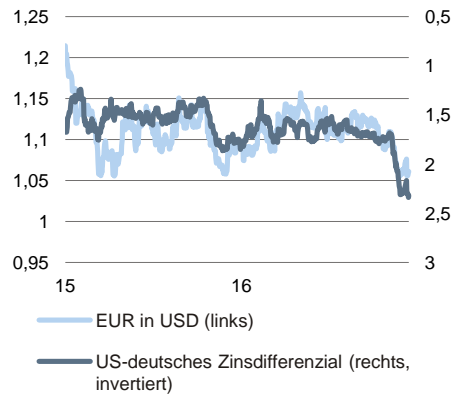
Gegenüber den recht optimistischen Prognosen der Zentralbank sehen wir vor allem beim Wachstum Abwärtsrisiken. Unsere BIP-Wachstumsprognose für die Eurozone in 2017 liegt fast einen halben Prozentpunkt niedriger als jene der EZB. Dazu kommt, dass die Inflation vor allem aufgrund höherer Energiepreise



## Ausblick Deutschland

### Steigende US-Zinsen stärken den USD 16

%-P. Abstand zw. 5J-Staatsanleiherenditen in USA und Deutschland (rechts)



Quellen: Deutsche Bank Research, Global Insight

zunimmt, während die Kerninflation bislang kaum Anzeichen erkennen lässt, zu steigen. Dies dürfte erst bei einer höheren Auslastung des Arbeitsmarktes geschehen. Dennoch sollte eine weitere Reduktion des Anleihekaufprogramms Ende 2017 möglich sein, wenn sich keins der vielen ökonomischen und politischen Risiken materialisiert. Eine Diskussion darüber dürfte im zweiten Halbjahr 2017 ohnehin wieder einsetzen, da es der EZB immer schwerer fallen dürfte, genügend Anleihen am Finanzmarkt zu finden, die ihren Kriterien entsprechen.

Der Ausstieg aus der derzeitigen extremen Geldpolitik dürfte jedoch insgesamt äußerst langsam vonstattengehen und von Pausen gekennzeichnet sein, wie das Beispiel der amerikanischen Notenbank zeigt. Mit einem Anstieg des EZB-Leitzinses von aktuell 0% ist damit auf absehbare Zeit kaum zu rechnen. Die kurzfristigen Marktzinsen sollten dementsprechend in der Eurozone niedrig bleiben. Im Gegensatz dazu könnten die Renditen von Anleihen mit längerer Laufzeit stärker auf den Renditeanstieg in den USA reagieren, wenn auch die anhaltenden Anleihekäufe durch die EZB die (deutschen) Staatsanleiherenditen auf – in historischem Vergleich – niedrigen Niveaus halten dürfte. Davon dürfte der US-Dollar profitieren und gegenüber dem EUR aufwerten.

## Ausblick im Einzelnen

### Privater Konsum: Öl dämpft, aber solider Arbeitsmarkt und Migration stützen

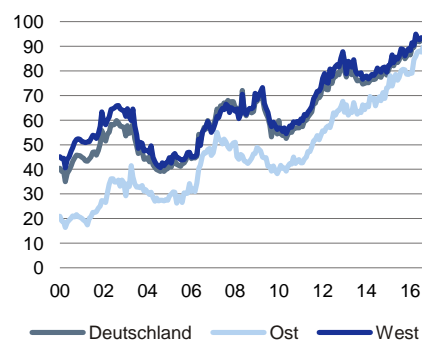
Der private Konsum dürfte sich 2017 auf 1,2% abschwächen (2016: 1,9%), aber immer noch den Hauptwachstumstreiber darstellen. Von 2014 bis 2016 lieferte der private Konsum etwas mehr als die Hälfte des durchschnittlichen BIP-Wachstums von 1,7%. Zurück ging dies auf das günstige Zusammenspiel vom Ölpreiseinbruch, dem zuwanderungsbedingten hohen Beschäftigungswachstum und soliden Lohnzuwächsen.

Der deutsche Arbeitsmarkt zeigte sich 2016 weiter von seiner besten Seite. Die Beschäftigung stieg um 1,0% auf den Rekordwert von rund 43 ½ Millionen und die Arbeitslosenquote fiel auf 6,1%, den tiefsten Stand seit der Wiedervereinigung. Der Beschäftigungsanstieg speist sich weiter vor allem aus dem Eintritt von Migranten in den deutschen Arbeitsmarkt. Die Zuwanderung von Arbeitskräften, insbesondere aus Osteuropa, trägt damit zu einem erheblichen Anteil zum Wachstum der deutschen Wirtschaft bei und lindert die teilweisen bestehenden Arbeitskräfteengpässe. Im Jahr 2016 dürften etwa 60% des Beschäftigungsanstiegs von 1,0% auf die Zuwanderung zurückgehen. Eine grobe Abschätzung ergibt, dass etwa ¼ des BIP-Wachstums von 1,9% im Jahr 2016 auf Migration zurückgeht.<sup>2</sup>

Frühindikatoren deuten auf eine anhaltend hohe Nachfrage nach Arbeitskräften in der kurzen Frist hin und unsere insgesamt solide Konjunkturprognose dürfte auch in der mittleren Frist die Arbeitsnachfrage auf einem hohen Niveau halten. Aktuell liegt die Anzahl der offenen Stellen bei fast 1 Million (+9% gg. Vj.) und die Vakanzzeit auf dem Rekordwert von 97 Tagen. Die Beschäftigung dürfte zuwanderungsbedingt weiter zulegen. Für das Jahr 2017 rechnen wir mit einem Anstieg um etwa ½% oder rund 230.000. Gleichzeitig rechnen wir aber auch mit einem Anstieg der Arbeitslo-

### Besetzung offener Stellen wird schwieriger 17

Vakanzzeit (Tage)



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

<sup>2</sup> Wir beachten dabei die typischerweise geringere Produktivität und die kürzere durchschnittliche Arbeitszeit von Migranten im Vergleich zu Inländern. Für die grobe Abschätzung der Arbeitszeit und Produktivität der Zuwanderer gg. Inländern wurde auf Census-Daten des Statistischen Bundesamtes zurückgegriffen. Der negative Lohnabstand der jüngeren Alterskohorte wurde als grobe Näherung für den Produktivitätsrückstand verwendet. Danach liegt der Lohnnachteil bei 25%. Die Arbeitszeit der Ausländer ist aufgrund der unterschiedlichen Beschäftigtenstruktur um etwa 5% geringer. Siehe auch Bräuninger, D., Peters, H. (2014). Temporärer Zuwanderungsboom: Weckruf für die Politik?, Standpunkt Deutschland. 28. Juli 2014. Deutsche Bank Research. Bräuninger, D., Peters, H., Schneider, S. (2015). Flüchtlingszustrom: Eine Chance für Deutschland. Standpunkt Deutschland. 3. November 2015. Deutsche Bank Research.



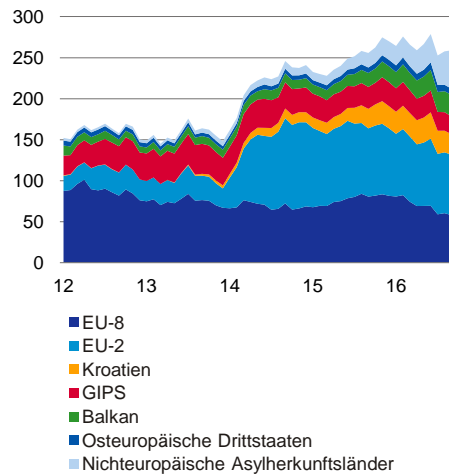


## Ausblick Deutschland

### Beschäftigungsanstieg durch Migration weiter auf hohem Niveau

18

Veränderung gg. Vj. (Tausend Personen)

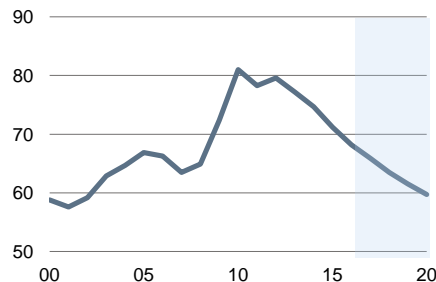


Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

### Gesamtstaat: Schuldenstand

19

in % des BIPs

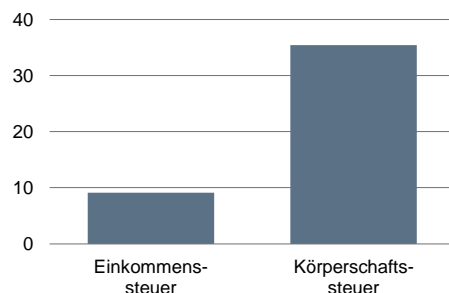


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

### 2016 Gewinnabhängige Steuern

20

% gg. Vj., Q1-Q3 2016 vs. Q1-Q3 2015



Quelle: Bundesbank

senquote auf 6,2%, da sich immer mehr Flüchtlinge nach teilweiser absolvierter Qualifizierung und Sprachkursen arbeitslos melden dürften.

Das Wachstum der Reallöhne dürfte sich 2017 verlangsamen. Für die Nominallöhne gehen wir davon aus, dass sich das Wachstum moderat auf etwa 2 ½% erhöht. Etwa die Hälfte der Tariflohnanstiege ergibt sich aus den Abschlüssen aus dem Jahr 2016 und diese sehen einen Anstieg von etwas mehr als 2% vor. Die folgenden Tarifrunden dürften den größten Effekt auf die Tariflöhne in 2017 haben: Öffentlicher Dienst (Länder), Einzelhandel, Groß- und Außenhandel und Metall- und Elektroindustrie. Die Erhöhung des Mindestlohns zum 1. Januar 2017 um 4% von EUR 8,50 auf EUR 8,84 pro Stunde erhöht das Lohnwachstum ebenfalls.<sup>3</sup> Der von uns – insbesondere ölpreisbedingte – erwartete Anstieg der Inflationsrate von 0,5% auf 1,6% im Jahr 2017 überkompensiert das stärkere Nominallohnwachstum, so dass sich das Reallohnwachstum von dem ausgesprochen hohen Niveau der letzten zwei Jahre aus verlangsamen dürfte.

### Öffentliche Finanzen: Weiter mit Überschüssen

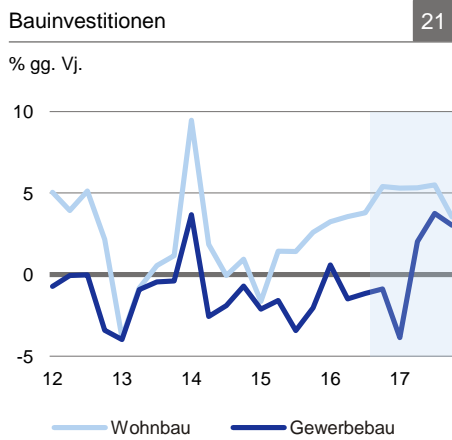
Auch das Jahr 2016 dürfte Deutschland mit einem positiven Finanzierungssaldo von fast EUR 20 Mrd. bzw. 0,5% des BIPs abschließen (nach 0,7% im Jahr 2015). Der hohe Überschuss basiert weiterhin auf sprudelnden Steuereinnahmen (~4% gg. Vj.) dank der guten Inlandsdynamik. Die Einkommenssteuer ist um rund 10% gestiegen, noch stärker wuchs die Körperschaftssteuer mit mehr als 30%. Trotz des jüngsten Anstiegs der Kapitalmarktzinsen dürfte auch die Zinsbelastung weiter gefallen sein. Die Einsparungen im Jahr 2016 dürften mehrere Milliarden Euro betragen haben. Der Finanzierungssaldo wäre noch höher ausgefallen, wenn die Sozialleistungen nicht um 2 ½% gegenüber 2015 gestiegen wären. Damit bleibt der steigende Trend bei den Sozialausgaben bestehen, die – trotz niedrigen Arbeitslosenraten und Beschäftigungsrekord – seit dem Jahr 2011 um 15% zulegen. Auch die hohen Kosten für die Versorgung der Flüchtlinge erhöhten die Ausgaben im Jahr 2016, wobei der Großteil der Ausgaben auf Länder- und kommunaler Ebene anfielen. So stiegen lt. Bundesbank die Ausgaben der Länder an die Kommunen zur Bewältigung der Flüchtlingskrise um fast EUR 3 Mrd. an, wobei den Ländern Mittel in ähnlicher Höhe aus dem Bundeshaushalt zufließen.

Trotz der etwas nachlassenden Wachstumsdynamik im Jahr 2017 (Beschäftigungszuwachs und BIP-Wachstum 0,5% und 1%, 2016 1% und 1,9%) dürfte das nominale Wachstum dank steigender Inflation ähnlich hoch wie in diesem Jahr sein. Zudem könnten 2017 etwas weniger dynamisch wachsende Steuereinnahmen durch die Auflösung von Rücklagen im Bundeshaushalt ausgeglichen werden. Entsprechend erwarten wir auch für 2017 einen positiven Finanzierungssaldo von 0,5%. Wenngleich die Ausgaben zur Bewältigung der Flüchtlingskrise sinken dürften, bleibt auch im Jahr 2017 ein Anstieg von Sozial- und Personalausgaben aufgrund erneut steigender Flüchtlingszahlen das größte fiskalische Risiko. Der prognostizierte Finanzierungssaldo zusammen mit dem nominalen BIP von rund 2% dürfte die Staatsschulden weiter reduzieren. In den letzten Jahren fiel die Staatsverschuldung bereits von über 80% auf aktuell 70%. Setzt sich diese Entwicklung fort, wird die 60%-Schuldengrenze des Maastrichter Vertrages schon vor dem Ende des Jahrzehntes erreicht. Diese Projektion berücksichtigt bereits die Umsetzung einer Steuerreform nach der Bundestagswahl zur Entlastung kleiner und mittlerer Einkommen und damit niedrigerer Überschüsse nach 2017.

<sup>3</sup> Rakau, O., Peters, H. (2016). German wages: Not doing the heavy lifting for the ECB. Focus Europe. 21. Oktober 2016. Deutsche Bank Research.



Bau: Kehrtwende am Gewerbebau



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

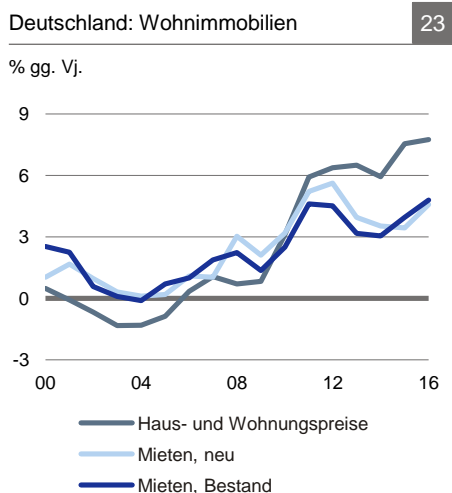
2016 verzeichneten die Bauinvestitionen ein kräftiges Wachstum von fast 3% gg. Vj. Weiterhin dominierte der Wohnbau die Investitionstätigkeit mit einem Plus von rund 4%. Der hohe Nachfrageüberhang, in den Metropolregionen und Großstädten fehlen bis zu 1 Mio. Wohnungen, dürfte weit über das Jahr 2017 hinaus das Hauptthema im Bausektor bleiben. Fehlendes Bauland und Kapazitätsrestriktionen bleiben wichtige Bremsfaktoren für die Bautätigkeit. Für 2017 dürfte aber angesichts des starken Anziehens des Auftragseingangs (2016: +15%) und der Baugenehmigungen (2016: +14%) mit zusätzlicher Dynamik zu rechnen sein. Zudem könnten Bauvorschriften und Umweltauflagen gelockert werden, da angesichts der hohen Zuwanderung, in den letzten beiden Jahren stieg die Bevölkerung um rund 1,5 Mio. Einwohner, neuer Wohnraum dringend benötigt wird. Deshalb erwarten wir eine Ausweitung der Wohnbauinvestitionen um fast 5%. Die Zahl der fertiggestellten Wohnungen könnte dann erstmals auf 300.000 ansteigen. Ausgehend von einem Bedarf von mindestens 350.000 Wohnungen würde damit der Nachfrageüberhang trotzdem ansteigen.



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Aufgrund des hohen Nachfrageüberhangs stiegen auch die Hauspreise 2016 weiter kräftig an. Laut BulwienGesa (126 Städte) legten die Hauspreise, wie erwartet, im Durchschnitt um 5-7% zu und die Wohnungspreise um 7-8%. Wie schon in den letzten Jahren war die Preisdynamik in den Metropolregionen und Großstädten am höchsten. Aber selbst in den kleineren Städten waren vielfach Preissteigerungen zu verzeichnen und in keiner der 126 Städte gaben die Preise nach. Basierend auf den OECD Erschwinglichkeitsindizes, Preis-zu-Einkommen und Preis-zu-Mieten, liegen die Preise nun auf ihrem historischen Durchschnitt und haben damit ihre Normalisierung abgeschlossen. Der Preisboom spiegelt sich auch in der Mietdynamik wider. 2016 erhöhten sich die Neuvermietungsmieten um 4 ½% und die Wiedervermietungsmieten um mehr als 4 ¾%. Dies ist der kräftigste Anstieg seit 1994, trotz der Mietpreisbremse im Jahr 2015.

2017 dürften, angesichts des weiter wachsenden Nachfrageüberhangs, die Preise erneut steigen. Damit beginnt nun die Überbewertungsphase, was die Preisdynamik womöglich ein wenig dämpfen könnte. Zudem könnte der jüngste Zinsanstieg um fast 0,5%-Punkte am Kapitalmarkt die Hypothekenzinsen wieder eher in Richtung 2% steigen lassen (aktuell 1,5%). Da der Abbau des Nachfrageüberhangs jedoch viele Jahre dauert, bleibt das Risiko einer Blasenbildung im aktuellen Zyklus hoch.



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

Der Gewerbebau dürfte 2017 vor einer Kehrtwende stehen. In vielen Städten sind die Leerstände stark gefallen. In den letzten Jahren wuchs die Zahl der Bürobeschäftigten dank der guten Inlandsdynamik jährlich mit rund 2%. Zudem deuten die rasant gestiegenen Auftragseingänge und Baugenehmigungen eine Wachstumsbelebung an, weshalb wir ein Plus von mehr als 1% erwarten (nach fast -6% von 2012 bis 2016). Da der Leerstand trotzdem weiter fallen dürfte, könnte die Investitionsdynamik im Gewerbebau auch über das Jahr 2017 anhalten. Der öffentliche Bau dürfte nach einer starken Ausweitung um 3% in 2016 noch einmal zulegen. Auch hier legten Auftragseingänge und Baugenehmigungen, insbesondere im Straßenbau, Anfang 2016 kräftig zu. Seitdem fallen die Auftragseingänge aber wieder. Zudem war der öffentliche Bau in den letzten fünf Jahren insgesamt recht träge, weshalb wir nach dem starken Jahr 2016 nur ein Plus von ½% in 2017 erwarten.

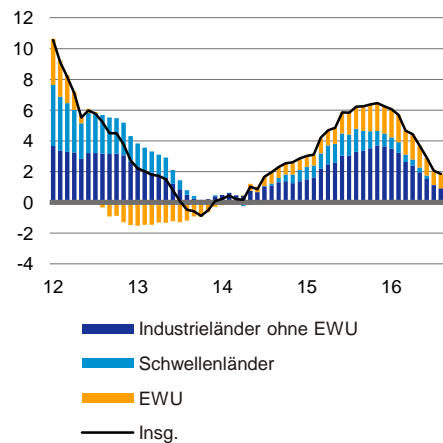


Außenhandel belastet 2017 – Erholung wohl erst H2 2017

Verlangsamung des deutschen Exportwachstums

24

% gg. Vj., %-Pkt., laufender 12M-Durchschnitt

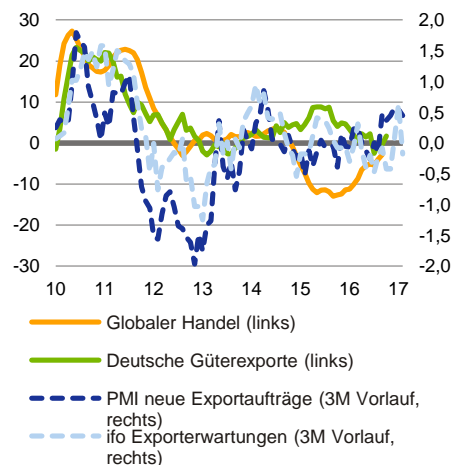


Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Gemischter Ausblick für deutsche Exporte in kommenden Monaten

25

% gg. Vj. (3-Monatsdurchschnitt, links), standardisierte Werte (rechts)



Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo, Markt, Deutsche Bank Research

Die deutsche Exportentwicklung stand 2016 unter keinem guten Stern. Die Auslandsnachfrage – approximiert durch das mit dem jeweiligen Exportmarktanteil gewichtete BIP-Wachstum – schwächte sich im Vergleich zum Vorjahr etwas ab und der Wechselkurs entwickelte sich ungünstig für die deutschen Exporteure.<sup>4</sup> Die schwächere Nachfrage aus den nicht zur EWU gehörenden Industrieländern und den Schwellenländern dämpfte das deutsche Exportwachstum zusätzlich. Eine relativ solide Nachfrage aus der Eurozone stabilisierte hingegen. Schwach entwickelten sich die Exporte in die USA (Jan/Sep 2016: -6% gg. Vj.), dem größten deutschen Exportmarkt mit einem Anteil von rund 9%. Exporte in die Schwellenländer fielen teilweise recht deutlich, da der niedrige Ölpreis und/oder politische Herausforderungen einige Länder erheblich unter Druck setzten (Exporte nach Saudi-Arabien Jan/Sep 2016: -26% gg. Vj.; Brasilien - 17%).<sup>5</sup> Die Exporte nach Italien (+6%), Polen (+5%) und – trotz konjunktureller Abschwächung – nach China (+4%) trugen am stärksten zum Wachstum bei.

Die Stimmungsindikatoren für den Export liefern derzeit gemischte Signale. Während die Einkaufsmanagerindizes ein sehr positives Bild für die nächsten Monate zeichnen, fielen die ifo Exporterwartungen zuletzt deutlich, liegen aber nur leicht unter dem Langfristdurchschnitt. Die insgesamt noch schwach erwartete globale Konjunktur im ersten Halbjahr und die zahlreichen politischen Unsicherheitsherde dürften die dortigen Unternehmen dazu bewegen, Investitionen aufzuschieben. Davon dürften vor allem die Auslandsmärkte in der EWU betroffen sein. Ab dem zweiten Halbjahr 2017 könnte ein beginnender USAufschwung der globalen Konjunktur Schwung verleihen. Daher dürften sich die deutschen Exporte im Jahresdurchschnitt 2017 mit 1,8% gg. Vj. noch relativ schwach entwickeln und 2018 dann deutlicher auf 3,7% anziehen. Dabei unterstellen wir, dass die neue US-Regierung unter Präsident Trump keine Handelsbeschränkungen einführt. Zudem dürften höhere Ölpreise die Lage in den Produzentenländern etwas entspannen. Hinzu kommt, dass unsere FX-Strategen per Saldo einen deutlich schwächeren EUR gegenüber den Haupthandelspartnerwährungen erwarten.

Die Importe dürften angesichts der insgesamt soliden Entwicklung der Binnenwirtschaft über den Prognosezeitraum stärker zulegen als die Exporte. In der Folge belasten die Nettoexporte wahrscheinlich in den Jahren 2016 und 2017 das BIP-Wachstum (jeweils -0,2 %-Punkte). 2018 dürfte der Effekt neutral ausfallen.

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss dürfte 2016 auf das Allzeithoch von 8,8% des BIP steigen. Der deutliche Anstieg seit 2013 kann jedoch fast komplett durch den ölpreisbedingten Rückgang der Ausgaben für Ölimporte erklärt werden. Die zaghafte Erholung des Ölpreises dürfte daher dafür sorgen, dass der Überschuss in 2017 auf 8,2% fällt. Mittelfristig dürften die ungünstigen demographischen Entwicklungen, der anhaltende Immobilienboom und eine deutlich nachlassende Globalisierungsdynamik dafür sorgen, dass der Leistungsbilanzüberschuss auf 7% des BIP im Jahr 2020 fällt.<sup>6</sup>

<sup>4</sup> Peters, H., Heymann, E. (2016). Deutsche Exporte 2016 doppelt unter Beschuss. Ausblick Deutschland. 3. März 2016. Deutsche Bank Research.

<sup>5</sup> Peters, H., Heymann, E. (2016). Ende der goldenen Zeit für Ölstaaten dämpft auch 2016 das deutsche Exportwachstum. Ausblick Deutschland. 5. April 2016. Deutsche Bank Research.

<sup>6</sup> Peters, H., Winkler, R. (2016). Germany's massive CA surplus set to decline. Current Issues. 26. August 2016. Deutsche Bank Research.

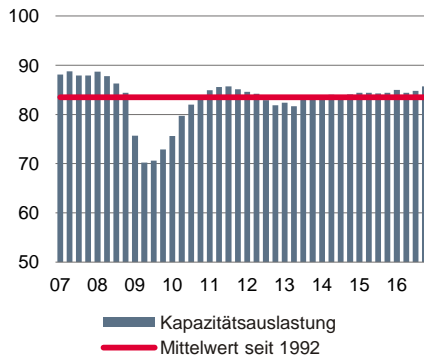


## Ausblick Deutschland

Auslastung liegt leicht über dem langjährigen Durchschnitt

26

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %

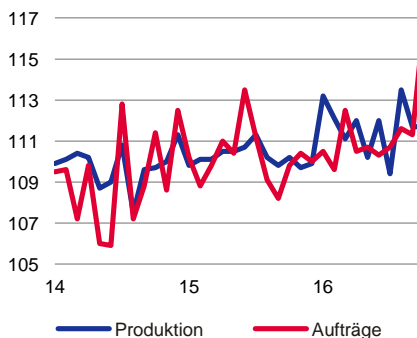


Quelle: ifo Institut

Starker Zuwachs bei Aufträgen am aktuellen Rand

27

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2010=100, sb.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Prognosen Deutschland

28

% gg. Vj.	2016P	2017P	2018P
BIP	1.9	1.1	1.5
Privater Konsum	1.9	1.2	1.4
Staatsausgaben	4.4	2.2	1.0
Anlageinvestitionen	2.2	0.9	2.4
Ausrüstungen	0.7	-1.5	2.4
Bau	2.7	2.2	2.8
Lager, pp	-0.3	-0.1	0.0
Exporte	2.2	1.8	3.7
Importe	3.0	2.5	4.2
Nettoexport, pp	-0.2	-0.2	0.0
Konsumentenpreise	0.5	1.6	1.6
Arbeitslosenquote, %	6.1	6.2	6.6
Industrieproduktion	1.3	0.8	1.2
Budgetsaldo, % BIP	0.5	0.5	0.2
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	68.2	65.9	63.5
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8.8	8.2	7.8
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	275	265	259

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

## Fallende Ausrüstungsinvestitionen in 2017

Das Umfeld für Investitionen in Maschinen und Fahrzeuge bleibt angesichts des verhaltenen Ausblicks für die deutschen Exporte in der kurzen Frist und den hohen Niveaus an (politischer) Unsicherheit sehr verhalten. Die Kapazitätsauslastung liegt zwar derzeit etwa 2 ½% über dem langfristigen Durchschnitt, was aber angesichts der Risiken nicht für eine deutliche Ausweitung der Erweiterungsinvestitionen ausreichen dürfte. Mehrheitlich dürften weiter Ersatzinvestitionen getätigt werden.

Mit der Aufhellung des Exportausblicks ab dem zweiten Halbjahr 2017 dürften auch die Ausrüstungsinvestitionen nach und nach an Fahrt gewinnen. Die prognostizierte Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen im Jahr 2017 ist nicht so schwach, wie es auf den ersten Blick scheint, da der statistische Unterhangeneffekt aus dem Jahr 2016 per se einen Rückgang von 1,6% impliziert. Im Jahresverlauf ergibt sich ein leichter Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen in 2017 (Q4 gg. Q1: 0,7%). Für das Jahr 2018 erwarten wir einen Zuwachs von fast 2 ½%.

## Deutsche Industrie 2017 mit kleinem Produktionsplus

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland dürfte 2016 preisbereinigt um etwa 1% gestiegen sein. Damit konnte das Ergebnis von 2015 (+1,1%) in etwa gehalten werden. Die seit 2012 anhaltende Phase mit relativ geringen konjunkturellen Schwankungen in der deutschen Industrie setzte sich auch 2016 fort. Auch beim Produktionsergebnis der großen Industriebranchen waren 2016 keine größeren Ausschläge zu verzeichnen. Leicht überdurchschnittlich stieg die inländische Fertigung u.a. in der Automobil-, der Pharmasowie der Kunststoffindustrie. Dagegen schnitten die Chemieindustrie, die Metallerzeugung und der Maschinenbau etwas schlechter ab als das Verarbeitende Gewerbe insgesamt.

Das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland dürfte auch 2017 nur ein geringes Produktionsplus erzielen. Wir rechnen mit einem Zuwachs um real 0,5%. Dafür spricht, dass die Schwäche des Welthandels – wie in diesem Bericht skizziert – anhält. Hinzu kommt die geringe Dynamik bei den Ausrüstungsinvestitionen sowohl in Deutschland als auch in wichtigen Exportmärkten. In einem solchen Umfeld dürften die Nachfrageimpulse für die exportintensiven deutschen Industriebranchen mit Fokus auf Investitionsgüter nicht groß genug ausfallen, um ein spürbar höheres Produktionswachstum zu erzielen. Dies gilt z.B. für den Maschinenbau und große Teile der Elektrotechnik. In wichtigen Automärkten dürfte die Pkw-Nachfrage 2017 weniger stark wachsen als 2016 (China), auf hohem Niveau in etwas stagnieren (USA) oder deutlich schrumpfen (UK). In Kontinentaleuropa dürfte sich die Erholung der Autonachfrage jedoch fortsetzen.

Andererseits schätzen wir auch die Gefahr einer Rezession in der deutschen Industrie nicht als übermäßig groß ein. So lagen Ende 2016 die Geschäfts-, Produktions- und Exporterwartungen im Verarbeitenden Gewerbe im positiven Bereich. Zudem nahm die Kapazitätsauslastung im 3. und 4. Quartal 2016 zweimal in Folge zu. Am aktuellen Rand entwickelten sich auch die Auftragseingänge recht dynamisch.

Wichtige Rohstoffpreise dürften 2017 über dem Niveau von 2016 liegen. In der Folge dürften die Volkswirtschaften, deren „Geschäftsmodell“ stark vom Rohstoffexport geprägt ist, wirtschaftlich besser abschneiden als 2015 und 2016. Die Nachfrage dieser Länder nach deutschen Erzeugnissen könnte daher wieder leicht anziehen, jedoch zumeist auf einem recht niedrigen Niveau.

Da wir auch für das Jahr 2018 einen recht schwachen Welthandel erwarten und die Investitionstätigkeit vielerorts noch kraftlos bleibt, ist für die deutsche Industrieproduktion erneut allenfalls ein Produktionsplus von rd. 1% wahrscheinlich.



Hinsichtlich der Beschäftigung rechnen wir für die kommenden Monate in etwa mit einer Seitwärtsbewegung, allerdings auf hohem Niveau.

Barbara Böttcher (+49 69 910-31787, [barbara.boettcher@db.com](mailto:barbara.boettcher@db.com))

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

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

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

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



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P	2016P	2017P	2018P
Euroland	1,7	1,3	1,5	0,2	1,4	1,5	2,9	2,8	2,5	-1,8	-1,5	-1,5
Deutschland	1,9	1,1	1,5	0,5	1,6	1,6	8,8	8,2	7,8	0,5	0,5	0,2
Frankreich	1,2	1,3	1,1	0,3	1,2	1,3	-0,5	-0,3	-0,1	-3,2	-3,2	-3,1
Italien	0,9	0,7	0,7	-0,1	1,0	1,2	2,9	2,7	2,3	-2,3	-2,3	-2,3
Spanien	3,3	2,5	2,2	-0,4	1,7	1,7	1,9	1,7	1,7	-4,4	-3,2	-2,8
Niederlande	2,1	2,1	1,5	0,1	1,0	1,2	10,5	10,2	10,2	-1,1	-0,7	-0,5
Belgien	1,2	1,1	1,3	1,8	2,0	1,8	1,0	1,0	1,0	-3,0	-2,5	-2,6
Österreich	1,3	1,5	1,6	1,0	1,8	1,6	2,6	2,8	3,1	-1,4	-1,2	-1,0
Finnland	1,5	1,2	1,5	0,4	1,3	1,4	-0,6	-0,4	-0,3	-2,3	-2,2	-1,7
Griechenland	0,3	1,4	1,6	0,2	1,3	1,0	1,0	1,2	1,5	-3,7	-2,4	-2,2
Portugal	1,2	1,2	1,1	0,7	1,4	1,5	0,5	0,7	0,7	-2,8	-2,5	-2,5
Irland	3,3	2,8	3,0	-0,1	1,1	1,4	12,0	10,0	8,0	-1,1	-1,1	-1,0
Großbritannien	2,1	1,2	1,1	0,6	2,3	2,7	-5,2	-4,8	-4,0	-3,3	-2,9	-2,5
Dänemark	1,0	1,7	1,8	0,2	1,1	1,4	6,5	6,5	6,5	-2,1	-2,5	-1,9
Norwegen	0,7	1,6	1,8	3,6	2,7	2,5	4,4	6,2	7,0	3,7	3,9	4,2
Schweden	3,2	2,0	2,3	1,0	1,7	1,9	4,6	4,2	4,4	0,1	-0,2	0,0
Schweiz	1,4	1,5	1,7	-0,3	0,5	0,7	9,5	9,3	9,0	-0,1	-0,1	-0,1
Tschech. Rep.	2,3	2,6	2,7	0,6	1,6	2,2	2,1	1,1	0,7	-0,4	-0,8	-0,7
Ungarn	2,2	2,6	2,7	0,4	2,0	2,8	5,6	4,6	4,2	-1,8	-2,6	-2,2
Polen	2,8	3,2	3,4	-0,6	1,4	1,7	-0,5	-1,2	-1,5	-2,6	-3,0	-2,9
USA	1,5	2,3	3,5	1,2	1,9	2,2	-2,8	-3,4	-2,8	-3,2	-3,1	-2,5
Japan	0,7	1,0	1,2	-0,3	0,5	1,1	3,9	3,9	3,7	-3,7	-3,6	-3,2
China	6,7	6,5	6,0	2,0	2,5	2,6	2,4	2,1	1,8	-4,0	-4,0	-4,0
Welt	3,0	3,4	3,8	4,3	5,3	4,5						

\*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.

	2014					2015					2016				2017			
	2014	2015	2016P	2017P	2018P	Q1	Q2	Q3	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	
BIP	1,6	1,7	1,9	1,1	1,5	0,7	0,4	0,2	0,5	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,4	0,3	
Privater Konsum	0,9	2,0	1,9	1,2	1,4	0,6	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,3	0,3	0,3	0,4	0,3	
Staatsausgaben	1,2	2,8	4,4	2,2	1,0	1,1	1,2	1,0	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Anlageinvestitionen	3,4	1,7	2,2	0,9	2,4	1,6	-1,6	0,0	0,5	0,7	0,4	0,4	0,6	0,7	0,4	0,4	0,6	
Ausrüstungen	5,5	3,7	0,7	-1,5	2,4	1,1	-2,3	-0,6	-1,0	0,5	0,2	0,3	0,2	0,5	0,2	0,3	0,2	
Bau	1,9	0,3	2,7	2,2	2,8	2,3	-1,9	0,3	1,8	1,1	0,5	0,5	0,9	1,1	0,5	0,5	0,9	
Lager, %-Punkte	-0,3	-0,5	-0,3	-0,1	0,0	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Exporte	4,1	5,2	2,2	1,8	3,7	1,4	1,2	-0,4	0,4	0,6	0,8	1,1	1,0	0,6	0,8	1,1	1,0	
Importe	4,0	5,5	3,0	2,5	4,2	1,5	0,1	0,2	0,6	0,7	0,9	1,3	1,1	0,7	0,9	1,3	1,1	
Nettoexport, %-Punkte	0,4	0,3	-0,2	-0,2	0,0	0,0	0,6	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Konsumentenpreise*	0,9	0,2	0,5	1,6	1,6	0,3	0,1	0,5	1,1	2,5	1,4	1,3	1,1	0,3	0,1	0,5	1,1	
Arbeitslosenquote, %	6,7	6,4	6,1	6,2	6,6	6,2	6,1	6,1	6,0	6,1	6,2	6,3	6,4	6,1	6,2	6,3	6,4	
Industrieproduktion	1,5	0,5	1,3	0,8	1,2													
Budgetsaldo, % BIP	0,3	0,7	0,5	0,5	0,2													
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	74,9	71,2	68,2	65,9	63,5													
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,3	8,5	8,8	8,2	7,8													
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	213	256	275	265	259													

\*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



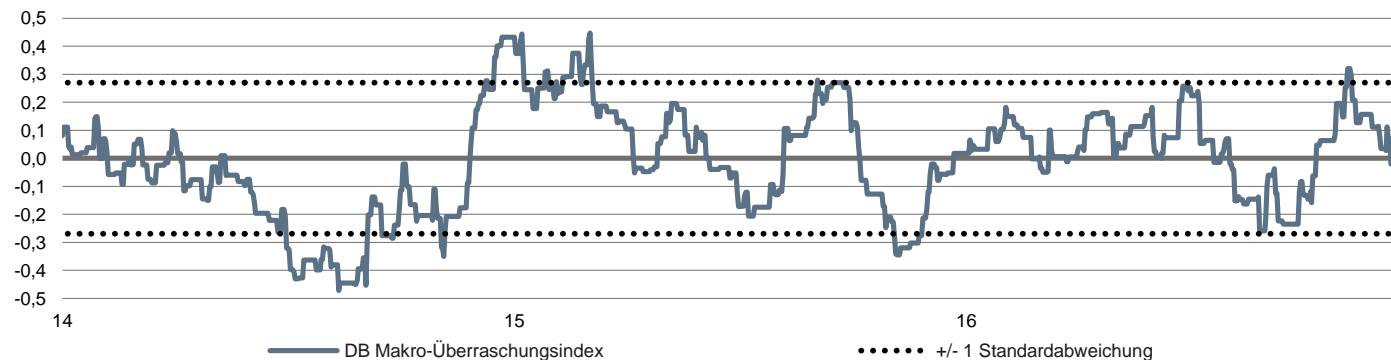
## Ausblick Deutschland

### 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>7</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
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	9 2016	08/11/16	24,4	24,5	-0,1	-0,4	0,3
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	9 2016	08/11/16	-1,6	-0,5	-1,1	-0,9	0,2
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	10 2016	11/11/16	0,8	0,8	0,0	0,2	0,3
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	11 2016	15/11/16	13,8	8,1	5,7	0,7	0,8
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	11 2016	15/11/16	58,8	61,6	-2,8	-0,5	0,2
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	11 2016	24/11/16	110,4	110,5	-0,1	-0,2	0,4
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	9 2016	24/11/16	0,2	0,2	0,0	-0,1	0,3
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	10 2016	29/11/16	-0,6	-0,8	0,2	0,5	0,8
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	10 2016	30/11/16	2,4	1,0	1,4	1,4	0,9
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	11 2016	30/11/16	-5,0	-5,0	0,0	-0,2	0,4
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	11 2016	01/12/16	54,3	54,4	-0,1	-0,1	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	11 2016	05/12/16	55,1	55,0	0,1	0,1	0,6
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	10 2016	06/12/16	4,9	0,6	4,3	2,0	1,0
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	10 2016	07/12/16	0,3	0,8	-0,5	-0,4	0,3
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	10 2016	09/12/16	18,4	22,0	-3,6	-1,4	0,1
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	12 2016	13/12/16	63,5	59,0	4,5	0,5	0,7
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	11 2016	13/12/16	0,8	0,8	0,0	0,2	0,3
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	12 2016	13/12/16	13,8	14,0	-0,2	0,0	0,5
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	12 2016	15/12/16	53,8	54,9	-1,1	-1,2	0,1
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	12 2016	15/12/16	55,5	54,5	1,0	1,0	0,9

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

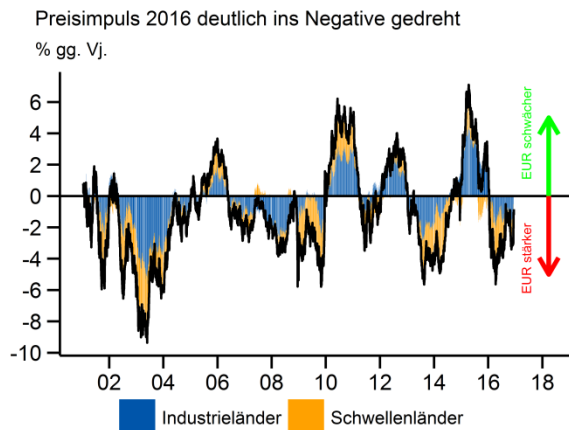
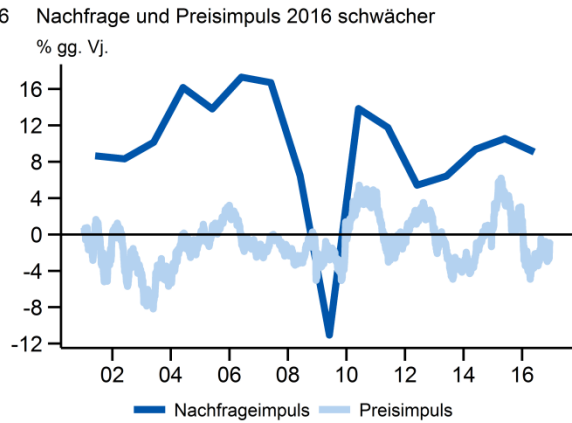
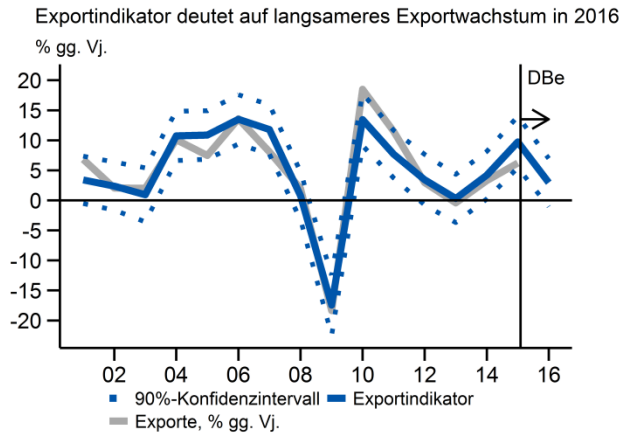
Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)

<sup>7</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.

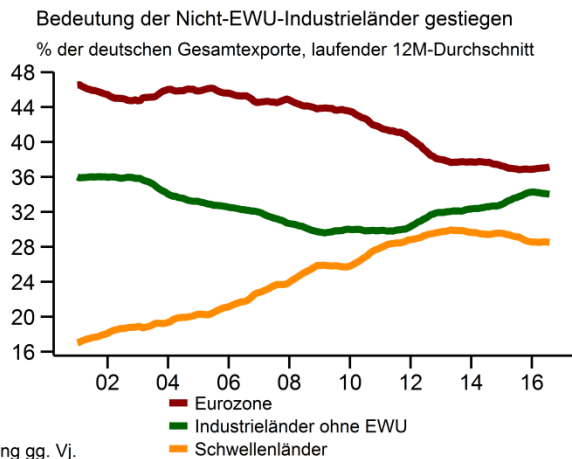


## Exportindikator 2016: Nachfrageimpuls weiter schwach – Preisimpuls ins Negative gedreht

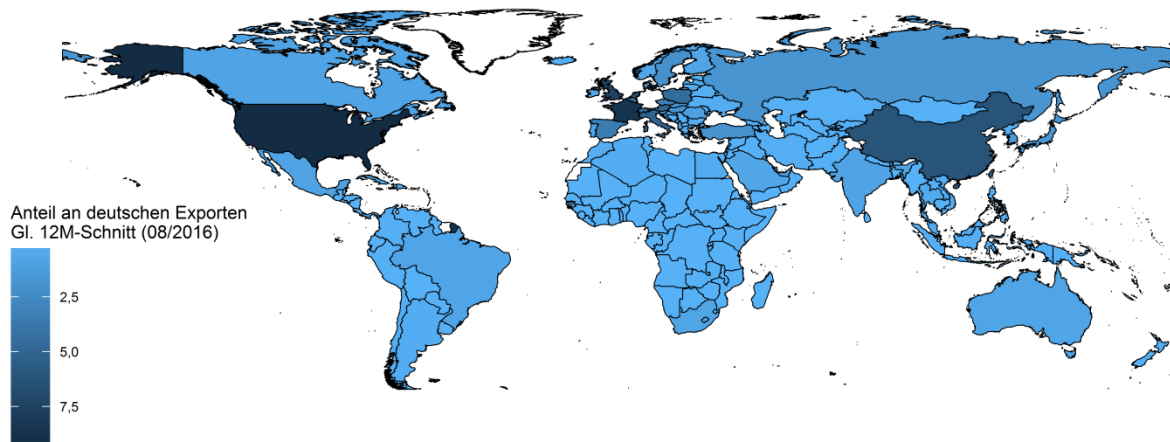
Der Exportindikator identifiziert die Auswirkungen von globalen Nachfrageveränderungen und von Währungsbewegungen (Preisimpuls) auf die deutschen Exporte.<sup>8</sup>



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>8</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland, 3. März 2016.





## Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
19. Jan.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses, nachdem die EZB bei ihrer jüngsten Sitzung ein langes und langsames Auslaufen des QE-Programms angekündigt hat.
23./24. Jan.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Debatte über wirtschaftliche Lage u. Vorschläge für zusätzliche fiskalpolitische Impulse.
3. Feb.	Informeller Europäischer Rat, Malta	Staats- u. Regierungschefs aus 27 Mitgliedstaaten beraten über weitere Entwicklung der EU-27
20./21. Feb.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Lage der Eurozone
9. März	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
März	EU Staats- und Regierungschefs, Rom	Feierlichkeiten anlässlich 60 Jahre Römische Verträge
9./10. März	Europäischer Rat, Brüssel	Voraussichtl. Debatte über Umsetzung der verschiedenen Binnenmarktstrategien (digitaler Binnenmarkt, Kapitalmarktunion u. Energieunion).
15. März	Parlamentswahl in den Niederlanden	Die rechtspopulistische PVV ist derzeit populärste Partei (~20%) – marginal stärker als die konservative VVD von Premierminister Rutte. Umfragen lassen erwarten, dass eine Regierung ohne PVV gebildet werden kann.
Ende März	Regierung in Großbritannien	Übermittlung des Austrittswunsches nach Art. 50 EUV? Wir halten es für das wahrscheinlichste Szenario, dass die Mitteilung durch die britische Regierung Ende März erfolgt.

Quelle: Deutsche Bank Research

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

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
19. Dez. 2016	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Dezember	-	110,4
30. Dez. 2016	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	November	0,0 (-0,4)	0,9 (-0,6)
3. Jan. 2017	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Dezember	0,7 (1,7)	0,1 (0,8)
3. Jan. 2017	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Oktober	6,0	6,0
6. Jan. 2017	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Dezember	-1,0	2,4
6. Jan. 2017	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	November	-2,5	4,9
9. Jan. 2017	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	November	0,9	0,3
9. Jan. 2017	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	November	21,6	20,5
9. Jan. 2017	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	November	2,1 (3,0)	0,5 (2,0)
9. Jan. 2017	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	November	1,3 (1,8)	1,3 (1,8)
24. Jan. 2016	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Januar	-	54,3
24. Jan. 2016	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Januar	-	55,1
14. Feb. 2017	8:00	Reales BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q4 2016	0,5	0,2

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

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,625	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,05
Mrz 17	0,625	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,05
Jun 17	0,875	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,05
Dez 17	1,125	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,96	0,06	-0,32	0,38
Mrz 17	0,98	0,05	-0,30	0,33
Jun 17	1,23	0,05	-0,30	0,34
Dez 17	1,48	0,05	-0,30	0,35

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,57	0,06	0,31	1,39
Mrz 17	3,00	-0,05	0,20	1,35
Jun 17	3,60	0,00	0,25	1,45
Dez 17	3,10	0,00	0,35	1,60

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,07	115,17	0,84	1,26	1,08	9,76	7,44	9,02	4,45	314,89	27,02
Mrz 17	1,03	117,00	0,90	1,14	1,06	9,46	7,46	9,08	4,53	316,25	27,00
Jun 17	1,00	120,00	0,89	1,12	1,04	9,39	7,46	9,05	4,51	317,50	27,00
Dez 17	0,95	125,00	0,90	1,06	1,00	9,25	7,46	9,00	4,55	320,00	26,50

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank



## Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q4 2015	Q1 2016	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Jul 2016	Aug 2016	Sep 2016	Okt 2016	Nov 2016	Dez 2016
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	108,5	106,8	107,8	108,0		108,3	106,3	109,5	110,4	110,4	
ifo Geschäftserwartungen	104,2	100,7	101,8	102,2		102,1	100,1	104,5	105,9	105,5	
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	103,1	100,7	101,9	102,4		102,4	100,8	104,1	105,7	104,8	
Produktion (% gg. Vp.)	-0,4	1,8	-0,8	0,3		-1,5	3,0	-1,6	0,3		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	0,5	0,7	-0,3	0,6		0,4	0,8	-0,3	4,9		
Grad der Kapazitätsauslastung	84,4	85,0	84,4	84,8	85,7						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	3,5	1,4	-5,3	1,9		1,1	1,0	-1,3	1,9		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	10,0	6,3	-0,1	-5,5		-4,6	-2,2	1,6			
ifo Bauhauptgewerbe	123,1	122,7	124,6	126,9		126,1	126,2	128,4	129,0	129,6	
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-4,4	-6,1	-3,2	-2,5		-2,1	-2,5	-2,9	-2,5	-1,2	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,4	0,7	-0,3	0,2		0,5	0,0	-1,5	2,4		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	5,7	4,5	9,4	4,2		-3,9	8,3	9,4	-5,6	1,5	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	0,2	2,1	-1,4	2,6		2,8	-0,2	0,2	3,9		
Exporte (% gg. Vp.)	-0,9	0,5	0,4	-0,1		-1,6	3,6	-1,0	0,5		
Importe (% gg. Vp.)	-1,1	-0,1	-1,2	1,4		0,0	1,9	-0,7	1,3		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	59,6	61,5	65,6	62,3		19,5	21,6	21,1	20,5		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,3	6,2	6,1	6,1		6,1	6,1	6,1	6,0	6,0	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-24,0	-39,3	-29,3	-19,3		-7,0	-7,0	-1,0	-13,0	-5,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,1	1,2	1,2	0,9		1,0	0,9	0,9	0,8		
ifo Beschäftigungsbarometer	109,7	108,4	108,2	109,0		108,1	108,6	110,1	110,7	111,1	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	0,2	0,1	0,0	0,4		0,4	0,3	0,5	0,7		
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,2	1,1	1,0	1,1		1,3	1,0	1,1	1,1		
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-2,3	-2,8	-2,6	-1,7		-2,0	-1,6	-1,4	-0,4		
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-12,6	-14,6	-6,5	2,9		0,2	4,1	4,7	9,1	19,3	
Ölpreis (USD)	44,8	35,1	46,9	47,0		46,6	47,1	47,3	51,4	47,1	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	4,0	5,3	3,6	6,2		4,9	7,2	6,4	7,4	11,8	
EC Unternehmensumfrage	1,5	-2,4	1,7	3,0		4,8	1,6	2,7	5,4	6,8	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	1,7	2,1	0,4	1,5							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,4	2,6	1,9	2,3							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	1,9	3,8	0,7	2,6							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	9,3	7,8	7,2	6,6		7,4	7,2	6,6	5,3		
Trend von M3*						7,2	7,1	6,4			
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	2,7	2,0	2,7	2,6		2,0	2,2	2,6	3,0		
Kredite an öffentliche Haushalte	11,7	-9,1	9,7	-0,1		9,1	9,5	-0,1	4,2		

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

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



## dbStandpunkt

Im „dbStandpunkt“ analysieren und kommentieren wir aktuelle Wirtschafts- und Finanzthemen und beziehen Position in der öffentlichen Debatte. Über das Tagesgeschehen hinaus wollen wir den Blick auf die strategischen Herausforderungen richten, denen sich Deutschland im 21. Jahrhundert stellen muss.

- ▶ **Hochburg der Stabilität:**  
Was Deutschland so erfolgreich macht ..... 15. Dezember 2016
- ▶ **Die dunklen Seiten des QE:**  
Vergemeinschaftung von Schulden  
durch die Hintertür, Enteignung der Sparer  
und Blasenbildung..... 1. November 2016
- ▶ **Ein schwarzer Tag für Europa** ..... 23. Juni 2016
- ▶ **Die EZB muss Kurs ändern**..... 8. Juni 2016
- ▶ **Flüchtlingszustrom:**  
Eine Chance für Deutschland ..... 3. November 2016
- ▶ **Falsche Wohnungspolitik erhöht Blasengefahr**..... 28. Mai 2015
- ▶ **Mehr Infrastrukturinvestitionen –  
trotz fragwürdiger "Lückenanalyse"**..... 5. Dezember 2014
- ▶ **Temporärer Zuwanderungsboom:**  
Weckruf für die Politik? ..... 28. Juli 2014
- ▶ **Die Ökonomie von Sanktionen:**  
Der Westen kann Härte zeigen ..... 19. Mai 2014
- ▶ **Macht Hollande den Schröder –  
und wird es funktionieren?** ..... 24. Februar 2014

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:  
Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

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

© 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