



8. Mai 2017

Positive Signale

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

Mark Wall
+44 207 545-2087
mark.wall@db.com

Editor

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis

Seite

Prognosen.....	2
Zyklischer Aufschwung des Welthandels, trotz zusätzlicher Handelsbeschränkungen	3
Deutsches Beschäftigungswunder: nicht alles Gold, was glänzt – eine sektorale Betrachtung	6
Äußerst schmallippige EZB.....	11
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland.....	14
Exportindikator.....	15
Eventkalender.....	16
Datenkalender.....	16
Finanzmarktprognosen.....	17
Datenmonitor	18

Original in englischer Sprache: 5. Mai 2017

Zyklischer Aufschwung des Welthandels, trotz zusätzlicher Handelsbeschränkungen. Im Jahr 2016 war das Wachstum des Welthandels mit +1,3% schwach und in manchen Monaten sogar rückläufig. Im Winterhalbjahr aber nahm der Welthandel mit einem Plus von rund 3% gegenüber den Vorjahresmonaten wieder Fahrt auf. Die aktuelle Dynamik ist wohl auch auf den Anstieg des Rohölpreises auf über USD 50/Bbl. zurückzuführen, wodurch die Investitionstätigkeit in vielen Emerging Markets und auch den USA wieder anzog. Ölpreisbedingte höhere Einnahmen ermöglichen bis dato aufgeschobene Investitionen in der Ölindustrie und anderen Sektoren und stimulieren damit den Welthandel. Unser Modell prognostiziert allerdings nur ein moderates Wachstum von etwas mehr als 2% im Jahr 2017 und rund 3% im Jahr 2018. Aufgrund der aktuellen Wachstumsdynamik und struktureller Unsicherheiten beschreibt dies wohl eher den unteren Rand des Prognosekorridors. Die insgesamt vorsichtige Prognose steht allerdings auch mit den zunehmenden globalen Handelsrestriktionen im Einklang, denn trotz gegenteiliger Beteuerungen auf G20-Gipfeln steigt die Zahl der Handelshemmnisse an.

Ende 2016 waren in Deutschland rd. 44 Mio. Menschen erwerbstätig, mehr als jemals zuvor. Gegenüber 2005 erhöhte sich die Zahl der Erwerbstätigen um knapp 11% oder um mehr als 4 Mio. Erwerbstätige. Auf sektoraler Ebene gab es erhebliche Unterschiede. Bei den Unternehmensdienstleistern nahm die Erwerbstätigkeit am stärksten zu (2016 gg. 2005: +36%). Auf dem zweiten Platz folgen die öffentlichen Dienstleister einschließlich Erziehung und Gesundheit mit einem Plus von 14%. Knapp 70% des absoluten Anstiegs der Erwerbstätigkeit seit 2005 sind auf diese beiden Wirtschaftszweige zurückzuführen. Beide Bereiche sind jedoch durch eine unterdurchschnittliche Produktivität charakterisiert. Dies trübt das positive Gesamtbild am deutschen Arbeitsmarkt. Für ein kräftigeres Lohnwachstum müsste in Sektoren mit hoher Produktivität die Erwerbstätigkeit überdurchschnittlich steigen. Dem steht jedoch ein Fachkräftemangel in einzelnen Branchen und Regionen gegenüber.

Äußerst schmallippige EZB. Auf der Pressekonferenz am 27. April dämpfte der EZB-Präsident die hohen Erwartungen auf eine baldige Änderung der Geldpolitik. Er sah noch keinen Nachweis für eine nachhaltige Belebung der Preisdynamik und wollte offensichtlich einem vorzeitigen Einpreisen von Zinsanstiegen entgegenwirken. Unserer Ansicht nach setzt sich die Konjunkturerholung in der Eurozone fort und das Wachstum ist kräftig genug für eine Reflationierung. Entsprechend erwarten wir für Juni eine Anpassung der Forward Guidance, für September die Ankündigung die Anleihekäufe der EZB im Jahr 2018 zurückzuführen und für Dezember 2017 eine Anhebung des Einlagensatzes. Aufgrund des sehr schmallippigen EZB-Präsidenten halten wir jedoch auch eine spätere Anpassung der Forward Guidance für möglich.



Ausblick Deutschland: Positive Signale

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

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

*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	2016	2017P	2018P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	
BIP	1,6	1,7	1,9	1,1	1,6	0,7	0,5	0,1	0,4	0,4	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	
Privater Konsum	0,9	2,0	2,0	1,0	1,4	0,7	0,2	0,2	0,3	0,3	0,2	0,4	0,3	0,2	0,4	0,3	0,3	
Staatsausgaben	1,2	2,8	4,0	1,5	1,0	1,3	0,9	0,2	0,8	0,3	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	
Anlageinvestitionen	3,4	1,7	2,3	0,4	2,8	1,8	-1,5	-0,2	0,8	-0,2	1,2	0,6	0,7	1,2	0,6	0,6	0,7	
Ausrüstungen	5,5	3,7	1,1	-0,2	2,4	0,9	-2,3	-0,5	-0,1	1,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Bau	1,9	0,3	3,0	1,0	3,7	2,7	-1,7	-0,3	1,6	-1,4	2,2	1,0	1,2	2,2	1,0	1,0	1,2	
Lager, %-Punkte	-0,3	-0,5	-0,1	0,2	0,0	-0,4	-0,1	0,3	0,3	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	
Exporte	4,1	5,2	2,6	3,0	3,7	1,4	1,2	-0,3	1,8	0,8	0,7	1,1	1,0	0,8	0,7	1,1	1,0	
Importe	4,0	5,5	3,7	3,6	4,1	1,4	0,1	0,4	3,1	0,1	0,6	1,3	1,1	0,1	0,6	1,3	1,1	
Nettoexport, %-Punkte	0,4	0,3	-0,4	-0,1	0,0	0,1	0,5	-0,3	-0,4	0,4	0,1	0,0	0,0	0,4	0,1	0,0	0,0	
Konsumentenpreise*	0,9	0,2	0,5	1,7	1,6	0,3	0,1	0,5	1,1	1,9	1,6	1,6	1,8	1,9	1,6	1,6	1,8	
Arbeitslosenquote, %	6,7	6,4	6,1	5,8	6,0	6,2	6,1	6,1	6,0	5,9	5,8	5,7	5,8	5,9	5,8	5,7	5,8	
Industrieproduktion	1,5	0,5	1,3	0,6	1,4													
Budgetsaldo, % BIP	0,3	0,7	0,8	0,5	0,2													
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	74,9	71,2	68,3	65,9	63,4													
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,3	8,3	8,4	8,0	7,8													
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	213	253	263	259	260													

*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

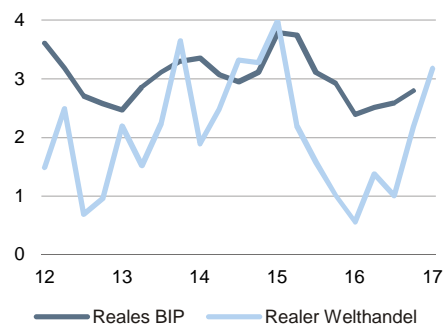


Ausblick Deutschland: Positive Signale

Global: BIP vs. Welthandel

1

% gg. Vj.

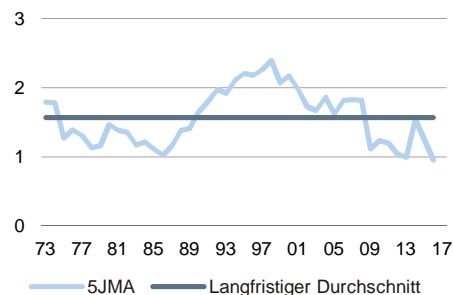


Quellen: OECD, CPB, Deutsche Bank Research

Welthandelrelativität relativ zu globalem BIP-Wachstum

2

dimensionslos

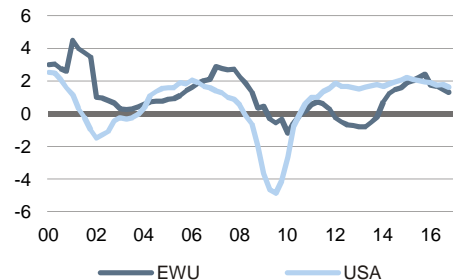


Quellen: OECD, CPB, Deutsche Bank Research

USA und Eurozone: Beschäftigung

3

% gg. Vj.

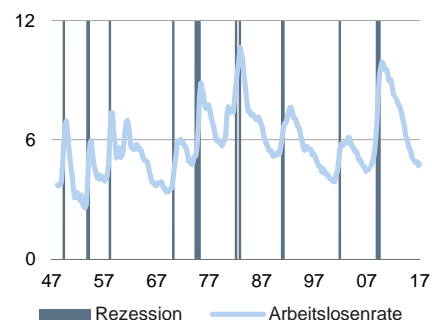


Quellen: Eurostat, BLS, Deutsche Bank Research

US-Konjunkturzyklen: Arbeitslosenrate vs. Rezessionen

4

%



Quellen: BEA, Department of Labor, Deutsche Bank Research

Zyklischer Aufschwung des Welthandels, trotz zusätzlicher Handelsbeschränkungen

- Im Jahr 2016 war das Wachstum des Welthandels mit +1,3% äußerst schwach und in manchen Monaten sogar rückläufig. Im Winterhalbjahr aber nahm der Welthandel mit einem Plus von rund 3% gegenüber den Vorjahresmonaten wieder Fahrt auf. Angesichts des globalen Stimmungshochs könnte diese Belebung eine Fortsetzung finden.
- Allerdings spiegeln harte Konjunkturindikatoren diese Entwicklung bis jetzt nur teilweise wider. Insofern könnte die Stimmung die tatsächliche Entwicklung etwas überzeichnen. Zwar dürfte unsere einfache Modellschätzung des Welthandels, die nur ein moderates Wachstum von etwas mehr als 2% im Jahr 2017 und rund 3% im Jahr 2018 ergibt, wohl den unteren Rand des Prognosekorridors bilden. Trotzdem dürfte der zyklische Aufschwung auch aufgrund der seit 2008 sukzessiv zunehmenden globalen Handelsrestriktionen eher schwach bleiben.
- Die aktuelle Dynamik des Welthandels ist wohl auch auf den Anstieg des Rohölpreises auf über USD 50/Bbl. zurückzuführen, wodurch die Investitionstätigkeit in vielen Emerging Markets und auch den USA wieder kräftig anzog. Denn die dank höherem Rohölpreis gesteigerten Einnahmen erlauben die Finanzierung des Nachholbedarfs von Investitionen in der Ölindustrie und auch anderen Sektoren und stimulieren damit den Welthandel.

Welthandel wächst um mehr als 3% zum Jahresstart 2017

Seit dem Jahr 2012 dümpelt der Welthandel vor sich hin und wuchs anders als in den vergangenen Jahrzehnten sogar schwächer als das globale BIP. Die wenig dynamische Entwicklung seit dem Jahr 2012 deutet auf strukturelle Veränderungen hin.¹ Phasenweise schrumpfte der Welthandel in den letzten zwei Jahren sogar, was zuvor nur in der schweren Rezession 2001/02 und nach dem Globalen Finanzcrash 2007/08 zu beobachten war. Doch die jüngsten Daten zeigen eine Belebung des Welthandels an. Gegen Ende des Jahres 2016 war ein Plus um rund 3% gegenüber den Vorjahresmonaten zu verzeichnen, welches zum Jahresbeginn 2017 Bestand hatte. Gleichzeitig legt auch die globale Industrieproduktion mit rund 3% zu.

Konjunktur: Lohn- und Produktivitätssteigerung wahrscheinlicher

Auch das globale Konjunkturumfeld ist aktuell wachstumsfreundlicher als in den Vorjahren. Dank des relativ langen aktuellen Konjunkturzyklus von bald 10 Jahren sind die Arbeitslosenraten in vielen Ländern unter langfristige nationale Durchschnittswerte gerutscht, die Beschäftigung hat weltweit angezogen und in einigen Sektoren und Ländern zeichnet sich ein Fachkräftemangel ab. Diese potenzielle Knappheit am Arbeitsmarkt macht Lohn- und Produktivitätssteigerungen heute im Vergleich zu dem trägen Umfeld der letzten Jahre wahrscheinlicher. Zudem haben die von der US-Regierung angekündigten Steuererleichterungen und Deregulierungsvorhaben die globalen Wachstumserwartungen zusätzlich befeuert.

Stimmungsindikatoren und Rohstoffpreise treiben Welthandel

In diesem Umfeld haben sich viele Stimmungsindikatoren, gerade in den USA, aber nicht nur dort, deutlich verbessert. Zu den für den Welthandel wichtigsten Indikatoren zählen Analysten typischerweise Einkaufsmanagerindizes des Verarbeitenden Gewerbes, in erster Linie den globalen PMI und für die US-

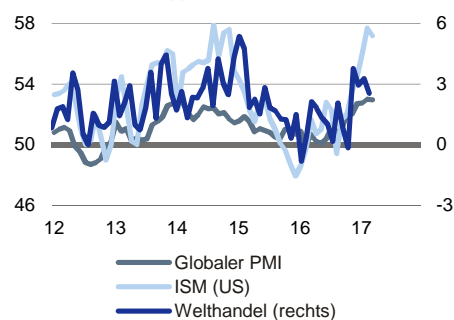
¹ Vgl. Peters und Schneider (2014). Sluggish global trade – cyclical or structural? Global Economic Perspectives.



Ausblick Deutschland: Positive Signale

Welthandel vs. globaler PMI und US-Einkaufsmanagerindex: ISM 5

linke y-Achse: Index < 50 Kontrak., > 50 Expansion
rechte y-Achse: % gg. Vj.



Quellen: Markit, ISM, CPB, Deutsche Bank Research

Welthandel vs. ifo-Erwartungen 6

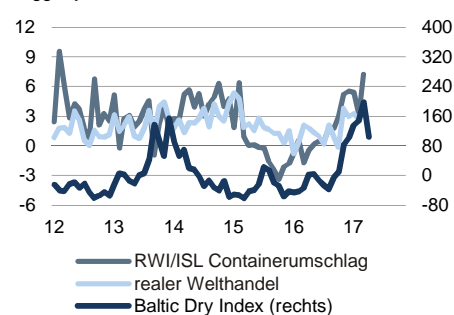
linke y-Achse: Index < 100 Kontrak., > 100 Expans.
rechte y-Achse: % gg. Vj.



Quellen: Markit, ISM, CPB, Deutsche Bank Research

Welthandel und Schifffahrt: Baltic Dry Index und RWI/ISL Containerumschlag 7

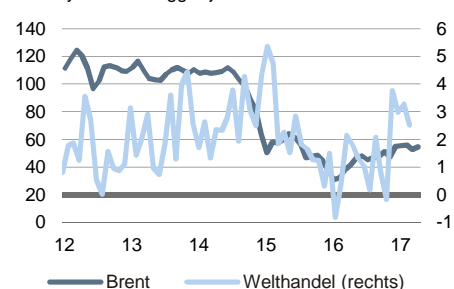
% gg. Vj.



Quellen: Bloomberg Finance LP, RWI/ISL, Deutsche Bank Research

Welthandel und Rohölpreise 8

linke y-Achse: USD/Bbl.
rechte y-Achse: % gg. Vj.



Quellen: Bloomberg Finance LP, CPB, Deutsche Bank Research

Wirtschaft den ISM-Index. Diese haben einen Vorlauf von wenigen Monaten und deuten eine weitere Wachstumsbelebung an. Aufgrund der deutschen Exportstärke berücksichtigen wir zudem die Erwartungen deutscher Unternehmen für die nächsten sechs Monate (ifo-Erwartungen). Unseren Berechnungen nach haben die ifo-Erwartungen gegenüber dem Welthandelswachstum sogar einen Vorlauf von zwölf Monaten.

Auch globale Indikatoren aus der Schifffahrt werden regelmäßig herangezogen, um die Dynamik des Welthandels einzuschätzen. Der umfragebasierte Baltic Dry Index misst die Preisentwicklung für den Transport von wichtigen Rohstoffen, wie Kohle und Eisenerz, auf den globalen Schiffsrouten, und der RWI/ISL-Index den globalen Containerumschlag und damit auch die Menge der transportierten Endprodukte. Beide Indikatoren sind jüngst auf Mehrjahreshochs gesprungen (Grafik 7) und bestätigen damit die verbesserte globale Dynamik. Allerdings ist in den letzten Jahren eher ein loser Zusammenhang mit der Entwicklung des Welthandels festzustellen. Die aktuellen Hochs beider Indikatoren sollten daher nicht eins-zu-eins auf den Welthandel übertragen werden.

Rohstoff- und Ölpreise sind weitere wichtige Determinanten des Welthandels, wobei höhere Preise für sich genommen das Wachstum dämpfen. Jedoch steigen die Rohölpreise oftmals dank eines verbesserten Wachstumsumfelds, wovon auch gleichzeitig der Welthandel profitiert. Auch in den letzten Monaten haben die anziehenden Rohölpreise wohl den Welthandel stimuliert. Denn der besonders niedrige Rohölpreis von teilweise unter USD 30/Bbl. zu Beginn des Jahres 2016 hat nicht nur die Exporte vieler Emerging Markets reduziert, sondern auch einen Investitionsstopp und damit eine kräftige Reduktion der Importe bewirkt. So reduzierten die Emerging Markets ihre Bestellungen deutscher Autos und Produkte aus dem Maschinenbau kräftig. Auch in den USA führte der besonders niedrige Ölpreis zu einer deutlichen Abnahme der Investitionstätigkeit in der Schieferölindustrie. Die in den letzten sechs Monaten beobachtete Erholung des Rohölpreises hat deshalb wohl zur Belebung des Welthandels beigetragen. Zudem liegt der Rohölpreis, trotz des Anstiegs auf aktuell wieder rund USD 50/Bbl., immer noch deutlich unter dem Durchschnitt der Jahre 2012-2014 von über USD 100/Bbl. Dank anhaltend hohem Konsumniveau und der Vermeidung von negativen Investitionseffekten könnte das aktuelle Niveau der Rohölpreise für den Welthandel besonders wachstumsförderlich sein.

Modellschätzung bestätigt erhöhte Welthandelsdynamik

Basierend auf den oben diskutierten Stimmungs- und Preisindikatoren modellierten wir das Wachstum des Welthandels. Die Prognosen (out-of-sample) sind generell besonders zuverlässig, wenn nur wenige Variablen berücksichtigt werden. Dies gilt auch für ein nur auf den ifo-Erwartungen und dem Rohölpreis (Brent) beruhendes Welthandelsmodell, welches für die Jahre 2014-2017 eine gute Prognosequalität aufweist (siehe Grafik 10, out-of-sample Root Mean Square Error, RMSE = 1,2%-Punkte). Gemäß diesen Schätzungen nimmt der Welthandel Fahrt auf, jedoch dürfte der Welthandel das aktuelle Tempo zu nächst nicht halten können. Unsere Berechnungen legen Raten von +2,1% im Jahr 2017 und +2,9% im Jahr 2018 nahe. Die Differenz zu den deutlich höheren IWF-Schätzungen des Welthandelswachstums von 3,8% und 3,9% entsprechen dabei der Überschätzung von jährlich 1,8%-Punkten in den Jahren 2014 bis 2016. Unseren Berechnungen nach würde sich die Elastizität des Welthandelswachstums zum globalen BIP-Wachstum damit wieder auf fast 1 verbessern. Angesichts der Überlagerung von zyklischen und strukturellen Bremsfaktoren in den letzten zehn Jahren, sollte man die Prognosequalität eines derartigen Modells nicht überschätzen. Verlieren strukturelle Bremsfaktoren, beispielsweise die Schwäche der globalen ausländischen Direktinvestitionen, an Wirkung, könnte das tatsächliche Wachstum in diesem und dem nächsten Jahr um ½ bis 1%-Punkte über unserer Modellprognose liegen.

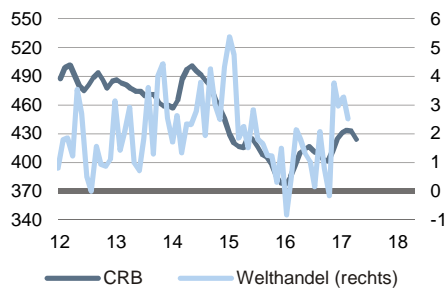


Ausblick Deutschland: Positive Signale

Welthandel vs. Rohstoffpreise

9

linke y-Achse: Index (19 Rohstoffe)
rechte y-Achse: % gg. Vj.



Quellen: Bloomberg Finance LP, CPB, Deutsche Bank Research

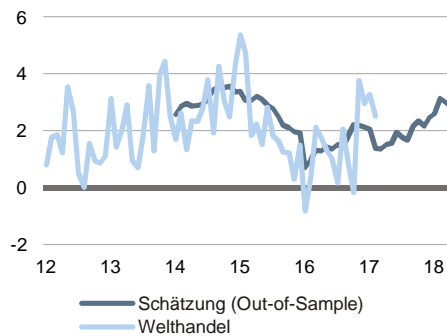
Siegeszug des Protektionismus seit dem Jahr 2008

Die Zahl der globalen Handelshemmnisse ist seit 2008, trotz gegenteiliger Absichtserklärungen auf G20-Gipfeln, ununterbrochen gewachsen. Zudem werden von der neuen US-Regierung anvisierte Handelsabkommen beendet (TPP) oder bestehende neu verhandelt (NAFTA). Die Verhandlungen des Handelsabkommens zwischen der EU und den USA (TTIP) dürften fortgesetzt werden. Ein Vertragsabschluss und zusätzliche Impulse für den Welthandel sind aber frühestens gegen Ende des Jahrzehntes zu erwarten. Im aktuellen von zunehmendem Protektionismus geprägten Umfeld ist einer der wenigen Lichtblicke das CETA-Abkommen. Nach der Vertragsunterzeichnung zwischen der EU und Kanada im November 2016 besteht die berechtigte Hoffnung, dass auch die nationalen Parlamente in Europa den Vertrag ratifizieren. Dieser Lichtblick dürfte die Welthandelsdynamik aber nur geringfügig stimulieren – zumindest relativ zu den zahlreichen zusätzlichen protektionistischen Maßnahmen. Die aktuelle Wachstumsbelebung dürfte also eher zyklische als strukturelle Ursachen haben.

Welthandel vs. Modell

10

% gg. Vj.



Quellen: CPB, Deutsche Bank Research

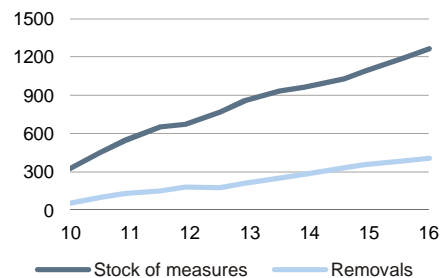
Abwärtspotenzial für deutsche Nettoexporte und Leistungsbilanz

Deutschlands Exportindustrie dürfte von einer kräftigeren Welthandelsdynamik erneut profitieren. Bereits im Januar und Februar überraschten die nominalen Exporte positiv. Relativ zu unserer aktuellen Prognose der realen Exporte von 3% im Jahr 2017 und 3,7% im Jahr 2018 bestehen daher beträchtliche Aufwärtssrisiken. Denn ausgehend von unseren Schätzungen für den Welthandel (2,1% im Jahr 2017 und 2,9% im Jahr 2018) und der Exportelastizität relativ zum Wachstum des Welthandels im Jahr 2016 von rund 2 könnten deutsche Exporte auf über 4% im Jahr 2017 und mehr als 6% im Jahr 2018 ansteigen. Angesichts der soliden Binnenwirtschaft und der Rekordmeldungen vom Arbeitsmarkt dürfte wie in den vergangenen Jahren das Import- das Exportwachstum übertreffen. Basierend auf der Importelastizität relativ zum Wachstum des Welthandels im Jahr 2016 von 2,9 würden die Importe um rund 6% im Jahr 2017 und sogar um 8% im Jahr 2018 zulegen. Folglich könnten die Nettoexporte in den Jahren 2017 und 2018 das BIP-Wachstum stärker reduzieren als bisher prognostiziert (-0,1 und 0,0 %-Punkte). Für eine Prognoserevision bedarf es jedoch einer Umkehr der Exportdynamik zu Jahresbeginn, die im Einklang mit unserer aktuellen Prognose der Nettoexporte im ersten Quartal 2017 steht (+0,4%-Punkte). Diese potenziellen Abwärtssrisiken für unsere BIP-Prognose könnten immerhin einen Rückgang der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse (Jahresende 2016 7½% relativ zum BIP) bewirken und die zahlreichen Kritiker der deutschen Exporterfolge zumindest etwas besänftigen.

Handelsbeschränkungen

11

Zahl der Maßnahmen



Quelle: WTO

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

Deutschland: Reale Export- und Importelastizität

12

% gg. Vj.



Quellen: CPB, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



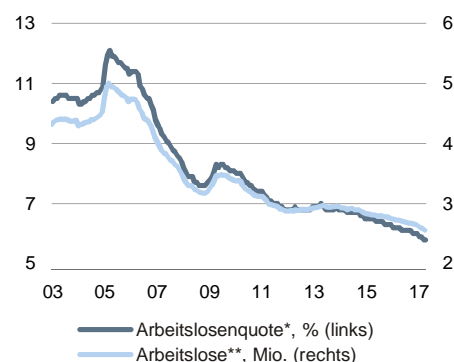
Deutsches Beschäftigungswunder: nicht alles Gold, was glänzt – eine sektorale Betrachtung

- Ende 2016 waren in Deutschland rd. 44 Mio. Menschen erwerbstätig, mehr als jemals zuvor. Gegenüber 2005 erhöhte sich die Zahl der Erwerbstätigen um knapp 11% oder um mehr als 4 Mio. Erwerbstätige.
- Auf sektoraler Ebene gab es erhebliche Unterschiede. Bei den Unternehmensdienstleistern nahm die Erwerbstätigkeit am stärksten zu (2016 gg. 2005: +36%). Auf dem zweiten Platz folgen die öffentlichen Dienstleister einschließlich Erziehung und Gesundheit mit einem Plus von 14%. Knapp 70% des absoluten Anstiegs der Erwerbstätigkeit seit 2005 sind auf diese beiden Wirtschaftszweige zurückzuführen.
- Beide Bereiche sind jedoch durch eine unterdurchschnittliche Produktivität charakterisiert. Dies trübt das positive Gesamtbild am deutschen Arbeitsmarkt. Für ein insgesamt kräftigeres Lohnwachstum wäre es notwendig, wenn der Zuwachs bei der Zahl der Erwerbstätigen zu einem größeren Teil in Sektoren mit höherer Produktivität erfolgte. Dem steht jedoch ein Fachkräftemangel in einzelnen Regionen und Branchen gegenüber.
- Mögliche Gegenmaßnahmen sind bekannt, sie wirken jedoch zumeist nur mittel- bis langfristig. Zu nennen sind höhere staatliche und private Investitionen in Bildung, Forschung und Entwicklung, mehr betriebliche Weiterbildungsmaßnahmen sowie Initiativen, die die Vereinbarkeit von Familie und Beruf oder die Arbeitskräftemobilität verbessern. Um einem sinkenden Erwerbspersonenpotenzial in den kommenden Jahrzehnten entgegenzuwirken, bedarf es mehr Zuwanderung sowie einer (noch) höheren Erwerbsbeteiligung über alle Bevölkerungsgruppen hinweg. Dies ist ambitioniert. Denn die Erwerbstätigenquote der Personen im Alter von 15 bis 64 erreicht aktuell bereits den im langfristigen Vergleich sehr hohen Wert von 75%.

Deutscher Arbeitsmarkt in guter Verfassung

Deutscher Arbeitsmarkt in guter Verfassung

Arbeitslosenquote und Zahl der Arbeitslosen in Deutschland, saisonbereinigt



* Gemessen an allen zivilen Erwerbspersonen
** Bei Arbeitsämtern gemeldet

Quellen: Deutsche Bundesbank, Bundesanstalt für Arbeit

Wenn Anfang 2005, als in Deutschland die Arbeitslosenquote bei rd. 12% lag und über 5 Mio. Menschen arbeitslos gemeldet waren, jemand prognostiziert hätte, dass die Zahl der Arbeitslosen zehn Jahre später dauerhaft und deutlich unter der Marke von 3 Mio. liegen würde, hätte er eine absolute Mindermeinung vertreten. Denn über weite Strecken der 1990er Jahre und auch zu Beginn des neuen Jahrhunderts zählte es zu den typischen Mustern der deutschen Volkswirtschaft bzw. des hiesigen Arbeitsmarktes, dass die Sockelarbeitslosigkeit mit jeder wirtschaftlichen Schwächephase zunahm. Die Trendwende erfolgte erst Mitte des letzten Jahrzehnts, als die Reformen des Arbeitsmarktes zu wirken begannen (Stichwort: Agenda 2010). Günstig wirkte in diesen Jahren zudem die hohe Dynamik der Weltkonjunktur, die bis zum Beginn der Wirtschafts- und Finanzkrise im Herbst 2008 anhielt. Deutschland als offene Volkswirtschaft mit einem Fokus auf innovative Investitionsgüter profitierte hiervon. Zudem trugen die moderaten Tarifabschlüsse dazu bei, die internationale Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft zu verbessern.

Nicht nur die Arbeitslosigkeit ist seit 2005 in Deutschland spürbar gesunken, zugleich expandierte auch die Erwerbstätigkeit deutlich. Ende 2016 waren in Deutschland rd. 44 Mio. Menschen erwerbstätig, mehr als jemals zuvor. Gegenüber 2005 erhöhte sich die Zahl der Erwerbstätigen um knapp 11% oder um mehr als 4 Mio. Erwerbstätige. Auch wenn man sich inzwischen an einen dynamischen deutschen Arbeitsmarkt gewöhnt haben, kann eine solche Entwicklung in der Rückschau durchaus als Beschäftigungswunder bezeichnet werden.

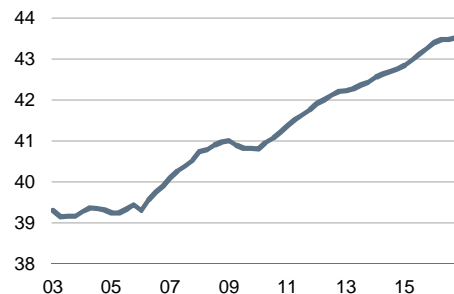


Ausblick Deutschland: Positive Signale

Zahl der Erwerbstätigen steigt recht stetig

2

Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland, saisonbereingt, Mio.

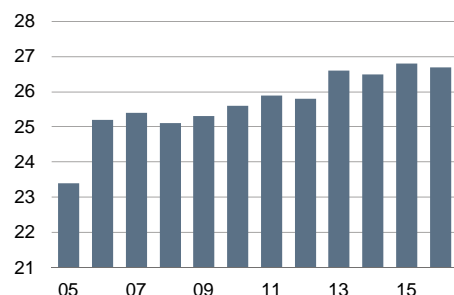


Quelle: Statistisches Bundesamt

Mehr Teilzeitbeschäftigte

3

Anteil der teilzeitbeschäftigten Personen an der gesamten Beschäftigung in Deutschland, %

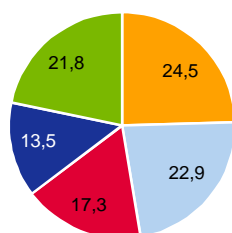


Quelle: Eurostat

Viele Erwerbstätige in öffentlichen Dienstleistungen

4

Anteil einzelner Wirtschaftsbereiche an der Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland, 2016, %



- Öffentliche Dienstleister
- Handel, Verkehr, Gastgewerbe
- Verarbeitendes Gewerbe
- Unternehmensdienstleister
- Sonstige

Quelle: Statistisches Bundesamt

Zwar hinterließ die Wirtschafts- und Finanzkrise ihre Spuren auf dem deutschen Arbeitsmarkt, sodass die Zahl der Erwerbstätigen zum Jahreswechsel 2009/10 einen temporären Tiefpunkt erreichte. Nicht zuletzt dank der großzügigen Regelung zur Kurzarbeit blieb es jedoch nur bei einer kleinen Delle. Seit 2010 nahm die Erwerbstätigkeit in Deutschland um über 6% zu. Die Arbeitslosenquote liegt am aktuellen Rand in saisonbereinigter Betrachtung bei unter 6%. Die Erwerbstätigenquote der Personen im Alter von 15 bis 64 Jahren nahm von gut 65% im Jahr 2005 auf knapp 75% (2016) zu. Dabei nahm in dieser Gruppe der Anteil der Teilzeitbeschäftigten an den gesamten Beschäftigten von 23,4 (2005) auf 26,7% im Jahr 2016 zu (für Erwerbstätige liegen entsprechende Zahlen nicht vor).² Die Zahl der offenen Stellen lag zuletzt bei 960.000. Dies ist ebenfalls ein im langfristigen Vergleich hoher Wert.

Unterschiedliche Entwicklung auf Branchenebene – Dienstleister legen zu

Im Folgenden zeigen wir, welche Sektoren maßgeblich zum Zuwachs bei der Erwerbstätigkeit in Deutschland beigetragen haben und wo sie sich unterdurchschnittlich entwickelt hat. Vor allem aus Gründen der Datenverfügbarkeit bleiben wir dabei auf einer recht hohen Aggregationsstufe (siehe Grafiken 4 bis 6).

Die Unternehmensdienstleister verzeichneten das mit Abstand stärkste Plus an Erwerbstätigen; die Zahl der Erwerbstätigen nahm hier zwischen 2005 und 2016 um 36% zu. Auf dem zweiten Platz folgen die öffentlichen Dienstleister einschließlich der Bereiche Erziehung und Gesundheit mit einem Zuwachs um 14%. Beide Bereiche sind in auch absoluter Betrachtung sehr bedeutsam. Auf sie entfielen 2016 etwa 38% aller Erwerbstätigen in Deutschland (2005: 34,7%). Knapp 70% des absoluten Anstiegs der Erwerbstätigkeit seit 2005 sind auf sie zurückzuführen. Interessant ist, dass der Zuwachs im Betrachtungszeitraum recht stetig erfolgte: Lediglich 2009 nahm bei den Unternehmensdienstleistern die Zahl der Erwerbstätigen leicht ab.

Die Bereiche Handel, Verkehr und Gastgewerbe sowie Information und Kommunikation verzeichneten einen Anstieg der Erwerbstätigkeit um 8,1% bzw. 6,9%. Einen signifikanten Rückgang der Zahl der Erwerbstätigen weisen dagegen die Finanz- und Versicherungsdienstleistungen auf. 2016 waren hier etwa 7% weniger Personen erwerbstätig als 2005.

Außerhalb der Dienstleistungsbranchen erzielte das Baugewerbe zwischen 2005 und 2016 ein Plus bei der Zahl der Erwerbstätigen in Höhe von 7,7%. Damit liegt das Niveau aktuell aber noch um knapp 15% unter dem Durchschnitt der Jahre 1991 bis 2005. In den 1990er Jahren war die Zahl der Erwerbstätigen im Baugewerbe aufgrund des Baubooms nach der Wiedervereinigung hoch. Allerdings begann die Erwerbstätigkeit schon Mitte der 1990er Jahre zu sinken. Der Anstieg der Erwerbstätigkeit im Baugewerbe seit 2005/06 markiert damit eine Trendwende in der langfristigen Entwicklung dieses Sektors, die durch die wieder bessere Baukonjunktur der letzten Jahre ausgelöst wurde.

Das Verarbeitende Gewerbe weist nach den öffentlichen Dienstleistern sowie dem Bereich Handel, Verkehr, Gastgewerbe die höchste absolute Zahl an Erwerbstätigen in Deutschland auf. 2016 lag hier die Zahl der Erwerbstätigen um

² Der hier erwähnte Anteil der Teilzeitbeschäftigten basiert auf Daten von Eurostat. In der deutschen Medienlandschaft werden häufig deutlich höhere Teilzeitquoten genannt. So wurden kürzlich Zahlen des Instituts für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB) in den Medien zitiert, wonach die Teilzeitquote in Deutschland bei knapp 39% liegt. Der Unterschied zwischen den beiden Quoten hängt vor allem davon ab, ob in die Berechnung nur die sozialversicherungspflichtig Beschäftigten oder alle Beschäftigten einbezogen werden. Werden nur die sozialversicherungspflichtig Beschäftigten berücksichtigt, fällt die Teilzeitquote niedriger aus. Hier decken sich am aktuellen Rand die Daten von Eurostat und Bundesagentur für Arbeit (Teilzeitquote 2016: rd. 27%). Bei den nicht sozialversicherungspflichtig Beschäftigten ist die Teilzeitquote deutlich höher.



Ausblick Deutschland: Positive Signale

3,6% über dem Niveau von 2005. Die konjunkturellen Schwankungen in Folge der Rezession 2008/09 waren besonders stark ausgeprägt. Damit unterscheidet sich die Industrie deutlich von den Dienstleistungen, wo der Zuwachs bei der Erwerbstätigkeit stetiger erfolgte.

Outsourcing begünstigt Dienstleistungen

Ein wichtiger Grund für den steilen und recht stetigen Anstieg der Erwerbstätigenzahl bei den Unternehmensdienstleistungen liegt im Outsourcing u.a. des Verarbeitenden Gewerbes. Unternehmensdienstleister erbringen Tätigkeiten für Industriebetriebe, die nicht oder nicht im vollen Umfang zu den eigenen Kernkompetenzen zählen. Dadurch kann die eigene Wertschöpfungskette verschlankt werden. Zu nennen sind z.B. Logistikdienstleistungen, die Steuer- und Rechtsberatung oder Tätigkeiten von Ingenieurbüros. Durch Zeitarbeit oder die Vermietung von Fahrzeugen oder Maschinen können Industrieunternehmen ihre Produktionsprozesse flexibler an konjunkturelle Ausschläge anpassen. So ist es wenig überraschend, dass die Zeitarbeitsbranche (Vermittlung und Überlassung von Arbeitskräften) zwischen 2005 und 2016 maßgeblich zum Zuwachs bei der Zahl der Erwerbstätigen in den Unternehmensdienstleistungen beigetragen hat. Nicht zuletzt wegen der hohen industriellen Lohnkosten in Deutschland ist eine solche Flexibilität beim Einsatz der Arbeitskräfte ein wichtiger Erfolgsfaktor im internationalen Wettbewerb.

Die gestiegene Erwerbstätigkeit bei den öffentlichen Dienstleistern ist vor allem auf mehr Erwerbstätige im (öffentlichen) Pflege- und Gesundheitssektor sowie in Kindertageseinrichtungen zurückzuführen. Diese Bereiche haben einen Rückgang bei der Zahl der Erwerbstätigen in der öffentlichen Verwaltung überkompensiert.

Zuwachs der Erwerbstätigkeit in Sektoren mit niedriger und zum Teil sinkender Arbeitsproduktivität

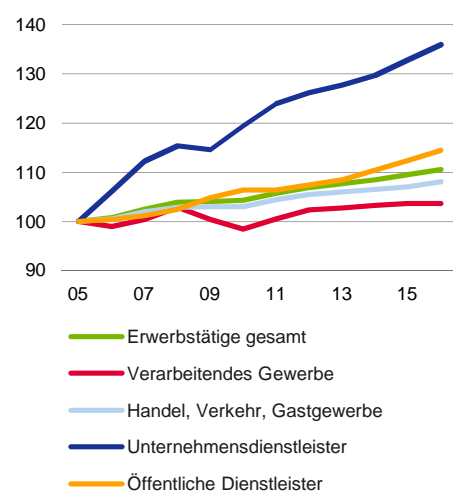
Insgesamt ist der deutsche Arbeitsmarkt also in blendender Verfassung, zumindest auf den ersten Blick. Es ist jedoch nicht alles Gold, was glänzt. Das scheinbar so eindeutig positive Gesamtbild wird durch eine Reihe von Faktoren zumindest getrübt. So hat sich die Arbeitsproduktivität pro Erwerbstätigen in den beiden Sektoren mit dem höchsten Zuwachs der Erwerbstätigkeit seit 2005 (deutlich) schlechter entwickelt als im gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt: Bei den unternehmensnahen Dienstleistern sank die Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen zwischen 2005 und 2016 um insgesamt 15%. Bei den öffentlichen Dienstleistern war immerhin ein Plus von knapp 1% zu verzeichnen. Die gesamte Arbeitsproduktivität pro Erwerbstätigen nahm im genannten Zeitraum dagegen um 6% zu. Zum Vergleich: Im Verarbeitenden Gewerbe stieg die Arbeitsproduktivität pro Erwerbstätigen um 18%, im Sektor Information und Kommunikation sogar um über 60%, weil hier der technische Fortschritt besonders stark ausgefallen sein dürfte. Die sinkende Arbeitsproduktivität pro Erwerbstätigen ist übrigens nicht speziell auf mehr Teilzeitbeschäftigung in den beiden Wirtschaftsbereichen zurückzuführen. Denn der Rückgang der durchschnittlichen Arbeitsstunden pro Erwerbstätigen entspricht in beiden Dienstleistungsbranchen in etwa dem gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt.

Neben der unterdurchschnittlichen Entwicklung der Arbeitsproduktivität pro Erwerbstätigen im Verlauf der letzten Jahre ist ebenfalls bemerkenswert, dass bei den Unternehmensdienstleistern und den öffentlichen Dienstleistern die absolute Produktivität relativ gering ausfällt. Wir haben dazu die nominale Bruttowertschöpfung der einzelnen Wirtschaftsbereiche ins Verhältnis zur Gesamtzahl der jeweils insgesamt geleisteten Arbeitsstunden gesetzt. Dabei kommen die Unternehmensdienstleister auf 82,5% des durchschnittlichen Niveaus aller Wirt-

Starker Anstieg bei Unternehmensdienstleistern

5

Erwerbstätige in ausgewählten Wirtschaftsbereichen in Deutschland, 2005=100

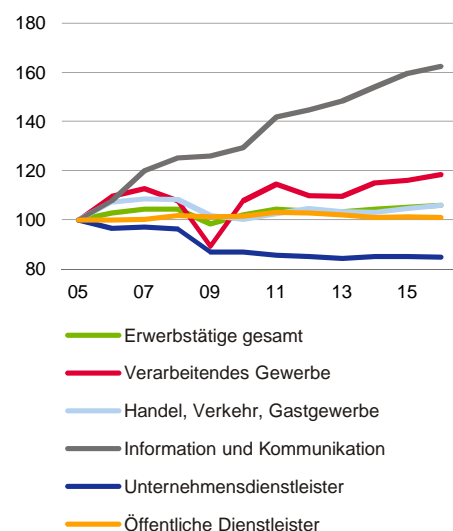


Quelle: Statistisches Bundesamt

Divergierende Entwicklung

6

Arbeitsproduktivität je Erwerbstätigen in ausgewählten Wirtschaftsbereichen in DE, 2005=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

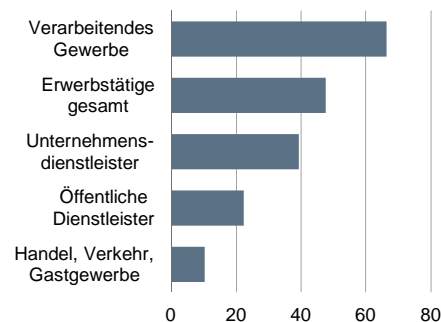


Ausblick Deutschland: Positive Signale

Hohe spezifische Bruttowertschöpfung in der Industrie

7

Bruttowertschöpfung pro Arbeitsstunde* in ausgew. Wirtschaftsbereichen in DE, EUR, 2016



* Zur Berechnung haben wir die Bruttowertschöpfung des Sektors ins Verhältnis zu den insgesamt geleisteten Arbeitsstunden des Sektors gesetzt

Quelle: Statistisches Bundesamt

schaftszweige, die öffentlichen Dienstleister sogar nur auf knapp 47%. Auch hier ein Vergleich: Das Verarbeitende Gewerbe übertrifft das durchschnittliche Produktivitätsniveau dagegen um fast 40%.

Extensives Wachstum bei Erwerbstätigkeit stößt an Grenzen

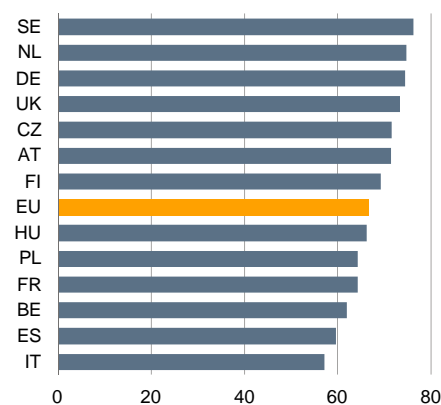
Natürlich greift diese rein monetäre Beurteilung verschiedener Formen der Erwerbstätigkeit anhand des Verhältnisses der Bruttowertschöpfung zu den geleisteten Arbeitsstunden zu kurz und ist daher nur bedingt aussagekräftig. Denn die Tätigkeiten in den beiden genannten Dienstleistungssektoren sind nicht nur für effiziente Wertschöpfungsketten etwa in der Industrie wichtig, sondern auch für funktionierende Prozesse in der öffentlichen Verwaltung, dem Bildungs-, Gesundheits- oder Pflegesektor. Ferner spielt bei personenbezogenen Dienstleistungen der technische Fortschritt eine geringere Rolle als etwa in der Industrie. Hinzu kommt, dass die Arbeitsproduktivität durch eine bessere Ausbildung der Erwerbstätigen hier nur wenig gesteigert werden kann (z.B. in der Kindererziehung). Beide Faktoren wirken dämpfend auf die Wachstumsdynamik der Bruttowertschöpfung. Trotz dieser berechtigten Einschränkungen zeigen die oben skizzierten Daten, dass der Zuwachs bei der Zahl der Erwerbstätigen in Deutschland zu einem großen Teil in relativ unproduktiven Sektoren erfolgte. Dies gilt sowohl für die Entwicklung der letzten Jahre (Veränderung der Arbeitsproduktivität pro Erwerbstätigen im Zeitablauf) als auch für die absolute Höhe der Produktivität.

Zudem sank die durchschnittliche Zahl der Arbeitsstunden pro Erwerbstätigen in allen Sektoren mit Ausnahme des Bereichs Information und Kommunikation. Die Zahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden stieg zwischen 2005 und 2016 weniger schnell als die Zahl der Erwerbstätigen (+6,8% gegenüber +10,6%). Dies zeigt, dass der deutsche Arbeitsmarkt in den letzten Jahren vor allem durch extensives Wachstum geprägt war. In den nächsten Jahren dürfte es schwerfallen, dieses extensive Wachstum aufrechtzuerhalten. Dafür sprechen mehrere Gründe: Beispielsweise hat die Erwerbsbeteiligung in Deutschland bereits ein sehr hohes Niveau erreicht. Mit einer Erwerbstätigenquote von 74,5% (Personen im Alter von 15 bis 64 Jahre) liegt Deutschland spürbar über dem Mittelwert der EU (66,5%). Es ist natürlich nicht ausgeschlossen, die Erwerbstätigenquote noch weiter zu steigern, etwa bei Ausländern, Frauen und Menschen, die 65 Jahre und älter sind. Gleichwohl sind die Potenziale hier begrenzt. In absoluter Betrachtung wird in den kommenden Jahren ohne massive Zuwanderung das Erwerbspersonenpotenzial in Deutschland sinken. Eine Untersuchung des Statistischen Bundesamtes kommt zu dem Ergebnis, dass eine Nettozuwanderung von mindestens 400.000 Personen notwendig ist, um das Erwerbspersonenpotenzial in Deutschland langfristig in etwa konstant zu halten.³ Dabei wird bereits eine höhere Erwerbsbeteiligung bei Frauen, Älteren und natürlich auch bei den Zuwanderern selbst unterstellt. Letzteres stellt insbesondere dann eine große Herausforderung dar, wenn der Anteil von Flüchtlingen unter den Zuwanderern groß ist.

Hohe Erwerbsbeteiligung in Deutschland

8

Erwerbstätigenquote der Personen im Alter von 15 bis 64 Jahren, 2016, %



Quelle: Eurostat

Längere Lebensarbeitszeiten können dem sinkenden Erwerbspersonenpotenzial ebenfalls entgegenwirken. Eine Verlängerung des Renteneintrittsalters über die Rente mit 67 hinaus nimmt auf der politischen Agenda aber derzeit keinen prominenten Platz ein; ein höherer Anteil älterer Erwerbstätiger dürfte in einzelnen Berufsgruppen allerdings mit einer niedrigeren Arbeitsproduktivität einhergehen. Längere Wochenarbeitszeiten wären eine weitere Alternative. Aber auch hier gibt es Grund für Skepsis: Bei den geleisteten Arbeitsstunden pro Erwerbstätigen zeigt der langfristige Trend nämlich eindeutig nach unten. Wenig spricht dafür, dass diese Entwicklung in erster Linie von Arbeitgeberseite forciert wor-

³ Vgl. Fuchs, Johann und Alexander Kubis (2016). Zuwanderungsbedarf und Arbeitskräfteangebot bis 2050. Statistisches Bundesamt. WISTA. Sonderheft Arbeitsmarkt und Migration. Wiesbaden.



Ausblick Deutschland: Positive Signale

den wäre. Vielmehr dürfte hier der Wunsch vieler Erwerbstätigen nach einer reduzierten Wochenarbeitszeit zum Ausdruck kommen.

Fazit und Ausblick

Der deutsche Arbeitsmarkt befindet sich in guter Verfassung. Die hohe Zahl der Erwerbstätigen gepaart mit einer geringen Arbeitslosigkeit sind maßgeblich für die recht gute Binnenkonjunktur der letzten Jahre und entlasten die Sozialkassen. Das Urteil über die Entwicklung des Arbeitsmarktes fällt besonders positiv aus, wenn man sich die dramatische Lage des Jahres 2005 in Erinnerung ruft. Im Vergleich zu den meisten anderen EU-Ländern schneidet der deutsche Arbeitsmarkt ebenfalls sehr gut ab.

Das positive Gesamtbild wird dadurch getrübt, dass der Zuwachs der Erwerbstätigkeit in den letzten Jahren zu einem großen Teil in Wirtschaftsbereichen mit unterdurchschnittlicher Produktivität erfolgte. Zudem nahm die Zahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden weniger stark zu als die Zahl der Erwerbstätigen (mehr Teilzeitbeschäftigung). Aus individueller Sicht dürfte die höhere Teilzeitquote in den meisten Fällen den Präferenzen der Erwerbstätigen entsprechen. Der positive volkswirtschaftliche Effekt wird jedoch gedämpft. Wir haben zudem aufgezeigt, dass das extensive Wachstum bei der Erwerbstätigkeit in den kommenden Jahren an Grenzen stoßen dürfte.

Für ein insgesamt kräftigeres Lohnwachstum wäre es notwendig, wenn der Zuwachs bei der Zahl der Erwerbstätigen zu einem größeren Teil in Sektoren mit hoher Produktivität erfolgte (intensives Beschäftigungswachstum). Dies lässt sich jedoch nicht einfach umsetzen. Ein hemmender Faktor ist der Fachkräftemangel in einzelnen Regionen und Branchen bzw. in bestimmten Berufsbildern. Dieser dürfte durch die demografische Entwicklung sowie die Rente mit 63 künftig verschärft werden. Mögliche Gegenmaßnahmen sind zwar bekannt, sie wirken jedoch in den meisten Fällen nur mittel- bis langfristig. Zu nennen sind höhere staatliche und private Investitionen in Bildung, Forschung und Entwicklung, mehr betriebliche Weiterbildungsmaßnahmen sowie Initiativen, die die Vereinbarkeit von Familie und Beruf oder die Arbeitskräftemobilität verbessern. Um einem sinkenden Erwerbspersonenpotenzial in den kommenden Jahrzehnten entgegenzuwirken, bedarf es mehr Zuwanderung sowie einer (noch) höheren Erwerbsbeteiligung über alle Bevölkerungsgruppen hinweg.

Interessant ist, dass auch in einzelnen sozialen Berufen (mit tendenziell geringerer Produktivität) Fachkräfte knapp sind (z.B. im Pflegebereich). Dies dürfte zu einem großen Teil durch die recht geringe Entlohnung bedingt sein. Hier muss die Gesellschaft Antworten auf die Frage finden, welchen Preis sie für diese Tätigkeiten zu zahlen bereit ist; die reine Produktivität als Maßstab greift wohl zu kurz.

Wir haben zu Beginn des Beitrags ausgeführt, dass die positive Entwicklung des deutschen Arbeitsmarktes im Jahr 2005 kaum für möglich gehalten worden wäre. Umgekehrt sollte man heute einen dynamischen oder zumindest robusten Arbeitsmarkt nicht als Selbstverständlichkeit hinnehmen. Zum einen kann sich das globale konjunkturelle Umfeld verschlechtern. Zum anderen wird die Regulierung des Arbeitsmarktes im beginnenden Bundestagswahlkampf und wohl auch nach der Wahl eine wichtige Rolle spielen. Eine teilweise Rückabwicklung der arbeitsmarktpolitischen Reformen der Agenda 2010 ist dabei nicht ausgeschlossen.

Eric Heymann (+49 69 910-31730, eric.hey mann@db.com)
Florian Schneider

Maßnahmen gegen den regionalen und branchenspezifischen Fachkräftemangel wirken zumeist nur mittel- bis langfristig

Positive Entwicklung des Arbeitsmarktes ist kein Selbstläufer

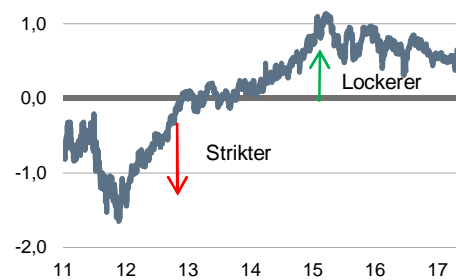


Äußerst schmallippige EZB

Verbesserte Finanzierungsbedingungen nach FR-Wahl (1. Runde)

1

Stabw. vom Mittelwert
(marktbasierter Index)

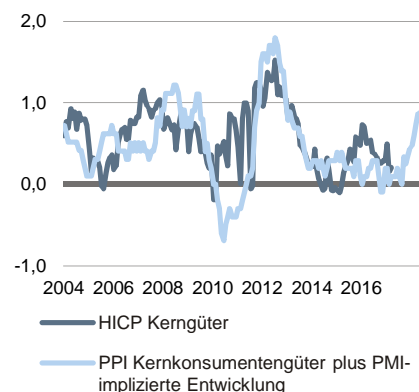


Quellen: Haver Analytics LP, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Signale weisen auf steigende Kerngüter-Produzentenpreise hin

2

% gg. Vj.



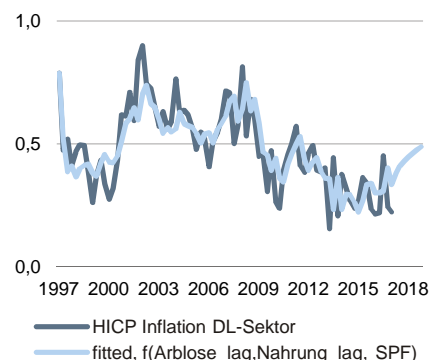
PMI Outputpreise laufen PPI Kerngütern 6M voraus und letztere HICP Kerngütern um 8M

Quellen: Eurostat, Markit, Deutsche Bank Research

Modell zeigt Beschleunigung der Preisdynamik im DL-Sektor an

3

% gg. Vq, sb.



Quellen: Eurostat, Markit, Deutsche Bank Research

- Auf der Pressekonferenz am 27. April dämpfte EZB-Präsident Mario Draghi die hohen Erwartungen auf eine baldige Änderung der Geldpolitik. Er sah noch keinen Nachweis für eine nachhaltige Belebung der Preisdynamik und wollte offensichtlich einem vorzeitigen Einpreisen von Zinsanstiegen entgegenwirken. Eine Anpassung der Kommunikation dürfte erst erfolgen, wenn die vom europäischen Wahlkalender ausgehenden Risiken ausbleiben und die Kerninflation anzieht.
- Unserer Ansicht nach ist Mario Draghis Formulierung, „die Wachstumsrisiken und nicht die Inflationsrisiken entscheiden über den geldpolitischen Kurs“, eine undifferenzierte Argumentation. Denn trotz zeitlicher Verzögerungen, sind beide Variablen eng miteinander verwoben. Gerade aktuell gilt dies vor dem Hintergrund des ausgeglichenen Risikoausblicks, denn zum ersten Male seit geraumer Zeit sind Aufwärts- und Abwärtsrisiken nahezu ausgeglichen.
- Unsere Ansicht setzt sich die Konjunkturerholung in der Eurozone fort und das Wachstum ist kräftig genug für eine Reflationierung. Alle unsere Inflationsmodelle und Vorlaufindikatoren weisen auf eine leicht anziehende Preisdynamik im zweiten Halbjahr 2017 hin.
- Entsprechend bleibt unser Basisszenario bestehen: wir erwarten für Juni eine Anpassung der Forward Guidance, für September die Ankündigung, die Anleihekäufe der EZB zurückzufahren, und für Dezember eine Anhebung des Einlagensatzes. Aufgrund des sehr schmallippigen EZB-Präsidenten auf der Pressekonferenz im April halten wir jedoch auch eine spätere Anpassung der Forward Guidance für möglich.

April-Pressekonferenz: Mario Draghi begrenzt Erwartungen

Die EZB sieht den Nachweis einer nachhaltigen Belebung der Inflationsdynamik aktuell noch nicht erbracht. Entsprechend war Mario Draghis Hauptziel auf der Pressekonferenz am 27. April, einem vorzeitigen Einpreisen eines Zinsanstiegs entgegenzuwirken.

- Ein Vergleich der Pressemeldungen von März und April zeigt, dass sich die Änderungen im Großen und Ganzen neutralisieren. Der größte Unterschied zwischen beiden Presseerklärungen war die verbesserte Risikoverteilung für das Wirtschaftswachstum. Im Gegensatz zu den vorangehenden Monaten glichen sich die Aufwärts- die Abwärtsrisiken nahezu aus. Jedoch enthält der Inflationsausblick, ohne explizite Risikoabwägung, nun eher einen Hinweis auf ein eher taubenhaftes Element. So dämpfen laut EZB freie Kapazitäten die Lohn- und Preisdynamik.
- Tatsächlich deuteten sich diese Änderungen bereits in den Protokollen der März-Sitzung an. Dort fand bereits eine Diskussion über einen ausgeglichenen Risikoausblick für das Wachstum und freie Kapazitäten statt. Da Mario Draghi diese bereits Anfang April auf der EZB-Watcher-Konferenz erwähnte, enthält das Protokoll der letzten Ratssitzung keine wirklichen Neuigkeiten. Die äußerst graduelle Anpassung der Tonlage im Hinblick auf den ausgeglichenen Wachstumsausblick wurde zudem einstimmig beschlossen – der gesamte EZB-Rat teilt offensichtlich die Einschätzung des Präsidenten.
- Hauptthema auf der April-Sitzung waren Wachstums- und nicht Inflationsrisiken. Thematisiert wurden weder die Forward Guidance noch die Reihenfolge („Sequencing“) künftiger geldpolitischer Maßnahmen: Reduktion der Anleihekäufe einerseits und eventuelle Zinsanhebungen an-

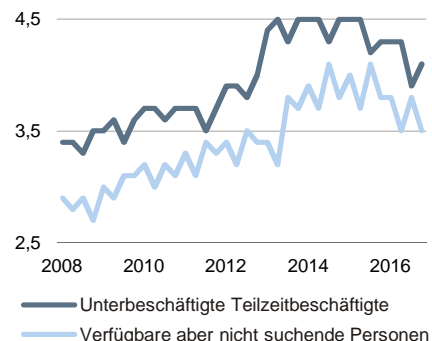


Ausblick Deutschland: Positive Signale

Unterbeschäftigung geht zurück

4

% der Erwerbsbevölkerung

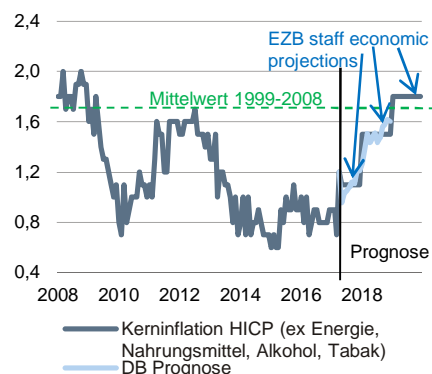


Quellen: Eurostat, Markit, Deutsche Bank Research

Klares Signal für höhere Kerninflation gegen Jahresende

5

% gg. Vj.



Quellen: Eurostat, Markit, Deutsche Bank Research

dererseits. Auch wann und wie eine Anpassung der Geldpolitik kommuniziert werden sollte, wurde im April wohl nicht diskutiert.

Wachstums- und Inflationsrisiken sind eng verknüpft

Mario Draghi hat auf der Pressekonferenz die Wachstums- und Inflationsrisiken klar separiert. Aus ökonomischer Sicht bestehen jedoch hohe Abhängigkeiten beider Variablen.

- Gemäß EZB-Präsident standen die Wachstums- und nicht die Inflationsrisiken im Mittelpunkt der Ratssitzung. Dank der Binnenkonjunktur ist die Verteilung der Wachstumsrisiken leicht verbessert. Die außerhalb der Eurozone liegenden Risikofaktoren, wie beispielsweise geopolitische Entwicklungen, haben sich insgesamt – trotz einer positiveren Einschätzung der globalen Konjunktur – sogar verschlechtert.
- Forward Guidance durch Inflationsrisiken bestimmt. Mario Draghi verdeutlichte, dass die Forward Guidance Resultat der Interpretation von Inflations- und nicht Wachstumsrisiken durch den Rat ist. Generell impliziert ein verbesserter Risikoausblick für das Wachstum auch, aufgrund geringerer „Tail risks“, einen Rückgang der Abwärtsrisiken für die Inflation. Dies sei aber derzeit noch nicht genügend ausgeprägt.
- Wachstum und Inflation beeinflussen einander. Die Inflationsentwicklung folgt dem Wirtschaftswachstum typischerweise mit einer Zeitverzögerung. Ein verbesserter Risikoausblick für das Wachstum hat somit regelmäßig auch einen verbesserten Risikoausblick für die Inflationsdynamik zur Folge. Aktuell, dank des kräftigen Inlandswachstums, dürfte die Inflation bald auf Wachstumsimpulse reagieren. Natürlich können auch externe Faktoren die Inflation beeinflussen, eine Normalisierung der Inflation erfordert aber vor allem eine dynamische Binnenkonjunktur.

Möglicher Fahrplan für EZB-Ausstieg

In der Eurozone setzt sich unserer Meinung nach die Konjunkturerholung fort, was die Reflationierung vorantreiben dürfte. So weisen alle unsere Inflationsmodelle und Vorlaufindikatoren auf eine leicht anziehende Preisdynamik im zweiten Halbjahr 2017 hin. Daher gehen wir weiterhin von folgendem Fahrplan für den EZB-Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik aus:

- **Juni 2017:** Anpassung der Forward Guidance, d.h. Streichung der Formulierung „oder niedrigere Zinsen“ („or lower“).
- **September 2017:** Ankündigung der Reduktion der Anleihekäufe für Januar 2018.
- **Dezember 2017:** eine einmalige Anhebung des Einlagenzinses um 15 bis 20 Basispunkte. Bezüglich der Reihenfolge von geringeren Anleihekäufen einerseits und höheren Zinsen andererseits („Sequencing“) wiederholte der EZB-Präsident die Worte von seiner Rede auf der EZB-Watcher-Konferenz. So sei laut Mario Draghi „aus heutiger Sicht“ kein Anpassungsbedarf möglich. Diese Formulierung schließt jedoch eine geldpolitische Änderung in der Zukunft nicht aus. Aus unserer Sicht bleibt die Änderung der Reihenfolge eine Option (siehe unseren ECB Preview).⁴
- **H1 2018:** Allmähliche Reduktion der Anleihekäufe, welche bis Mitte 2018 beendet sind.

⁴ Mark Wall (2017). „ECB Preview: Seeing is believing“. Special Report, 20 April 2017.



- Ende 2018: Erster kompletter Zinsschritt (Einlagen-, Hauptrefinanzierungs- und Spitzenrefinanzierungssatz).

Könnte eine spätere Anpassung der Forward Guidance erfolgen?

Unserer Einschätzung nach hat die EZB bereits im März die Streichung des „or lower“ und die Neuausrichtung der Forward Guidance vorbereitet. So hielt Mario Draghi auf der Pressekonferenz Szenarien, welche zusätzliche Zinsreduktionen bewirken können, für unwahrscheinlich. Damit ist grundsätzlich die Kommunikation darauf ausgerichtet, künftig die Formulierung „or lower“ zu streichen. In der April-Pressekonferenz gab es jedoch eine Reihe von Punkten, welche eine spätere Veränderung der Forward Guidance andeuten.

- Die jüngste Inflationsvolatilität, zusätzlich beeinflusst durch die Osterfeiertage, erschwert die Einschätzung der aktuellen Inflationsdynamik. Auf der Ratssitzung im Juni liegt der EZB nur eine Inflationsmessung nach Ostern vor.
- Mario Draghi stand dem Argument, die EZB zögere aufgrund der geldpolitischen Straffung in den Jahren 2008 und 2011, ablehnend gegenüber. Er betonte die aktuelle Inflation sei zu niedrig, während sie in den beiden angeführten Jahren über dem EZB-Inflationsziel lag. Die Faktenlage und nicht historische Erfahrungen sind die Entscheidungsgrundlage der EZB. Folglich könnte ohne eine höhere Inflationsdynamik die Forward Guidance noch ein wenig länger bestehen.
- Die jüngsten Revisionen der EZB-Makroprognosen (ECB staff economic projections) deuten keinen Kurswechsel im Juni an. Die Finanzmärkte haben bereits begonnen das Streichen des „or lower“ einzupreisen. Dies könnte sich als voreilig erweisen, da die EZB eine vorzeitige Straffung der Finanzierungsbedingungen vermeiden möchte.

Zusammenfassung

In unserem Basisszenario erwarten wir das Wegfallen des „or lower“ im Juni. Allerdings halten wir auch eine Anpassung der Forward Guidance auf der Ratssitzung am 20. Juli für möglich. Entsprechend unserer Makroprognosen erwarten wir im September eine Ankündigung der Rückführung der Anleihekäufe und im Dezember eine Anhebung des Einlagensatzes. Diese Einschätzungen müssen nicht zwangsläufig revidiert werden, falls die Forward Guidance erst im Juli verändert wird.

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

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

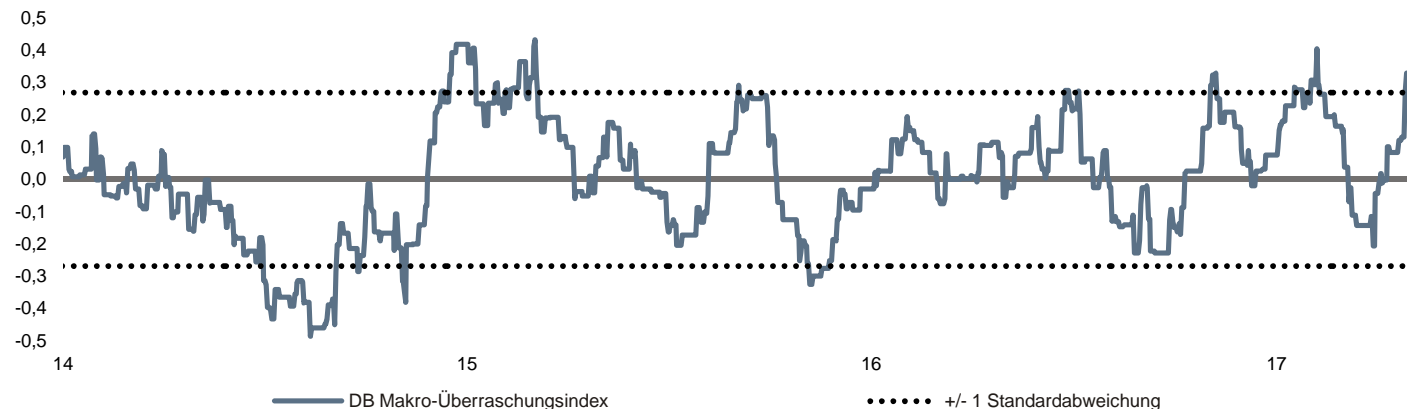


Ausblick Deutschland: Positive Signale

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

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	Überra- schung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	3 2017	14/03/2017	12.8	13.0	-0.2	0.0	0.5
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	3 2017	27/03/2017	112.4	111.1	1.3	0.8	0.8
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	2 2017	29/03/2017	7.4	7.0	0.4	0.6	0.9
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	3 2017	31/03/2017	-29.0	-10.0	19.0	0.5	0.7
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	2 2017	31/03/2017	1.1	0.7	0.4	0.6	0.7
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	3 2017	03/04/2017	58.3	58.3	0.0	0.0	0.5
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	3 2017	05/04/2017	55.6	55.6	0.0	0.0	0.5
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	2 2017	06/04/2017	3.4	4.0	-0.6	-0.3	0.4
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	2 2017	07/04/2017	20.4	19.1	1.3	0.0	0.5
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	2 2017	07/04/2017	2.2	-0.2	2.4	2.1	1.0
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	4 2017	11/04/2017	19.5	14.8	4.7	0.6	0.8
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	4 2017	11/04/2017	80.1	77.5	2.6	0.3	0.6
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	3 2017	13/04/2017	1.6	1.6	0.0	0.2	0.3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	4 2017	21/04/2017	54.7	54.7	0.0	0.0	0.5
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	4 2017	24/04/2017	112.9	112.4	0.5	0.2	0.6
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	4 2017	27/04/2017	2.0	1.9	0.1	0.8	0.8
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	3 2017	28/04/2017	0.1	0.0	0.1	0.3	0.6
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	3 2017	28/04/2017	6.1	6.5	-0.4	0.0	0.4
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	4 2017	02/05/2017	58.2	58.2	0.0	0.0	0.5
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	4 2017	03/05/2017	-15.0	-11.0	4.0	-0.1	0.5

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

Der DB Makro-Überraschungsindex vergleicht den Wert der veröffentlichten Konjunkturdaten mit den Markterwartungen und liefert damit Hinweise über die Richtung künftiger Prognoseanpassungen.⁵

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

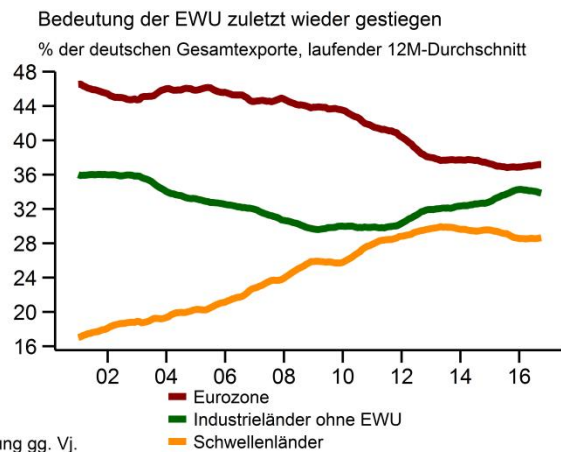
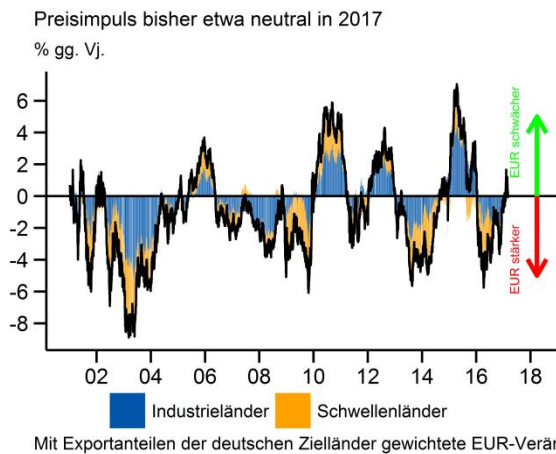
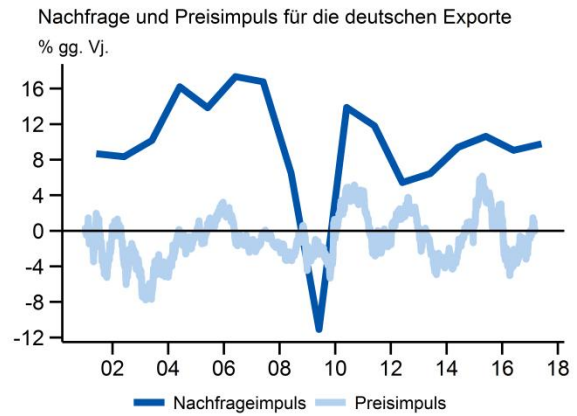
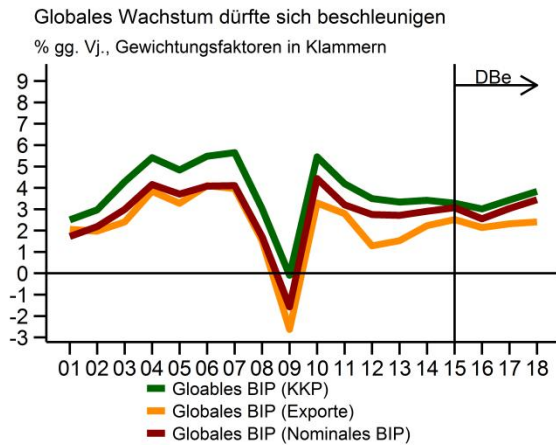
Quelle: Heiko Peters (2014). DB Makro-Überraschungsindex Deutschland. Ausblick Deutschland, 4. August 2014.



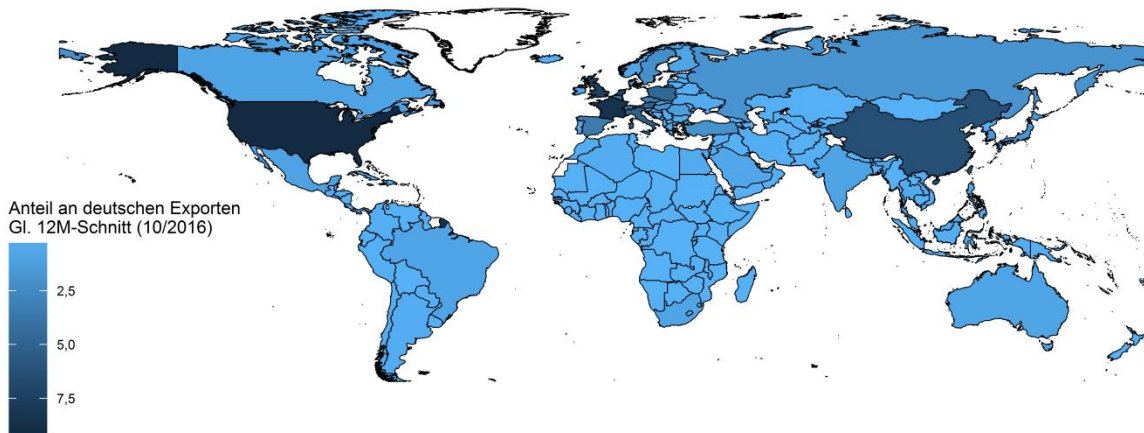
Ausblick Deutschland: Positive Signale

Deutscher Exportindikator

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



Deutsche Exporte konzentriert auf Europa, die USA und China



Quellen: Eurostat - Comext, Deutsche Bank Research

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

⁶ Siehe für Details Ausblick Deutschland, 3. März 2016.



Ausblick Deutschland: Positive Signale

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
14. Mai	Landtagswahl in Nordrhein-Westfalen	Jüngsten Umfragen zufolge hat die SPD in NRW nach einem Zwischenhoch im Gefolge der Nominierung von Martin Schulz als Kanzlerkandidat wieder an Popularität eingebüßt. Für die Regierungsbildung wird viel davon abhängen, ob die Grünen und die Linke den Einzug in den Landtag schaffen.
22./23. Mai	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Debatten über wirtschaftliche Lage im Eurogebiet (Frühjahrsprognose der Kommission), Entwicklung der Inflation, nationale Insolvenzregeln.
8. Juni	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz, Tallinn	Unser Hauptszenarium bleibt unverändert: Die EZB dürfte ihre Forward Guidance anpassen, indem sie den Hinweis auf "niedrigere Sätze" streicht. Eine Vorankündigung für das Tapering dürfte im September erfolgen und eine einmalige Erhöhung des Zinssatz für die Einlagefazilität könnte im Dezember folgen.
15./16. Juni	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	(Mögl.) Implikationen der Frühjahrsprognose für Defizitverfahren für Euro-Länder, thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung – Qualität öffentl. Finanzen, Bankenunion, Griechenland, Vorbereitung Juni-Treffen des Europäischen Rates u.a.
16.-18. Juni	Grüne Bundesdelegiertenkonferenz, Berlin	Abschließende Debatte und Beschluss des Wahlprogramms für die Bundestagswahl.
22./23. Juni	Europäischer Rat, Brüssel	Debatte über die Zukunft der EU27 und (mögl.) über Brexit-Verhandlungen.
25. Juni	SPD, Außerordentlicher Bundesparteitag, Dortmund	Beschluss des Programms für die Bundestagswahl ("Regierungsprogramm"), das wohl sehr stark auf das Thema "soziale Gerechtigkeit" ausgerichtet sein wird.
28. Juni (?)	CDU/CSU	Verabschiedung des gemeinsamen Bundestagswahlprogramms, das u.a. eine Agenda 2025 für die Sicherung und Schaffung von Arbeitsplätzen enthalten soll. (Datum noch nicht offiziell bestätigt.)
7./8. Juli	G20-Gipfel, Hamburg	Debatten u.a. über Fragen internationaler Wirtschafts-, Finanz- und Handelspolitik. Besondere Beachtung dürfte erstmalige Teilnahme von US-Präsident Trump am Treffen der G20 finden.
20. Juli	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses (s. oben 8. Juni).

Quelle: Deutsche Bank Research

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

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
9. Mai 2017	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	März	-0,8	2,2
9. Mai 2017	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	März	20,3	21,2
9. Mai 2017	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	März	-0,5	0,9
9. Mai 2017	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	März	0,5	-1,6
12. Mai 2017	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.)	Q1 2017	0,4	0,4
23. Mai 2017	8:00	Reales BIP (% gg. Vq., sb.) - Details	Q1 2017	0,4	0,4
23. Mai 2017	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Mai	111,5	112,9
24. Mai 2017	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Mai	57,5 (0,0)	58,2 (0,0)
24. Mai 2017	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Mai	54,7 (0,0)	54,7 (0,0)
30. Mai 2017	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Mai	1,9	2,0
31. Mai 2017	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	April	0,2	0,1
31. Mai 2017	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Mai	5,8	5,8

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

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



Ausblick Deutschland: Positive Signale

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	0,875	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,05
Jun 17	1,125	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,05
Sep 17	1,375	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,15
Dez 17	1,375	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,25

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	1,17	0,06	-0,34	0,32
Jun 17	1,48	0,05	-0,30	0,40
Sep 17	1,73	0,05	-0,30	0,40
Dez 17	1,73	0,05	-0,30	0,40

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,31	0,02	0,31	1,08
Jun 17	2,25	0,05	0,45	1,25
Sep 17	2,50	0,03	0,60	1,50
Dez 17	2,75	0,00	0,75	1,65

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,09	112,00	0,84	1,29	1,08	9,63	7,44	9,39	4,22	312,15	26,87
Jun 17	1,08	119,00	0,83	1,30	1,04	9,39	7,46	8,90	4,38	309,80	26,00
Sep 17	1,03	122,00	0,83	1,24	1,00	9,32	7,46	8,80	4,35	310,90	26,30
Dez 17	0,95	125,00	0,79	1,20	1,00	9,25	7,46	8,50	4,40	312,00	25,50

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Ausblick Deutschland: Positive Signale

Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2016	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Dez 2016	Jan 2017	Feb 2017	Mrz 2017	Apr 2017	Mai 2017
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	107,9	108,1	110,7	111,1		111,1	109,9	111,1	112,4	112,9	
ifo Geschäftserwartungen	101,9	102,2	105,6	104,4		105,6	103,3	104,2	105,7	105,2	
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	101,9	102,5	105,3	106,1		105,3	104,5	105,9	108,0	107,7	
Produktion (% gg. Vp.)	-0,8	0,3	0,1			-2,4	2,2	2,2			
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-0,8	0,1	4,2			6,1	-6,8	3,4			
Grad der Kapazitätsauslastung	84,5	84,8	85,7	86,0	86,0						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	-5,3	1,9	3,1			-2,4	-3,2	20,7			
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-0,3	-4,2	7,9			0,4	-0,3	2,0			
ifo Bauhauptgewerbe	124,7	126,9	129,6	128,4		130,7	129,2	127,5	128,5	129,7	
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	-3,2	-2,5	-1,5	-0,6		-0,7	0,2	-2,1	0,2	2,8	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,2	0,5	0,8	-0,1		0,5	-1,0	1,1	0,1		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	9,4	4,2	-0,3	6,7		3,7	10,5	-2,7	11,4	-8,0	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-2,1	1,8	3,1			4,6	-4,6	0,0			
Exporte (% gg. Vp.)	0,4	-0,2	2,4			-2,0	2,4	0,9			
Importe (% gg. Vp.)	-1,2	1,4	3,7			0,0	2,8	-1,6			
Nettoexporte (EUR Mrd.)	65,5	61,8	60,2			18,8	18,9	21,2			
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,1	6,1	6,0	5,9		6,0	5,9	5,9	5,8	5,8	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-26,3	-24,3	-32,7	-63,3		-20,0	-27,0	-16,0	-29,0	-15,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,2	1,2	1,3	1,5		1,4	1,5	1,5	1,5		
ifo Beschäftigungsbarometer	108,2	109,0	111,2	110,3		111,8	110,7	110,6	109,4	111,3	
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	0,0	0,4	1,0	1,9		1,7	1,9	2,2	1,5	2,0	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,0	1,1	1,2	1,0		1,4	1,1	1,1	0,9		
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-2,6	-1,7	0,2	2,8		1,0	2,4	3,1	3,1		
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-6,5	2,9	19,2	32,7		29,5	34,5	37,7	26,3	16,5	
Rohöl, Brent (USD/Bbl.)	45,6	46,6	51,1	54,5		54,9	55,4	56,0	52,6	53,8	
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	3,6	6,2	10,0	18,9		10,8	17,3	18,9	20,6	17,4	
EC Unternehmensumfrage	1,7	3,0	6,2	13,0		6,3	11,4	13,8	13,8	11,7	
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	0,3	1,5	1,7								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,0	2,3	2,3								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	0,6	2,4	3,5								
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	7,2	6,6	5,7	6,0		5,7	5,7	5,6	6,0		
Trend von M3*						5,4	5,5	5,6	5,7		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	2,7	2,6	2,9			2,9	3,1	3,0			
Kredite an öffentliche Haushalte	9,7	-0,1	8,9			8,9	15,5	18,4			

% 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

„ Öffentliche Investitionen und Wohnungsbau ziehen an	7. April 2017
„ Wachstum und Inflation dürften EZB noch kalt lassen	22. März 2017
„ Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB	30. Januar 2017
„ Ausblick 2017 – solide, trotz nachlassendem Rückenwind	16. Dezember 2016
„ Schwache Industrieproduktion dämpft Lohnwachstum	28. Oktober 2016
„ Schwierige Zeiten für deutsche Sparer	4. Oktober 2016
„ Niedrige Zinsen und politische Unzufriedenheit lassen Deutsche risikofreudiger werden	2. September 2016
„ EZB hilft Industrien und treibt Immobilienpreise	27. Juli 2016
„ Deutscher Konsument vs. Brexit	4. Juli 2016
„ Wachstums- und Fiskalausblick: Risiken bleiben	3. Juni 2016
„ Wie die Rente finanzieren?	12. Mai 2016
„ Solides Wachstum, aber Probleme bei Export und Bau	5. April 2016

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite 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

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

© Copyright 2017. 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