



Robuste Konjunktur unterstützt Merckels Wiederwahl

6. Juni 2017

Autoren

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

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

Jan Schildbach
+49 69 910-31717
jan.schildbach@db.com

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

Editor

Stefan Schneider

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

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis

Seite

Prognosen	2
Deutsches BIP: Weitere Aufwärtsrisiken	3
Deutsche Industrieproduktion: Prognose für 2017 auf +1,5% angehoben	6
Unternehmensfinanzierung in Q1 – Kreditvergabe: Bäume wachsen nicht in den Himmel; Verschnaufpause im Anleihegeschäft	9
Eurozone: Konjunktur kräftiger, breiter, robuster mit positiven Impulsen für Kerninflation ..	10
EZB-Ausstieg: Langsam reicht.....	13
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland.....	18
Exportindikator.....	19
Eventkalender.....	20
Datenkalender	21
Finanzmarktprognosen	22
Datenmonitor	23

Original in englischer Sprache: 2. Juni 2017

Deutsches BIP: Weitere Aufwärtsrisiken. Nach dem beeindruckenden BIP-Wachstum von 0,6 % gegen Vorquartal in Q1 deuten weiche Indikatoren (ifo, PMI) auf keinerlei Verlangsamung hin. Die Beschäftigung ist in 2017 bis dato ähnlich stark wie in 2016 gestiegen. Damit könnte unsere Prognose einer Zunahme des privaten Verbrauchs um 1% in 2017 zu vorsichtig sein. Im Winterhalbjahr haben sich die Ausfuhren zusammen mit dem Welthandel erholt. Allerdings gibt es Anzeichen, dass die Dynamik des Welthandels ihren Höhepunkt erreicht haben könnte. Zusammen mit den anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten dürfte das moderate Exportwachstum die Investitionstätigkeit dämpfen. Nach der Bekanntgabe des Wachstums von 0,6% für Q1 haben wir unsere Prognose für 2017 von 1,0% auf 1,3% angehoben. Jüngste Umfragen deuten weitere Aufwärtsrisiken an. In 2018 könnte die deutsche Konjunktur überhitzen.

Deutsche Industrieproduktion: Prognose für 2017 auf +1,5% angehoben. Wir haben unsere Produktionsprognose für das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland von bislang real +0,5% auf nunmehr +1,5% im Gesamtjahr 2017 angehoben. Unter den großen Investitionsgüterbranchen hat die Elektrotechnik den besten Start ins Jahr 2017 hingelegt. Hier rechnen wir mit einem Produktionsplus von 3% im Gesamtjahr 2017. Für den Maschinenbau (+1,5%) und die Automobilindustrie (+1%) sind wir derzeit noch deutlich vorsichtiger.

Unternehmensfinanzierung in Q1 – Kreditvergabe: Bäume wachsen nicht in den Himmel; Verschnaufpause im Anleihegeschäft. Solide Kreditvergabe an deutsche Unternehmen in Q1 – angetrieben von Baubranche und Handel, gebremst von immobiliennahen Dienstleistern. Anleihegeschäft legt nach Rekordjahr 2016 Verschnaufpause ein.

Eurozone: Konjunktur kräftiger, breiter, robuster mit positiven Impulsen für Kerninflation. Die Konjunktur hat die politischen Risiken verkraftet, und wir haben unsere BIP-Prognose für 2017 von 1,3% auf 1,8% angehoben. Dieses Wachstumstempo dürfte anhalten. Die Gesamtrate des HVPI dürfte sich im weiteren Jahresverlauf bei rund 1,5% einpendeln, da das Anziehen der Kernrate durch einen schwächeren Auftrieb der Energiepreise kompensiert werden sollte.

EZB-Ausstieg: Langsam reicht. Wir haben unsere Prognose für die EZB-Sitzung am 8. Juni geändert. Wir gingen bisher davon aus, dass die EZB dort ihren ersten Schritt weg von der extrem expansiven Politik setzen würde, indem sie ihre „forward guidance“ anpasst. Für Juni erachten wir nunmehr eine derartige Maßnahme als eher unwahrscheinlich. Eine Verschiebung der Anpassung der „forward guidance“ impliziert nicht notwendigerweise Verzögerungen bei den von uns erwarteten weiteren Ausstiegsschritten – der Vorankündigung eines „taperns“ im September und einer einmaligen Anhebung des Einlagenzinseszinses im Dezember. Allerdings dürfte der Zeitpfad ins Wanken geraten, falls sich die Spekulationen über vorgezogene Neuwahlen in Italien bestätigen.



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

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

*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	1,3	1,5	0,7	0,5	0,2	0,4	0,6	0,4	0,4	0,5	0,6	0,4	0,4	0,5	
Privater Konsum	0,9	2,0	2,1	1,0	1,4	0,7	0,4	0,5	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,4	0,4	
Staatsausgaben	1,2	2,8	4,0	1,2	1,0	1,6	0,7	0,1	0,3	0,4	0,2	0,3	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	
Anlageinvestitionen	3,4	1,7	2,2	1,9	2,9	1,5	-1,3	-0,1	0,4	1,7	0,4	0,9	1,0	1,2	0,4	0,9	1,0	
Ausrüstungen	5,5	3,7	1,1	0,8	3,4	0,9	-2,3	-0,5	-0,1	1,2	0,5	1,0	1,0	1,2	0,5	1,0	1,0	
Bau	1,9	0,3	2,8	3,1	3,3	2,1	-1,4	0,0	0,8	2,3	0,5	1,0	1,2	2,3	0,5	1,0	1,2	
Lager, %-Punkte	-0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	-0,4	0,0	0,3	0,4	-0,4	0,2	0,0	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,0	
Exporte	4,1	5,2	2,7	3,6	3,9	1,6	1,1	-0,3	1,7	1,3	0,8	1,2	1,0	1,3	0,8	1,2	1,0	
Importe	4,0	5,5	3,8	4,1	4,6	1,5	0,2	0,6	2,5	0,4	1,1	1,5	1,1	0,4	1,1	1,5	1,1	
Nettoexport, %-Punkte	0,4	0,3	-0,4	0,0	0,0	0,1	0,4	-0,4	-0,2	0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,5	-0,1	-0,1	0,0	
Konsumentenpreise*	0,9	0,2	0,5	1,6	1,6	0,3	0,1	0,5	1,1	1,8	1,6	1,5	1,4	1,8	1,6	1,5	1,4	
Arbeitslosenquote, %	6,7	6,4	6,1	5,7	5,9	6,2	6,1	6,1	6,0	5,9	5,7	5,7	5,7	5,9	5,7	5,7	5,7	
Industrieproduktion**	1,5	1,1	1,4	1,5	1,0													
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													

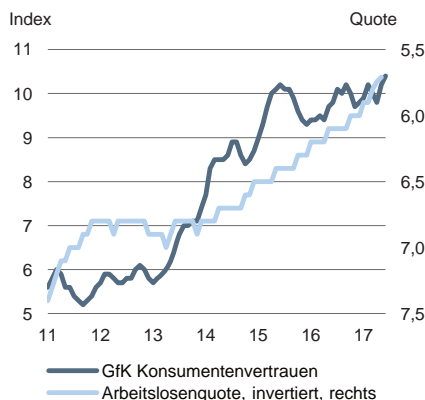
*Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen. ** Verarbeitendes Gewerbe (NACE C)
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research



Deutsches BIP: Weitere Aufwärtsrisiken

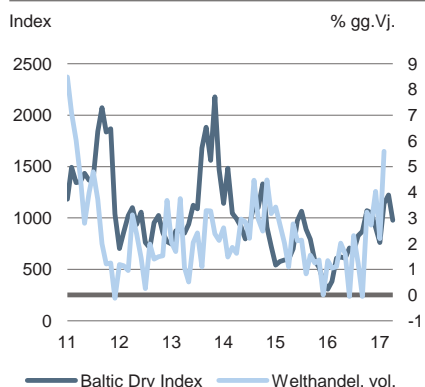
- Nach dem beeindruckenden BIP-Wachstum von 0,6 % gegen Vorquartal in Q1 deuten weiche Indikatoren (ifo, PMI) auf keinerlei Verlangsamung der Wachstumsdynamik hin.
- Die Beschäftigung ist in 2017 bis dato ähnlich stark wie in 2016 gestiegen (50.000 pro Monat) und unterstützt damit den privaten Verbrauch, der vom ölpreisgetriebenen Anstieg der Inflation belastet wird. Vor diesem Hintergrund könnte unsere Prognose einer Zunahme des privaten Verbrauchs um 1% in 2017 zu vorsichtig sein.
- Im Winterhalbjahr haben sich die Ausfuhren zusammen mit dem Welthandel erholt. Allerdings gibt es Anzeichen, dass die Dynamik des Welthandels ihren Höhepunkt erreicht haben könnte. Daher bleiben wir vorsichtig und prognostizieren einen Anstieg der deutschen Exporte um 3,6% in 2017 nach 2,7% im vergangenen Jahr.
- Zusammen mit den anhaltenden geopolitischen Unsicherheiten dürfte das moderate Exportwachstum die Investitionstätigkeit dämpfen, zumal die um zwei Prozentpunkte über ihrem langfristigen Durchschnitt liegende Kapazitätsauslastung keinen massiven Druck für neue Investitionen zu entfalten scheint.
- Nach der Bekanntgabe des Wachstums von 0,6% für das erste Quartal haben wir unsere Prognose für das Gesamtjahr von 1,0% auf 1,3% angehoben. Die jüngsten Umfragen bei Unternehmen und Konsumenten deuten weitere Aufwärtsrisiken an. In 2018 könnte die deutsche Konjunktur überhitzen.

Konsumentenvertrauen & Arbeitsmarkt 1



Quellen: GfK, Deutsche Bundesbank

Baltic Dry Index & Welthandel 2



Quellen: Reuters, CPB

Vollbeschäftigung unterstützt die Konsumnachfrage – trotz steigender Inflation. Starke Nachfrage und eine zunehmende Knappheit qualifizierter Arbeitskräfte hinterlassen ihre Spuren am Arbeitsmarkt. Die Zahl der Arbeitslosen und die Arbeitslosenquote (5,7%) haben im April historische Tiefstände erreicht, obwohl mittlerweile eine größere Zahl an Migranten in den Arbeitsmarkt drängt. Der Beschäftigungsaufbau setzt sich mit unvermindertem Tempo fort und beträgt derzeit 1,5% gegenüber Vorjahr. Der Anstieg der nominalen Löhne hat sich etwas beschleunigt von 2,2% auf 2,6%, nicht zuletzt, weil mittlerweile höhere Abschlüsse im öffentlichen Dienst wirksam geworden sind. Allerdings bestehen für 2017 aufgrund der weitgehend abgeschlossenen Lohnrunde kaum Risiken einer weiteren Beschleunigung. Dagegen hat sich der Anstieg der Reallöhne zu Beginn des Jahres aufgrund der ölpreisbedingt höheren Inflation verlangsamt. Daher hat der private Konsum zuletzt einen Gang zurückgeschaltet, nachdem er zwischen Q4 2014 und Q3 2016 – dank der nahezu Halbierung des Ölpreises (in EUR) – im Durchschnitt 0,5% gegen Vorquartal zugelegt hatte. Angesichts der erwarteten Normalisierung der Inflationsrate dürfte der private Konsum in diesem Jahr um rund 1% (nach 2% in 2016) zulegen, wobei die anhaltende Stärke am Arbeitsmarkt und der erneute Anstieg des Konsumentenvertrauens Aufwärtsrisiken andeuten. Da sich der Zustrom der Flüchtlinge erheblich abgeschwächt hat, dürfte sich der Staatsverbrauch in diesem Jahr gegenüber dem Sprung von 4% in 2016 deutlich verlangsamen.

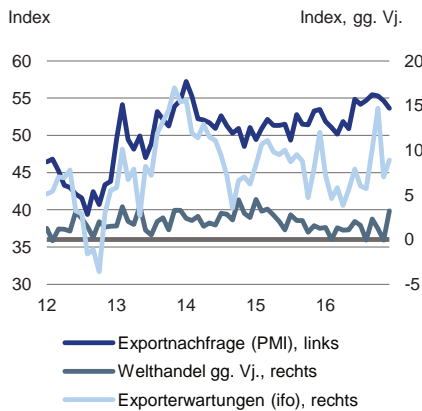
Bauinvestitionen wirken endlich wachstumstreibend. Der äußerst schwache Anstieg der Bauproduktion passt schon seit einiger Zeit nicht zur Preisdynamik im Bausektor, insbesondere im Wohnungsbau. Kürzlich hat das Statistische Bundesamt seine Produktionszahlen auf Basis einer aktualisierten Firmenstichprobe deutlich nach oben revidiert. Damit passen Produktion und dynamische Nachfrage besser zueinander. Die statistische Umstellung hat auch zu einem Anstieg der Bauinvestitionen um 2,3% in Q1 geführt, wobei auch die günstige Witterung unterstützend wirkte. Bauinvestitionen haben damit 0,2 Prozentpunk-



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Exportausblick: Gemischtes Bild

3

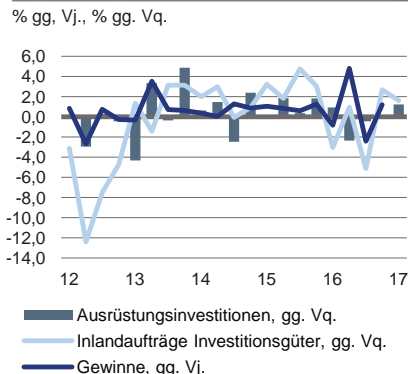


Quellen: IFO, Markit, Deutsche Bundesbank

te zum Wachstum beigetragen, obwohl der Sektor nur ein Gewicht von 10% am gesamten BIP hat. Allerdings dürfte, selbst wenn die Aktualisierung der Baustatistik nicht nur zu einem Niveausprung, sondern auch zu einer zukünftig höheren Dynamik führen sollte, die Knappheit am Häusermarkt für mehrere Jahre andauern. Nicht zuletzt, da das Angebot durch eine Knappheit des Baulandes und eine Vielzahl bürokratischer und ökologischer Hürden begrenzt wird. Daher haben wir unsere Prognose für die Bauinvestitionen nur leicht auf knapp über 3% angehoben. Aufgrund der starken Preisdynamik ist der Immobilienmarkt – zumindest derzeit – der einzige Bereich in der deutschen Wirtschaft, in dem das starke Wachstum und die extreme Geldpolitik der EZB zu Überhitzung geführt haben.

Ausrüstungsinvestitionen - Verhalten

4

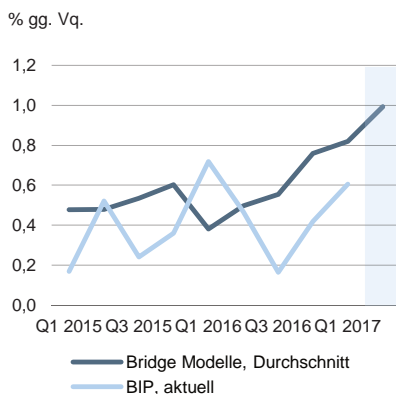


Quelle: Statistisches Bundesamt

Exporte und Investitionen: Verbesserungen, aber keine freie Bahn. Im Verlauf des Winterhalbjahrs hat der Welthandel seine zum Teil ölpreisbedingte Schwäche des Jahres 2016 überwunden. Dabei war eine Belebung der europäischen Konjunktur ebenfalls hilfreich. Vor diesem Hintergrund haben sich deutsche Exporte und Investitionen verbessert. Im ersten Quartal trugen beide Komponenten zum Wachstum bei und wir erwarten weitere Verbesserungen im Verlauf von 2017. Im Mai haben die ifo-Exportenerwartungen ihr höchstes Niveau seit Ende 2013 erreicht. Im PMI erzielte die Beurteilung der Exportnachfrage sogar ihren höchsten Stand seit 2010. Allerdings gibt es erste Anzeichen für eine nachlassende Dynamik im Welthandel, beispielsweise der Rückgang im Baltic Dry Index. Zusätzlich dürfte auch die aktuelle Aufwertung des Euro den Export belasten. Trotz des Anstiegs der Auftragseingänge um 4,8% im März blieb die Auslandsnachfrage im ersten Quartal gegenüber dem vierten Quartal 2016 nahezu unverändert, was unsere vorsichtige Einschätzung des Exports unterstützt. Die unklare zukünftige Entwicklung der Auslandsnachfrage in Verbindung mit weiterhin bestehenden geopolitischen Unsicherheiten (US-Kritik an den deutschen Ausfuhrüberschüssen, Brexit, mögliche Neuwahlen in Italien etc.) dürften einer deutlicheren Aufhellung des Investitionsklimas – trotz der Verbesserungen bei den Unternehmensumfragen – im Wege stehen. Während der letzten sechs Monate haben sich die Inlandsaufträge der Investitionsgüterproduzenten nahezu seitwärts bewegt. Im ersten Quartal lagen sie lediglich um 0,7% über Vorjahr.

Kurzfristige BIP-Modelle - überzeichnen, aber um wieviel?

5



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

Bundestagswahlen dürften die Konjunktur in 2017/18 nur wenig beeinflussen. Die aktuellen Umfragen deuten nicht darauf hin, dass es nach den Bundestagswahlen am 24. September zu deutlichen Veränderungen bei der Wirtschaftspolitik kommen sollte. Allerdings dürfte angesichts der anhaltenden Budgetüberschüsse die neue Regierung Steuersenkungen in Höhe von etwa einem halben Prozentpunkt des BIP auf den Weg bringen. Dies wird zusammen mit höheren Infrastrukturinvestitionen und einer stärkeren Regulierung des Arbeitsmarktes die Überhitzungsrisiken für 2018 erhöhen.

Aufwärtsrisiken für unsere BIP-Prognose für Q2 und 2017. Seit dem dritten Quartal 2016 haben unsere auf Umfragedaten (ifo, PMI) basierenden kurzfristigen BIP-Modelle das tatsächliche Wachstum im Schnitt um 0,3 Prozentpunkte überschätzt. Allerdings haben sie sowohl die Richtung als auch die Beschleunigung des BIP richtig prognostiziert! Aufgrund der in diesem Ausmaß unerwarteten Anstiege beim ifo-Index und PMI im Mai prognostizieren diese Modelle nunmehr ein BIP-Wachstum von rund 1% für Q2. Selbst wenn man die zuletzt beobachtete Überschätzung korrigiert, könnte das Wachstum immer noch 0,7% erreichen, was den Jahresdurchschnitt auf 1 ½% anheben würde. Auf was warten wir also? Außer den Einzelhandelsumsätzen, die im April um 0,2% gegenüber Vormonat fielen, haben wir derzeit keinerlei harte Daten für das zweite Quartal. Überdies dürften die demnächst anstehenden April-Daten für Produktion und Aufträge durch das späte Osterfest beeinflusst sein.

Überhitzungsrisiken in 2018. Unabhängig davon, ob wir nun in diesem Jahr wie derzeit erwartet um 1,3% oder sogar um 1,5% wachsen werden, wird die unter-



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

liegende Wachstumsdynamik nach Ausschaltung von Kalendereinflüssen (die das Wachstum im laufenden Jahr um 0,3 Prozentpunkte reduzieren) in diesem Jahr zumindest genauso stark wie in 2016 ausfallen. Damit dürfte das BIP-Wachstum seine Potenzialrate, die jüngst von der Bundesbank auf 1,2% veranschlagt wurde¹, in vier aufeinanderfolgenden Jahren um jeweils 1/2 Prozentpunkt übersteigen. Trotz der bei diesen Schätzungen erheblichen Fehlermargen dürfte damit das aktuelle BIP-Niveau in 2017 um 1 ½% bis 2% über Potenzial liegen. Diese positive Outputlücke dürfte sich in 2018 weiter ausweiten. Insbesondere, falls die Fiskalpolitik noch expansiver wird und die EZB ihre expansive Geldpolitik nur sehr langsam zurückführt. Bis jetzt haben persönliche und institutionelle Charakteristiken der Deutschen und der deutschen Wirtschaft (niedrige Zeitpräferenz, Risikoaversion, vorsichtige Kreditnachfrage/-vergabe, das System kollektiver Lohnabschlüsse, etc.) Überhitzungserscheinungen in der deutschen Volkswirtschaft – mit Ausnahme des oben angesprochenen Wohnungsbaus – verhindert. In 2018 werden die Risiken deutlich zunehmen, insbesondere, falls die graduelle Umkehr der Geldpolitik potenzielle Kreditnehmer im Bereich der privaten Haushalte und Unternehmen dazu veranlassen sollte, zügig zu agieren.

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

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

¹ Deutsche Bundesbank, Demographischer Wandel, Zuwanderung und das Potenzialwachstum der deutschen Wirtschaft, Monatsbericht April 2017.

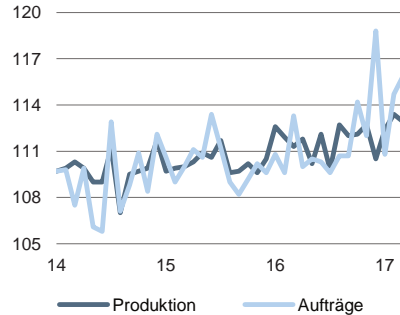


Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Recht guter Jahresauftakt

1

Verarbeitendes Gewerbe in DE, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

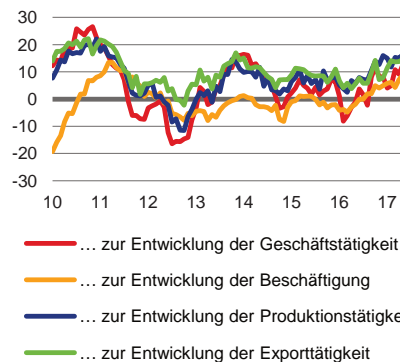
Deutsche Industrieproduktion: Prognose für 2017 auf +1,5% angehoben

- Wir haben unsere Produktionsprognose für das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland von bislang real +0,5% auf nunmehr +1,5% im Gesamtjahr 2017 angehoben. Für 2018 rechnen wir mit einem Plus von 1%. Die Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe sind im Verlauf der letzten Monate recht stetig gestiegen, was u.a. eine Folge höherer Ölpreise ist.
- Unter den großen Investitionsgüterbranchen hat die Elektrotechnik den besten Start ins Jahr 2017 hingelegt. Hier rechnen wir mit einem Produktionsplus von 3% im Gesamtjahr 2017. Für den Maschinenbau (+1,5%) und die Automobilindustrie (+1%) sind wir derzeit noch deutlich vorsichtiger. Innerhalb der Metallindustrie bleibt die Sparte der Metallerzeugnisse dynamischer als die Metallerzeugung. Die Chemieproduktion dürfte 2017 nach unserer Prognose in etwa stagnieren. Die Pharmaindustrie könnte 2017 mit einem Fertigungsplus von real 4% Wachstumsspitzenreiter werden.

Positive Stimmung im Verarbeitenden Gewerbe

2

Erwartungen der Unternehmen in DE, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

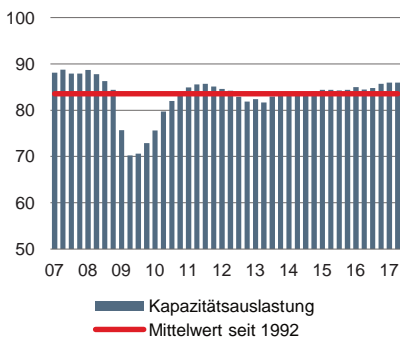
Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland nahm im 1. Quartal 2017 um real 1% gegenüber dem 4. Quartal 2016 zu. Dies war der dritte Anstieg auf Quartalsebene in Folge. Allerdings ist zu beachten, dass die Dynamik in den beiden Vorquartalen deutlich niedriger ausfiel (+0,1% und +0,2% gg. Vq.). Auffällig sind die anhaltenden Auf- und Abs auf Monatsebene. Die Auftragseingänge lagen im 1. Quartal 2017 zwar real um 1% unter dem Wert des Vorquartals. Das 4. Quartal war mit einem Plus von über 4% gg. Vq. jedoch besonders stark. Kräftige Schwankungen auf Monatsebene sind am aktuellen Rand auch für die Auftragseingänge charakteristisch.

Die jüngsten ifo-Zahlen für das Verarbeitende Gewerbe deuten darauf hin, dass die inländische Produktion auch in den kommenden Monaten tendenziell steigen wird. Die Erwartungen zur künftigen Entwicklung der Geschäftstätigkeit sowie die Produktions- und Exporterwartungen befinden sich allesamt deutlich im positiven Bereich. Die aktuelle Geschäftslage schätzen die Unternehmen so gut ein, wie schon seit Mitte 2011 nicht mehr. Positiv ist zudem zu bewerten, dass die Kapazitätsauslastung zu Beginn des 2. Quartals 2017 auf dem höchsten Wert seit Herbst 2008 liegt.

Auslastung liegt über dem langjährigen Durchschnitt

3

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %



Quelle: ifo Institut

Maßgeblich für die gute Stimmung dürfte unter anderem die stark wachsende Nachfrage aus dem Ausland sein. Im 1. Quartal 2017 übertrafen die deutschen Warenausfuhren den entsprechenden Vorjahreswert um nominal 8,5%, nachdem sie im Gesamtjahr 2016 nur um gut 1% gestiegen waren; beim Vorjahresvergleich ist jedoch zu beachten, dass Ostern 2016 – anders als 2017 – ins 1. Quartal fiel, weshalb das 1. Quartal 2017 mehr Arbeitstage hatte als im Vorjahr. Der Welthandel entwickelt sich dennoch etwas dynamischer, als wir dies zu Beginn des Jahres noch erwartet hatten. Die inländische Investitionstätigkeit bleibt jedoch verhalten. Die Ausrüstungsinvestitionen dürften im Gesamtjahr 2017 nach unserer Prognose nur marginal steigen. Optimistischer sind wir für die Bauinvestitionen, die vor allem vom Wohnungsbau Impulse erfahren.

Insgesamt überwiegen die positiven Faktoren. Daher haben wir unsere Produktionsprognose für das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland von bislang real +0,5% auf nunmehr +1,5% im Gesamtjahr 2017 angehoben. Für 2018 rechnen wir mit einem Plus von 1%. Die Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe sind im Verlauf der letzten Monate recht stetig gestiegen, was u.a. eine Folge höherer Ölpreise ist. In den Jahren zuvor tendierten die Erzeugerpreise in der gesamten Industrie mehr oder weniger seitwärts.



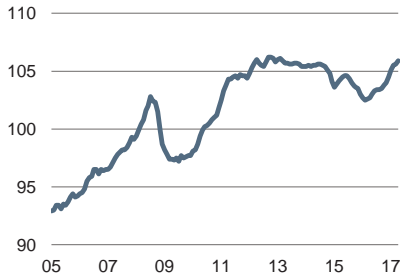
Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Investitionsgüterbranchen mit unterschiedlicher Dynamik

Erholung bei den Erzeugerpreisen setzt sich fort

4

Erzeugerpreise im Verarbeitenden Gewerbe in DE, 2010=100



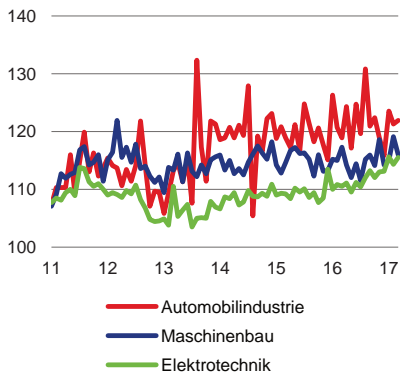
Quelle: Statistisches Bundesamt

Unter den großen Investitionsgüterbranchen verzeichnet die Elektrotechnik am aktuellen Rand die größte Dynamik. Im 1. Quartal 2017 lag hier die inländische Fertigung um real 2,2% über dem Wert des 4. Quartals 2016. Dies war der kräftigste Anstieg seit dem 3. Quartal 2011 und zugleich der sechste auf Quartals-ebene in Folge. Auch die Auftragseingänge entwickelten sich zu Jahresbeginn positiv. Im 1. Quartal lagen sie um real 2,3% über dem Niveau des Vorquartals. Eine wichtige Stütze für das Produktionswachstum sind die Ausfuhren der Elektrotechnik. In den ersten drei Monaten des Jahres lagen die nominalen Ausfuhren um knapp 11% über dem entsprechenden Vorjahreswert. Vor allem die Exporte nach China und in die USA zogen im bisherigen Jahresverlauf deutlich an. Die Geschäftserwartungen in der Elektrotechnik tendieren seit einigen Monaten nach oben und liegen deutlich im positiven Bereich. Dies gilt noch mehr für die Beurteilung der aktuellen Lage in der Branche. Baunahe Sparten der Elektrotechnik profitieren von der guten Konjunktur im Wohnungsbau. Insgesamt haben wir unsere Produktionsprognose für die Elektrotechnik für das Jahr 2017 von bislang +1% auf nunmehr +3% angehoben.

Elektrotechnik legt zuletzt stetig zu

5

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Automobilindustrie in Deutschland erzielte im 1. Quartal 2017 zwar ein Produktionsplus gegenüber dem Vorquartal in Höhe von real 2,7%; insofern verzeichnete der Sektor auf den ersten Blick zu Jahresbeginn sogar eine höhere Dynamik als die Elektrotechnik. Der Zuwachs im 1. Quartal reicht jedoch nicht aus, um den starken Rückgang im Schlussquartal 2016 (-3,8% gg. Vq.) auszugleichen. Hinzu kommt, dass die Auftragseingänge in der Automobilindustrie in den letzten Monaten eher nach unten tendieren. Die Geschäftserwartungen rutschten am aktuellen Rand sogar in den negativen Bereich, wenngleich die aktuelle Lage nach wie vor überwiegend positiv eingeschätzt wird. Zudem ist die Kapazitätsauslastung zu Beginn des 2. Quartals 2017 deutlich gesunken. Aber es gibt auch positive Nachrichten: Die Erholung der Pkw-Nachfrage in Deutschland und den meisten anderen europäischen Ländern setzt sich auch zu Beginn des Jahres 2017 fort. Davon profitiert der Produktionsstandort Deutschland. Ferner konnte die Branche in den ersten drei Monaten von 2017 ihre wertmäßigen Ausfuhren in die beiden größten Automärkte der Welt, China und die USA, gegenüber dem Vorjahreswert steigern, obwohl sich die dortige Autokonjunktur abgekühlt hat. Die Exporte nach UK nahmen im bisherigen Jahresverlauf nominal jedoch um knapp 10% gg. Vj. ab, wobei die Abwertung des britischen Pfunds gegenüber dem Euro den Vorjahresvergleich beeinflusst. In Summe haben wir unsere vorsichtige Prognose für die Produktion der Automobilindustrie in Deutschland von +0,5% auf +1% im Gesamtjahr 2017 erhöht.

Im deutschen Maschinenbau lagen sowohl die inländische Produktion als auch die gesamten Auftragseingänge im 1. Quartal 2017 um real 0,9% über dem Wert des 4. Quartals 2016. Für beide Kennzahlen war es der dritte Anstieg auf Quartalsebene in Folge. Bei der Produktion sind jedoch noch viele Schwankungen auf Monatsebene zu beobachten, während sich bei den Aufträgen zuletzt ein Aufwärtstrend verfestigt. Zudem ist die Kapazitätsauslastung im Maschinenbau drei Quartale in Folge gestiegen. Und die Geschäftserwartungen der Branche liegen im positiven Bereich. Im bisherigen Jahresverlauf sorgten die kräftig gestiegenen nominalen Ausfuhren des Maschinenbaus nach China und Russland für Impulse. Während die deutschen Maschinenexporte nach Russland von 2013 bis einschließlich 2016 zum Teil stark gesunken waren, zeichnet sich hier nun eine Trendwende ab. Auch für den Maschinenbau revidieren wir unsere Fertigungsprognose für das Jahr 2017, und zwar von +0,5% auf +1,5%.



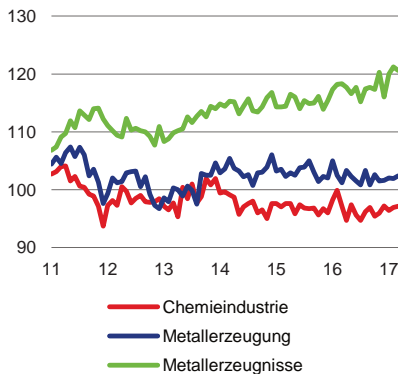
Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Chemie nach wie vor recht schwach – Kunststoffe und Metallerzeugnisse besser

Chemieindustrie hat Abwärtstrend gestoppt

6

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Unter den großen deutschen Industriebranchen war die Chemieindustrie (ohne Pharma) in den letzten Jahren das Sorgenkind. Zwischen 2011 und 2016 nahm die inländische Produktion in vier von sechs Jahren ab. Zu Jahresbeginn gibt es unterschiedliche Signale aus der Branche. So stieg die Fertigung im 1. Quartal 2017 um preisbereinigt 0,7% gg. Vq. Die Auftragseingänge sanken im gleichen Zeitraum jedoch um 0,5% gg. Vq. Ein positives Zeichen sind die Geschäftserwartungen der Chemieunternehmen, die ihre wirtschaftlichen Aussichten in den kommenden sechs Monaten überwiegend optimistisch einschätzen. Dazu passt, dass die Kapazitätsauslastung am Anfang des 2. Quartals 2017 auf den höchsten Wert seit Anfang 2008 gestiegen ist. Die Erzeugerpreise tendieren in den letzten Monaten nach oben, was zu einem großen Teil durch den höheren Ölpreis zu erklären ist. Alles in allem erwarten wir, dass die Produktion der Chemieindustrie in Deutschland im Jahresdurchschnitt in etwa stagnieren wird. Zuvor hatten wir einen Produktionsrückgang um 1% erwartet.

Die deutsche Kunststoffindustrie setzt ihre positive Entwicklung der letzten beiden Jahre fort. Im 1. Quartal 2017 nahm die inländische Fertigung zwar „nur“ um real 0,6% gg. Vq. zu. Dies war jedoch der sechste Anstieg auf Quartalsebene in Folge. Der Aufwärtstrend ist also intakt. Impulse kommen u.a. von Konsumnahmen Sparten sowie von der guten Wohnungsbaukonjunktur. Wir erwarten, dass die Produktion der Kunststoffindustrie 2017 um real 2,5% steigen wird.

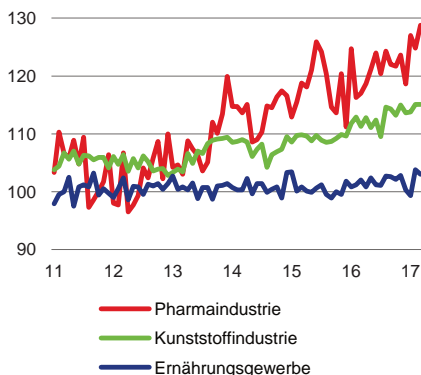
Die Hersteller von Metallerzeugnissen erzielten im 1. Quartal ein Produktionsplus von real 2,3% gg. Vj. Die Sparte profitiert von der Nachfrage industrieller Abnehmer, der privaten Haushalte und vom Wohnungsbau. Wir haben unsere Produktionsprognose für die Herstellung von Metallerzeugnissen für 2017 angehoben: von +0,5% auf +2,5%. Zurückhaltender sind wir für die Metallerzeugung, wo wir für 2017 mit einer Stagnation der inländischen Produktion rechnen. Immerhin tendieren die Erzeugerpreise in der Metallerzeugung in den letzten Monaten nach oben – ein gutes Zeichen für die Ertragslage der Unternehmen.

Pharma 2017 wohl Wachstumsspitzenreiter – Ernährungsgewerbe leicht im Plus

Pharma- und Kunststoffindustrie zeigen Wachstumstrend

7

Produktion in ausgewählten Industriebranchen in DE, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die pharmazeutische Industrie in Deutschland ist auf Monatsebene nach wie vor von starken Schwankungen in beide Richtungen geprägt. Dies erschwert die Produktionsprognose. Im 1. Quartal legte die Fertigung der Branche um real 4,6% gg. Vq. zu. Bei den Auftragseingängen war sogar ein Plus von gut 5% gg. Vq. zu verzeichnen, wobei ein besonders starker Zuwachs bei den Bestellungen aus dem Ausland im März 2017 hierfür maßgeblich war. Wir erwarten, dass das zuletzt sehr hohe Produktionsniveau der Pharmaindustrie im Jahresdurchschnitt von 2017 nicht gehalten werden kann. In Summe rechnen wir daher „nur“ mit einem Produktionsplus von etwa 4% im Gesamtjahr 2017; damit wäre die Pharmabranche 2017 dennoch Wachstumsspitzenreiter unter den deutschen Industriebranchen. Derzeit überwiegen sogar die Risiken, dass unsere Einschätzung zu vorsichtig ist. Neben den zu Jahresbeginn dynamischen Ausfuhren z.B. in die USA oder in die Schweiz (bei Rückgängen der Exporte nach UK) profitiert die Branche auch von der Zuwanderung nach Deutschland, wobei dieser Effekt 2017 weniger stark ins Gewicht fallen dürfte als 2016.

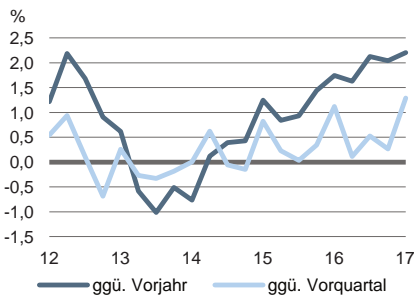
Das Ernährungsgewerbe zählt zu den umsatzstärksten deutschen Industriebranchen und ist bekannt für seine geringen konjunkturellen Ausschläge. Der Jahresauftakt verlief recht ruhig. Im 1. Quartal 2017 nahm die Produktion um 0,3% gg. Vq. zu. Für das Gesamtjahr 2017 rechnen wir mit einem Plus von 1%. Die Erzeugerpreise haben seit Mitte 2016 spürbar angezogen. Dennoch bleibt der Preisdruck aufgrund der Marktmacht des Lebensmitteleinzelhandels groß.

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



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige*



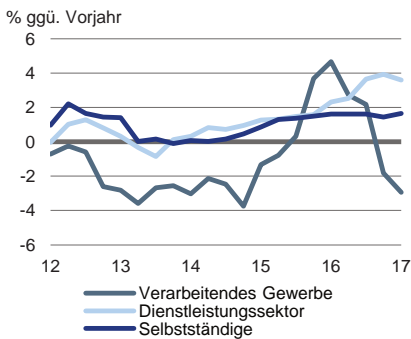
* ohne sonstige Finanzinstitute
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Unternehmensfinanzierung in Q1 – Kreditvergabe: Bäume wachsen nicht in den Himmel; Verschaufpause im Anleihegeschäft

- Solide Kreditvergabe an deutsche Unternehmen in Q1 – angetrieben von Baubranche und Handel, gebremst von immobiliennahen Dienstleistern
- Genossenschaftsbanken und Sparkassen wachsen weiter am stärksten
- Anleihegeschäft legt nach Rekordjahr 2016 Verschaufpause ein

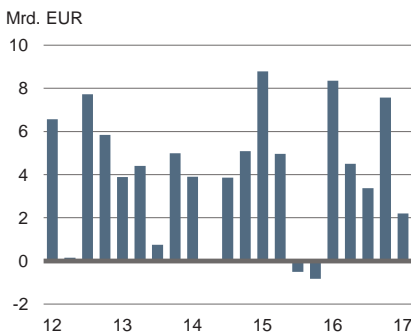
Die Kreditvergabe an deutsche Unternehmen und Selbstständige ist auch im ersten Quartal 2017 solide verlaufen. Das Kreditvolumen stieg um EUR 15,6 Mrd. an und lag damit um 2,2% höher als vor einem Jahr. Allerdings war der Anstieg durch einige wenige Branchen getrieben, während die Dynamik in wichtigen Sektoren nachließ. So erholte sich das Kreditgeschäft mit dem Verarbeitenden Gewerbe in den ersten drei Monaten zwar etwas; nach dem sehr starken Q1 vor einem Jahr und dem folgenden Einbruch liegt der Vorjahresvergleich nun aber bei -2,9%. Bei der wichtigsten Einzelkomponente, Maschinenbau/Auto, liegt das Minus sogar bei 8,4%; bei der Metallindustrie immer noch bei 2,5% und bei der Elektrotechnik bei 3%. Auch im Dienstleistungsgewerbe ließ der Schwung nach dem Boom in den letzten Quartalen leicht nach (+3,6% ggü. Vj.). Hier verzeichneten vor allem die immobiliennahen Branchen eine Verlangsamung, während Kredite an Beteiligungsgesellschaften kräftig expandierten. Tourismus, Telekom/Beratung/Werbung und Gesundheit verbuchten ordentliche Zuwächse. Bei den übrigen Wirtschaftszweigen legte das Geschäft mit Baufirmen und dem Handel zwischen Dezember und März sehr stark zu (EUR +4,7 Mrd. bzw. EUR +3,3 Mrd.). Der Anstieg beim Bau war der höchste überhaupt in einem Vierteljahr seit der Wiedervereinigung, der beim Handel immerhin der größte seit fünfzehn Jahren.

... nach Branche



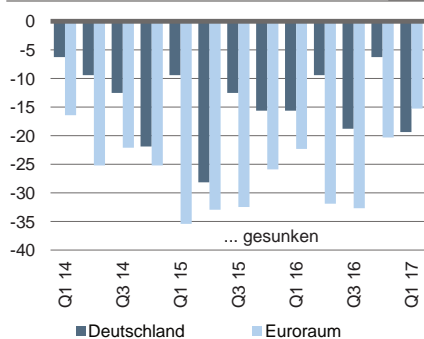
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Anleihen inländischer nichtfinanzieller Unternehmen, Nettoemission



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Bank lending survey: Margen für durchschnittliche Unternehmenskredite



Quellen: Bundesbank, EZB

Weiter positiv entwickelt sich die Vergabe von langfristigen Krediten, bei denen das Jahresplus von mittlerweile 3,5% den höchsten Stand seit der New-Economy-Blase bedeutet. Die kurzfristigen Ausleihungen (-4,8%) setzten dagegen ihren Abwärtstrend fort. Unter den Bankengruppen erholten sich Genossenschaftsbanken und Sparkassen vom leichten Rückschlag im vierten Quartal – beide wachsen im Kreditgeschäft mit Unternehmen und Selbstständigen um rund 5% ggü. Vj. Deutlich schwächer schneiden die inländischen Kreditbanken ab, die zwar einen ordentlichen Jahresauftakt hinlegten, sich aber auf 12-Monats-Sicht nur um 1,7% steigerten.

Bei den Finanzierungsalternativen beruhigte sich das Anleihegeschäft nach dem Rekord 2016 zu Jahresbeginn etwas. Hier belief sich das Neuemissionsvolumen nur auf netto EUR 2,2 Mrd. Der Nettoabsatz von Commercial Paper in Höhe von EUR 4,9 Mrd. war dagegen das beste Quartalsergebnis seit 2011. Das Leasing verzeichnete mit Neuabschlüssen in Höhe von EUR 12,6 Mrd. sogar das höchste Q1-Volumen aller Zeiten. Insgesamt bleibt der Konkurrenzdruck für Bankkredite also hoch, was sich auch im Bank Lending Survey (BLS) zeigte: Hier bestätigten die Banken einmal mehr, dass sie die konkreten Kreditkonditionen gelockert haben (bei großen Unternehmen mehr als bei kleinen) und dass die Margen für durchschnittliche Kredite seit nunmehr drei Jahren jedes Quartal ggü. dem Vorquartal gesunken sind. Einen so lange anhaltenden Rückgang gab es seit der Einführung des BLS vor fast anderthalb Jahrzehnten noch nie. Gleichzeitig stieg in Q1 aber auch die Kreditnachfrage erneut, so zumindest netto 13% der befragten Banken.

[Weitere Informationen](#)

Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)

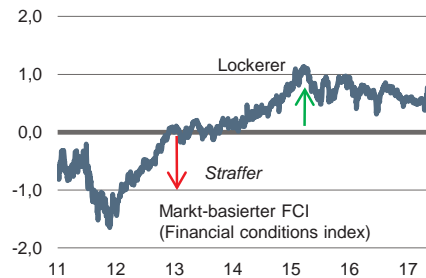


Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

EZB beschreibt Erholung als "kräftiger, breiter und robuster"

1

der Standardabweichungen vom Mittelwert



Quelle: Deutsche Bank Research

Eurozone: Konjunktur kräftiger, breiter, robuster mit positiven Impulsen für Kerninflation

- Die Konjunktur hat die politischen Risiken verkräftet, und wir haben unsere BIP-Prognose für 2017 von 1,3% auf 1,8% angehoben. Dieses Wachstumstempo dürfte anhalten und der EZB einen allmählichen Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik ermöglichen.
- Die Gesamtrate des HVPI dürfte sich im weiteren Jahresverlauf bei rund 1,5% einpendeln, da das Anziehen der Kern- und Lebensmittelpreise durch einen schwächeren Auftrieb der Energiepreise kompensiert werden sollte.

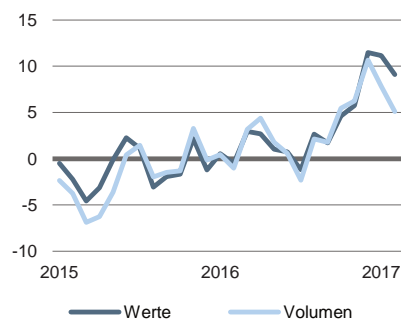
Politische Unsicherheiten wurden absorbiert

Wir haben unsere BIP-Wachstumsprognosen für 2017 von 1,3% auf 1,8% und 2018 von 1,5% auf 1,6% angehoben. Zwar waren wir nicht davon ausgegangen, dass sich die politischen Risiken materialisieren, hatten aber damit gerechnet, dass die hohe politische Unsicherheit die Konjunktur zumindest dämpfen würde. Offensichtlich waren wir zu pessimistisch. Erstens profitierte die Konjunktur davon, dass die Nachfrage von unerwarteter Seite – z.B. stärkere Exporte (Stichwort China) – höher als prognostiziert ausfiel. Zweitens blieben die Finanzierungsbedingungen dank der Glaubwürdigkeit der EZB locker. Die politische Unsicherheit hat sich nicht in höheren Finanzierungskosten niedergeschlagen. Dadurch verbesserten sich die Stimmungskennzeichen, die Ersparnis der privaten Haushalte fiel niedriger aus und die privaten Haushalte sowie die Unternehmen nahmen in größerem Umfang Kredite auf.

Eurozone: Exporte nach China ex HK

2

% 3m/3m



Quellen: Eurostat, Haver Analytics LP, Deutsche Bank Research

Glättung des Konsums oder Anzeichen für Nachholbedarf?

Der Konsum der privaten Haushalte blieb trotz der unvorhergesehenen Inflationsbeschleunigung robust. Wenn die Inflationsrate wieder langsamer ansteigt, sollte sich die Entwicklung der realen Einkommen verbessern. Nun stellt sich die Frage, ob sich die rekordniedrige Sparquote normalisiert. Unseres Erachtens ist damit zumindest in gewissem Umfang zu rechnen. Das Wachstum sollte jedoch hoch bleiben, da die Investitionsnachfrage anziehen dürfte. Im Gegensatz zu den privaten Haushalten ist die Sparquote bei den Unternehmen hoch. Aufgrund des freien Cashflows können die Investitionsausgaben den steigenden Kreditimpuls übertreffen, und es gibt Anzeichen für eine Belebung der Investitionstätigkeit. Bei zunehmendem Optimismus könnten die Unternehmen lieber investieren als zu sparen. In diesem Fall könnte das BIP rascher wachsen, als in unserem Basisszenario erwartet. Allerdings würde dann auch die Verschuldung ansteigen und die Konjunktur anfälliger für den anstehenden Straffungszyklus.

Eurozone Prognosen

% gg. Vj. *	2016	2017	2018
BIP	1,7	1,8	1,6
Privater Konsum	1,9	1,5	1,5
Staatlicher Konsum	1,8	1,3	1,1
Investitionen	3,5	3,1	2,1
Exporte	2,9	3,9	4,1
Importe	4,0	4,5	4,3
Nettoexporte, pp BIP	-0,4	-0,1	0,1
Lager, pp BIP	0,0	0,1	0,0
HICP inflation	0,2	1,6	1,5
Öff. Defizit, % BIP	-1,5	-1,4	-1,3
Öff. Schulden, % BIP	91,4	91,0	89,2
Leistungsbilanz, % BIP	3,3	3,1	2,9

*sofern nicht anderweitig benannt

Quellen: Eurostat, EZB, Haver Analytics LP,

Deutsche Bank Research

Moderates Wachstum dürfte sich fortsetzen

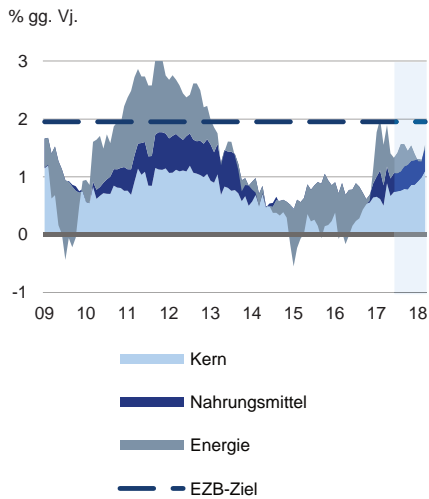
Die Wachstumsbelebung ist unseres Erachtens zyklischer und nicht struktureller Natur, wenngleich der Nachholbedarf das zyklische Wachstum eine Zeit lang stützen könnte. Umfragen zufolge ist mit einem annualisierten BIP-Wachstum von rund 3% zu rechnen. Die realwirtschaftlichen Daten deuten auf moderatere 1,5 – 2,0% hin. Falls die realwirtschaftlichen Daten künftig stärker ausfallen und eher den Umfrageergebnissen entsprechen, wäre mit einem Rückgang der freien Kapazitäten, einer Inflationsbeschleunigung, einem rascheren Ausstieg aus der akkommodierenden Geldpolitik und restriktiveren Finanzierungsbedingungen zu rechnen. Bei einem BIP-Wachstum von 2,5% sowohl im Jahr 2017 als auch im Jahr 2018 könnte die Arbeitslosenquote im kommenden Jahr auf 8,5%



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Eurozone: Gesamtinflation und wichtige Komponenten

3



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

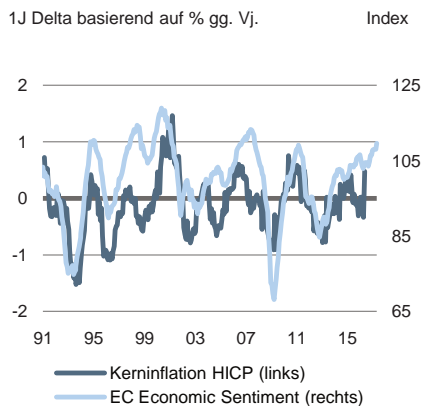
sinken, so dass die Beschäftigungslücke geschlossen wäre. Dies würde wiederum zu einem rascheren Ausstieg der EZB führen. Angesichts der weiterhin hohen Verschuldung würde dies das Wachstum dämpfen. Der Anstieg der verfügbaren Einkommen der Unternehmen seit dem Jahr 2008 ist zu 30% auf niedrigere Kreditkosten zurückzuführen. Der Schuldenabbau erfolgte vor allem im Vergleich zu den Aktiva und nicht relativ zu den Erträgen, so dass die Bilanzen sehr anfällig für eine Marktkorrektur sind. Solange keine umfassenden Struktur-reformen erfolgen, führt auch eine kräftige Wachstumsbelebung nicht zu einem nachhaltigen Gleichgewicht. Das Wachstum profitiert von einem gewissen Nachfragestau, einer lockeren Fiskalpolitik und einer Wechselkursabwertung. Da eine Lockerung der US-Fiskalpolitik jedoch mit Schwierigkeiten behaftet ist, die Abwärtsrisiken in China zunehmen und die Finanzierungsbedingungen durch einen allmählichen Ausstieg der EZB aus ihrer lockeren Geldpolitik restriktiver werden sollten, ist für dieses und nächstes Jahr eher mit moderateren BIP-Wachstumsraten von ca. 1¾% zu rechnen.

Energiepreise leiteten eine Normalisierung der Inflationsraten ein

Bei der Energie beschleunigte sich der Preisauftrieb von durchschnittlich -5,9% gg. Vj. in den Jahren 2015 und 2016 auf +8,2% gg. Vj. in Q1 2017. Infolgedessen erhöhte sich die Gesamtinflationsrate von rund 0% gg. Vj. in den beiden vergangenen Jahren auf 1,8% in Q1 2017. Unter der Annahme, dass die Rohölpreise künftig nur langsam ansteigen, sollte die Energiepreisinflation ihren Höchststand überschritten haben und die Gesamtinflationsrate bis Anfang 2018 dämpfen. Entsprechend hat sich bereit im Mai der Anstieg der Gesamtinflation wieder auf 1,4% verlangsamt. Rechnet man die Energiepreise heraus, so hat sich die Inflation bisher nur zögerlich belebt. *Allerdings spricht vieles für eine gewisse Beschleunigung der Lebensmittelpreis- und Kerninflation.* Bei Lebensmitteln wurde zu Jahresbeginn ein stärker als erwarteter Preisauftrieb verzeichnet, was auf einen witterungsbedingten Anstieg der Preise für saisonale Lebensmittel zurückzuführen war. Dieser klingt seit März und April wieder ab, so dass sich die Lebensmittelpreis-inflation bis zum Sommer nicht weiter beschleunigen könnte. Aber auch ohne saisonale Produkte hat sich die Lebensmittelpreis-inflation leicht beschleunigt und im März den höchsten Stand seit Anfang 2014 erreicht. Die Produzentenpreise deuten ebenso wie Umfragen zu den Absatzpreisen auf einen weiteren Preisauftrieb in diesem Sektor in den kommenden Monaten hin. Dies könnte die Lebensmittelpreise in H2 erneut erhöhen.

Eurozone: Kerninflation und Stimmung Indikator mit 12M-Vorlauf

4



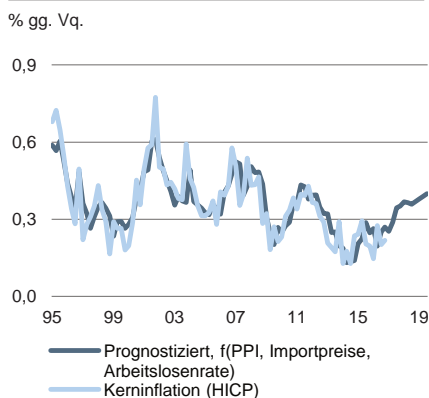
Quellen: Eurostat, EC, Deutsche Bank Research

Erste Anzeichen für eine Beschleunigung der Kerninflation

Die Rate ist von 0,8% gg. Vj. in Q4 auf 0,9% in Q1 und auf rund 1,0% in Q2 angestiegen (April 1,2% aber Mai wieder 1,0%), wenn man die auf die Osterfeiertage zurückzuführende Volatilität im März/April glättet (also für diese beiden Monate einen Durchschnittswert bildet). Ein weiterer Anstieg um jeweils 0,1%-Punkte in Q3 bzw. Q4 erscheint möglich. Erstens hat sich die wirtschaftliche Situation weiter verbessert und die Arbeitslosigkeit ist stetig zurückgegangen; in der Vergangenheit hat sich die Kerninflation regelmäßig beschleunigt, wenn die Nachfrage so kräftig wuchs wie derzeit. Top-Down-Wachstumsindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex oder der Stimmung Indikator der EU-Kommission sprechen für eine Beschleunigung der Kerninflation um 0,4 bis 0,5%-Punkte im Jahr 2018. Zweitens deuten die Frühindikatoren für die Verbraucherpreise wie z.B. Umfragen zu den geplanten Absatzpreisen und die Produzentenpreise darauf hin, dass die höheren Produktionskosten, die stärkere Nachfrage und der weltweit stärkere Preisauftrieb bei Fertigprodukten auch den Preisdruck auf den Vorstufen erhöhen. Auf diesen Indikatoren basierende Modelle, lassen darauf schließen, dass sich die Kerninflation in H2 2018 auf 1,5% gg. Vj. zubewegen

Eurozone: Kerninflation plus modellbasierte Prognose

5



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

dürfte. Insgesamt sollte die Gesamtinflationsrate über den Rest des Jahres hinweg um 1,5% herum pendeln, da die etwas höheren Kern- und Lebensmittelpreise durch einen geringeren Preisauftrieb für Energie kompensiert werden. Energiebedingte Basiseffekte sollten die Inflation bis ins Jahr 2018 hinein dämpfen. Wir prognostizieren jedoch für H2 2018 eine Gesamtinflationsrate von über 1,5%.

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

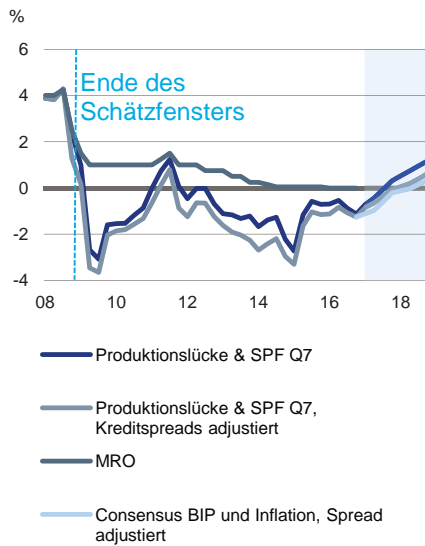
Markus Heider (+44 20 754-52167, markus.heider@db.com)

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



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Modifizierte DB-Taylorregel signalisiert weiterhin graduellen geldpolitischen Ausstieg



SPF=Survey of Professional Forecasters, Q7 = Prognose bis Ende 2018 (gleich 7 Quartale)

Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

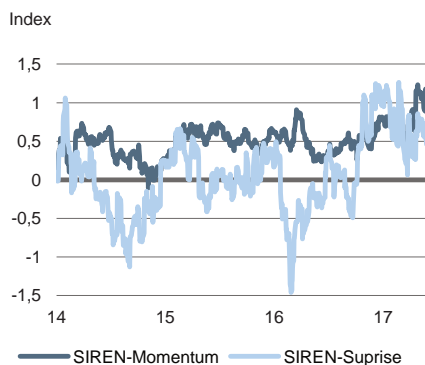
EZB-Ziel: Neutrale Finanzierungsbedingungen

Stabw. vom Mittelwert (marktbasierter Index)



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

SIREN Indikator signalisiert Dynamik im EWU-Wirtschaftsraum



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

EZB-Ausstieg: Langsam reicht

Wir haben unsere Prognose für die EZB-Sitzung am 8. Juni geändert. Wir gingen bisher davon aus, dass die EZB dort ihren ersten Schritt weg von der extrem expansiven Politik setzen würde, indem sie ihre „forward guidance“ anpasst. Für Juni erachten wir nunmehr eine derartige Maßnahme als eher unwahrscheinlich. Während letzte Äußerungen nahelegen, dass die EZB die Risikoverteilung für das Wachstum zunehmend günstiger einschätzt, dürfte diese Zuversicht mit Blick auf die Inflation nicht vorhanden sein.

Die EZB dürfte ihr Erwartungsmanagement eher durch eine veränderte Tonalität betreiben. Erstens dürfte die EZB den Wachstumsausblick positiver einschätzen und klarstellen, dass ihr Zögern bei der Anpassung der „forward guidance“ nicht durch Wachstumssorgen begründet ist. Zweitens erwarten wir, dass die „forward guidance“ trotz unveränderter Formulierung an Bedeutung verlieren sollte. Drittens könnte die EZB Komitees beauftragen, alle möglichen Politikoptionen, d.h. „forward guidance“, Einlagenzinssatz und QE zu evaluieren und damit einen konditionalen Ausstieg signalisieren, und sich gleichzeitig mehr Zeit mit Blick auf einen nachhaltigeren Inflationsanstieg und die politischen Unsicherheiten in Italien verschaffen.

Eine Verschiebung der Anpassung der „forward guidance“ impliziert nicht notwendigerweise Verzögerungen bei den von uns erwarteten weiteren Ausstiegsschritten – der Vorankündigung eines „taperns“ im September und einer einmaligen Anhebung des Einlagenzinssatzes im Dezember. Allerdings dürfte der Zeitpfad ins Wanken geraten, falls sich die Spekulationen über vorgezogene Neuwahlen in Italien bestätigen. Drei Aspekte sind hier von Bedeutung: Erstens, die fiskalische Verwundbarkeit Italiens zeigt die überragende Bedeutung von QE relativ zu „forward guidance“ und dem Einlagenzinssatz. Zweitens lehrt die Erfahrung der vergangenen Quartale, wie leicht die Auswirkungen politischer Unsicherheit überschätzt werden können. Drittens impliziert die zunehmende ökonomische Dynamik – auch in Italien –, dass die Tauben und Falken im EZB-Rat einen Kompromiss finden müssen.

Angesichts der nach wie vor niedrigen Inflation dürfte jede durch zunehmende politische Unsicherheit verursachte Verschlechterung der Risikoeinschätzung den EZB-Rat weg von einer „taper“-Vorankündigung im September hin zu einer Politik des „Verlängerns und Verringerns“ bewegen. Die „oder niedriger“-Formulierung der „forward guidance“ könnte allerdings immer noch im September fallen gelassen werden, sofern Wachstums und Inflationserwartungen mehr oder weniger unverändert bleiben. Bei einer Euro-Abwertung könnte sich die Abfolge verändern und eine Anhebung des Einlagenzinssatzes zum Jahresende oder im Frühjahr 2018 wieder auf den Tisch sein.

	Arbeitsgruppen	Veränderte "forward guidance"	BIP-Wachstumsprognose der EZB	Kerninflationsprognose der EZB
Restriktiv	Ja	Ja	Aufwärts	Unver./Aufwärts
Neutral	Ja	Nein	Unver./Aufwärts	Unver.
Expansiv	Nein	Nein	Unver.	Unver./Abwärts

Quelle: Deutsche Bank Research

Zunehmende Risiken für unsere EZB-Prognose:

Wir erwarteten, dass die EZB in diesem Jahr die ersten Schritte zum Ausstieg aus ihrer extrem expansiven Geldpolitik vornehmen würde, indem sie ihre „for-



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Markt-implizite Inflationsraten zeigen noch keine höhere Dynamik an

4



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

ward guidance“ anpasst (Juni), ein „tapering“ für die erste Jahreshälfte 2018 ankündigt (September) und den Einlagenzinssatz einmalig um 15 oder 20 Basispunkte anhebt (Dezember).

Mehrere Faktoren beginnen diesen Zeitpfad nach hinten zu verschieben:

- vorsichtigere Kommentare der EZB mit Blick auf die Inflationsentwicklung;
- die Aufwertung des Euro;
- die zunehmende Wahrscheinlichkeit vorgezogener Neuwahlen in Italien im September.

Die Prinzipien der EZB für ihren Ausstiegsprozess

i. **Die Ausrichtung der Geldpolitik ist eine Funktion der Inflation, nicht des Wachstums.** Das Kriterium der EZB ist eine Inflationsrate unter aber nahe 2% in der mittleren Frist. Ob eine Anpassung der Geldpolitik notwendig ist, hängt von der Inflation und den Inflationserwartungen ab. Das Wachstum ist nicht irrelevant, da es Inflation und Inflationserwartungen beeinflusst, wobei der Zusammenhang allerdings bezüglich Ausmaß und Zeitverzögerung nicht sonderlich stabil ist.

ii. **Die EZB wird ihren Ausstieg graduell gestalten.** Dabei geht es nicht darum, etwa ein Überschießen der Konjunktur zu ermöglichen – dies würde das Vertrauen in die EZB untergraben. Es gibt aber einige grundsätzliche Argumente für ein graduelles Vorgehen:

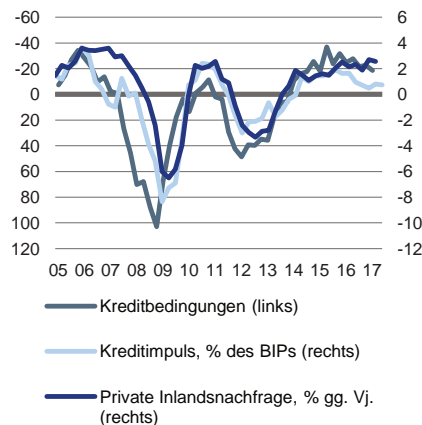
- a. die Zweifel innerhalb der EZB mit Blick auf die Normalisierung der Inflation, insbesondere die Schwierigkeit bei der Abschätzung der Einflüsse der wirtschaftlichen Strukturveränderungen in verschiedenen EWU-Ländern;
- b. die nach wie vor hohe Abhängigkeit des Wachstums und der Inflation von der geldpolitischen Unterstützung der EZB;
- c. die Überlagerung von Verschuldungsproblemen und politischen Risiken in einigen Ländern, nicht zuletzt Italien, die dazu führt, dass die Auswirkungen volatiler Finanzmarktbedingungen stärker als normal sein könnten.

iii. Nach dem Beginn des Ausstiegs muss das Bankensystem weiterhin in der Lage sein, das Momentum bei Wachstum und Reflation beizubehalten. Das Bankensystem ist für einen erfolgreichen Ausstieg entscheidend. Der Kreditimpuls verdeutlicht den engen Zusammenhang zwischen Kreditzyklus und Konjunkturzyklus. Für einen Ausstieg braucht die EZB mindestens 1,5% BIP-Wachstum in 2018, um das Reflationsmomentum beizubehalten. Mit Blick auf den Kreditimpuls würde dies mehr als eine Verdopplung der Nettokreditströme voraussetzen. Ein erfolgreicher Ausstieg setzt also viel mit Blick auf das Bankensystem voraus.

Implikationen des Ausstiegs aus der unkonventionellen Geldpolitik für Kreditvergabe und Kreditimpuls

5

linke y-Achse: Index
rechte y-Achse: % des BIPs, % gg. Vj.

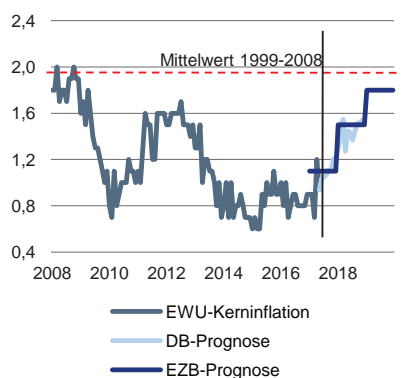


Quellen: EZB, Eurostat, Deutsche Bank Research

Wir stimmen der EZB-Prognose zu, dass die Kerninflation leicht anzieht

6

% gg. Vj.



Quellen: Eurostat, EZB, Deutsche Bank Research

Die Wahrscheinlichkeitsverteilung spricht gegen eine Anpassung der „forward guidance“ bereits im Juni

Wir haben zuletzt unsere BIP-Prognose für die Eurozone angehoben. Mit unserer aktuellen Prognose von 1,8% für 2017 liegen wir nahe am Konsensus und an der Stabsprognose der EZB. Die sich weiter verbessernden Umfrageindikatoren deuten, trotz der Überzeichnung in der letzten Zeit, weitere Aufwärtsrisiken für die Prognosen an. Diese Einschätzung zeigt sich auch in jüngsten Äußerungen von Mitgliedern des EZB-Rates. Am 8. Juni dürfte diese Einschätzung

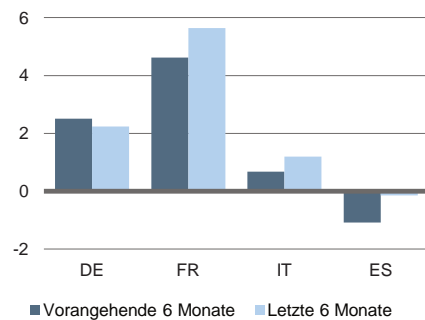


Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Kreditimpuls signalisiert Verbesserung außerhalb Deutschlands

7

% des BIPs

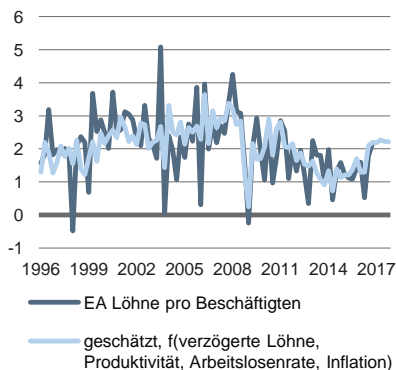


Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

2% jährliches Lohnwachstum nicht im Einklang mit niedriger Lohndynamik lt. EZB-Rat

8

% gg. Vq., annualisiert



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

formalisiert werden, indem der EZB-Rat die Risiken mit Blick auf das Wachstum als „ausgeglichen“ bezeichnet.

Allerdings zeigen die Kommentare der EZB auch eine fehlende Überzeugung mit Blick auf eine nachhaltige Inflationsbeschleunigung. Somit dürfte es im Juni noch zu früh für den ersten Schritt des Ausstiegsprozesses sein. Wir vertrauen weiterhin auf die Signale unserer Modelle und der Frühindikatoren, die eine beginnende Normalisierung der Kerninflation im zweiten Halbjahr signalisieren, können aber die vorsichtiger Haltung der EZB nachvollziehen.

- **Systematische Überschätzung der Inflation von 2014-2016.** In jedem der vergangenen drei Jahre war die Kerninflation ungefähr einen halben Prozentpunkt niedriger als zu Jahresbeginn erwartet.
- **Die verhaltene Lohnentwicklung ist zum Mantra der EZB geworden.** Die EZB hatte die Lohninflation als Dreh- und Angelpunkt für eine Normalisierung bei den Verbraucherpreisen bezeichnet. Der EZB-Rat ist verunsichert, inwieweit Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung die Lohnentwicklung auf längere Zeit dämpfen.
- Falls die EZB ein Argument für eine Verschiebung einer positiveren Einschätzung der Inflationsentwicklung sucht, hat sie es mit der Euroaufwertung bekommen.
- **Letztlich zeigen auch die Inflationserwartungen nur einen schwachen Aufwärtstrend.** Da der Einstieg in QE nicht zuletzt von den mittelfristigen Inflationserwartungen getrieben wurde, dürften diese auch beim Ausstieg eine wichtige Rolle spielen.

Wir erwarten Hinweise auf einen näher rückenden Wendepunkt der Geldpolitik, selbst falls „forward guidance“ unverändert bleibt

Um die Glaubwürdigkeit der Kommunikationspolitik der EZB zu wahren, dürfte die EZB durch mehrere Botschaften und Kanäle versuchen, einer Enttäuschung des Marktes entgegenzuwirken.

- Die Risikoverteilung mit Blick auf das Wachstum hat sich verbessert.
- Der Stab dürfte seine Prognosen für die Kerninflation im Vergleich zum März nicht absenken. Die Schätzung für die Gesamtinflation könnte aber sehr wohl um 0,1 oder 0,2 Prozentpunkte reduziert werden.
- Die Bedeutung der „forward guidance“ dürfte heruntergespielt werden.
- Die Einsetzung von Komitees zur Evaluierung der Politikoptionen wäre ein klares Signal, dass man sich dem Wendepunkt bei der Geldpolitik nähert.

Italien vor einer weiteren Episode des klassischen, europäischen Durchwurstelns

Wir sind oft mit einem der beiden folgenden Argumente konfrontiert, wenn es um den Ausstieg der EZB und Italien geht:

- die EZB kann wegen Italien nicht aus ihre extrem expansiven Geldpolitik aussteigen oder
- Italien kann eine mittelfristige Normalisierung der Geldpolitik aufgrund fehlender fiskalischer Nachhaltigkeit nicht verkraften

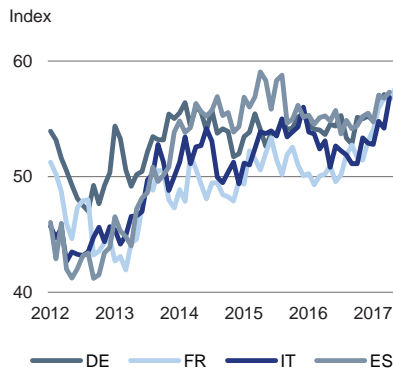
Das erste impliziert eine unrealistische Hypersensitivität der EZB gegenüber Italien. Das zweite eine unrealistische Insensibilität Italiens. Die Realität dürfte in der Mitte liegen.



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Composite PMI: Output Indices

9



Quellen: Markit, Deutsche Bank Research

Die Geldpolitik der EZB wird nicht durch ein einzelnes Land bestimmt, allerdings ist Italien ein großes Land. Die Geldpolitik der EZB ist eine Funktion der Situation innerhalb der gesamten Eurozone. Dabei hat Italien als eines der größeren Länder natürlich auch einen größeren Einfluss. Derzeit haben sich aber auch in Italien die konjunkturellen Bedingungen verbessert. Das BIP-Wachstum im ersten Quartal wurde von 0,2% auf 0,4% gegenüber Vorquartal angehoben und der italienische Output-PMI für die Gesamtwirtschaft zeigt, wie auch in den übrigen großen Ländern der Eurozone, dass sich das Wachstum in Q2 nicht verlangsamten sollte.

Sorgen um die Finanzstabilität einzelner Länder sind immer dann relevant für die Geldpolitik, wenn sie einen Einfluss auf die Preisentwicklung in der gesamten Eurozone haben. Damit Italien die geldpolitische Ausrichtung der EZB beeinflusst, müssten entweder die italienischen Wachstums- und Inflationsaussichten so schwach sein, dass sie die Euroland-Aggregate nach unten ziehen, oder die fiskalische Instabilität Italiens müsste den gesamten Euroraum belasten. Dies könnte passieren, ist derzeit aber nicht der Fall.

Allerdings ist Italien mit drei Ereignissen konfrontiert, die zu einer Neueinschätzung führen könnten:

- **Tapering.** Nach unseren Berechnungen dürfte ein Anstieg der durchschnittlichen italienischen Finanzierungskosten um 100 Basispunkte angesichts des nominalen Wachstums und der Primärüberschüsse auch weiterhin einen allmählichen Rückgang der italienischen Schuldenquote ermöglichen. Solange also die EZB bei ihrem Ausstieg behutsam vorgeht, hat Italien die Kapazitäten, dies zu verkraften.
- **Haushalt für 2018.** Falls Italien sich vollständig an die europäischen Fiskalregeln halten würde, müsste es seine Fiskalposition um einen vollen Prozentpunkt des BIP verringern. Zu dieser Politikanpassung dürfte es unseres Erachtens kaum kommen, zumal die Anreize für Italien gering sind und auch Kommissionspräsident Juncker kein überzeugter Anhänger einer Konsolidierungspolitik ist. Zwar dürfte der Haushalt für 2018 zu Spannungen zwischen Rom und Brüssel führen, aber wohl keine ökonomischen oder politischen Schocks in Italien nach sich ziehen.
- **Wahlen.** Dieses Ereignis ist sicherlich das mit den höchsten Risiken für die italienischen Finanzmärkte, jedenfalls, wenn sie zu einer populistisch/euro-skeptischen Regierung führen würden. Die Chancen vorgezogener Neuwahlen sind gestiegen. Wir haben lange betont, dass die Wahlgesetze, unter denen die Wahl stattfindet, wichtiger sind als der Zeitpunkt der Wahl. Unter gegenwärtigem Wahlrecht besitzt eine Pattsituation eine hohe Wahrscheinlichkeit. Werden die gegenwärtig im italienischen Parlament diskutierten Vorschläge zur Reform des Wahlrechts umgesetzt, dürfte zumindest eine fragile und heterogene Kollektion der etablierten Parteien wahrscheinlicher werden. Allerdings kann auch in diesem Szenario ein dauerhafter politischer Stillstand ausgeschlossen werden. Die Märkte wären offensichtlich angetan, wenn eine Regierung unter Führung der populistischen 5SM vermieden würde, allerdings würden Italiens strukturelle ökonomische Probleme wahrscheinlich auch mittelfristig bei einer fragilen Koalition der etablierten Parteien ungelöst bleiben.

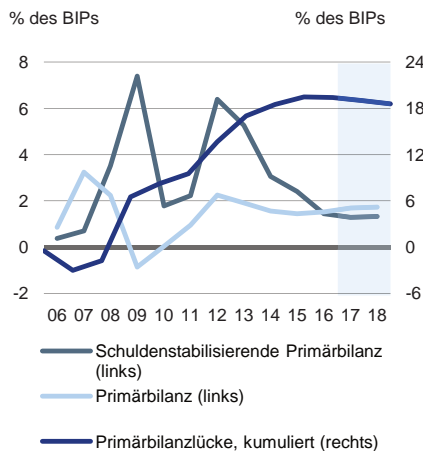
Trotz Italiens bekannter fiskalischer Verwundbarkeit scheint ein klassisches europäisches Durchwursteln das wahrscheinlichste Szenario für Italien auf dem Weg in das Jahr 2018 zu sein.



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Konjunkturelle Stärke verbessert
Schuldendynamik

10



Annahme: 10J BTP Renditen steigen um 50 Bp in 2017 und 50 Bp in 2018

Quellen: Europäische Kommission, Deutsche Bank Research

Italien könnte den Zeitplan und die Abfolge des EZB-Ausstiegs ändern

Mit der andauernden konjunkturellen Dynamik – auch in Italien – dürfte der Widerstand der Falken im EZB-Rat gegen eine Fortsetzung der extrem lockeren Geldpolitik zunehmen. Die Falken werden argumentieren, dass auch in der Vergangenheit beispielsweise die Unsicherheiten infolge des italienischen Referendums oder der französischen Wahlen die konjunkturelle Erholung kaum gebremst haben. Die Antwort der Tauben dürfte sein, dass dafür eben gerade die expansive Ausrichtung der Geldpolitik und die klar signalisierte Bereitschaft, im Falle des Falles mehr zu tun, verantwortlich waren. Somit könnten erneute politische Unsicherheiten während des EZB-Ausstiegs eine bedrohlichere Kombination darstellen.

Falls es tatsächlich zu vorgezogenen Neuwahlen in Italien kommt, dürfte dies zu Anpassungen bei unserem Ausstiegsszenario für die EZB führen. Ein höheres Maß an politischer Unsicherheit würde insbesondere den Wert von QE in den Vordergrund stellen. Es wäre zwar immer noch möglich, dass die EZB ihre konditionale Ausstiegs- bzw. „taper“-Strategie Anfang September und damit just vor den italienischen Wahlen verkündet, wir denken aber, dass eine Alternativstrategie mit Blick auf QE wahrscheinlicher ist:

- **Vorübergehendes Aufschieben der „taper“-Ankündigung.** Unsere Basisprognose unterstellt eine Ankündigung ihrer Absichten im September, wie es ab Januar mit QE weitergehen soll. Würde diese Entscheidung auf den Oktober oder gar Dezember verschoben, dürften die Märkte zunehmend nervös werden. In diesem Fall müsste die EZB sehr zuversichtlich sein, dass ihre Wachstums- und Inflationserwartungen trotz der politischen Unsicherheiten in Italien eintreten.
- **Verringern und verlängern.** Die EZB könnte im September eine Verringerung des monatlichen Kaufvolumens ab Januar 2018 ankündigen (beispielsweise auf 40 Milliarden Euro), aber gleichzeitig eine Verlängerung von QE bis Ende März oder Ende Juni ankündigen. Dabei wäre die Rückführung des Volumens ein Vertrauensbeweis in die konjunkturelle Erholung, während die Verlängerung eine Art Versicherungspolitik darstellen würde. Ähnlich wie bei der gegenwärtigen „forward guidance“ könnte die EZB ihre Bereitschaft kundtun, im Falle des Falles das Volumen wieder zu erhöhen.
- **Verlängern.** Die taubenhafteste Option wäre eine Verlängerung von QE bis März oder Juni bei unveränderten Kaufvolumen von 60 Mrd. Euro pro Monat. Dies würde aber einen klaren Verlust an Vertrauen in die Prognosen zur Konjunktur und Inflation voraussetzen.

Falls es zu vorgezogenen Neuwahlen in Italien kommen sollte, erwarten wir, dass der EZB-Rat in Richtung „verringern und verlängern“ tendieren wird. Die „oder niedriger“-Formulierung in der „forward guidance“ könnte immer noch im September entfallen, falls die Inflations- und Wachstumserwartungen robust bleiben. Sollte sich der Euro abschwächen, würde dies gar die Tür für eine alternative Abfolge und eine einmalige Anhebung des Einlagenzinssatzes zum Jahresende oder zu Beginn von 2018 wieder öffnen.

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

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

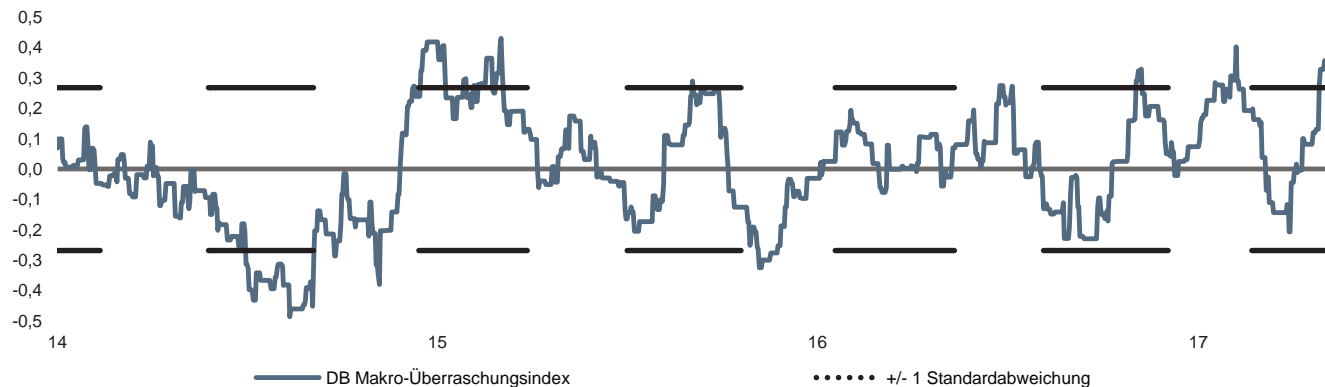


Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

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	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	4 2017	24.04.17	113,0	112,4	0,6	0,3	0,6
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	3 2017	28.04.17	0,2	0,0	0,2	0,4	0,7
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	3 2017	28.04.17	6,1	6,5	-0,4	0,0	0,4
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	4 2017	02.05.17	58,2	58,2	0,0	0,0	0,5
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	4 2017	03.05.17	-15,0	-11,0	4,0	-0,1	0,5
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	4 2017	04.05.17	55,4	54,7	0,7	0,8	0,8
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	3 2017	08.05.17	1,0	0,7	0,3	0,1	0,6
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	3 2017	09.05.17	-0,4	-0,7	0,3	0,3	0,6
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	3 2017	09.05.17	30,2	26,5	3,7	0,8	0,8
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	4 2017	12.05.17	2,0	2,0	0,0	0,2	0,3
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	5 2017	16.05.17	83,9	82,0	1,9	0,2	0,6
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	5 2017	16.05.17	20,6	22,0	-1,4	-0,2	0,5
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	3 2017	23.05.17	0,6	0,6	0,0	-0,1	0,3
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	5 2017	23.05.17	114,6	113,1	1,5	1,0	0,8
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	5 2017	23.05.17	55,2	55,5	-0,3	-0,3	0,4
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	4 2017	30.05.17	6,1	6,3	-0,2	0,2	0,5
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	5 2017	30.05.17	1,5	1,6	-0,1	-0,4	0,2
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	5 2017	31.05.17	-9,0	-15,0	-6,0	-0,4	0,3
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	4 2017	31.05.17	-0,2	0,3	-0,5	-0,1	0,4
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	5 2017	01.06.17	59,5	59,4	0,1	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.

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

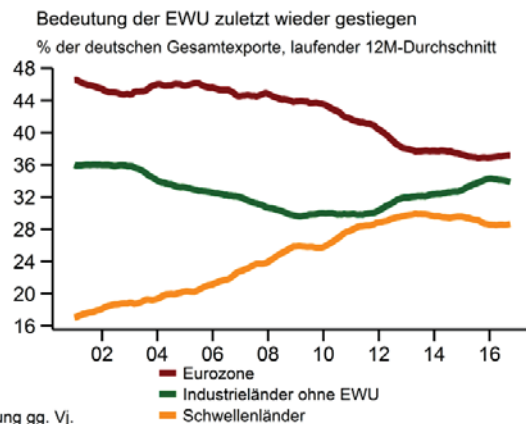
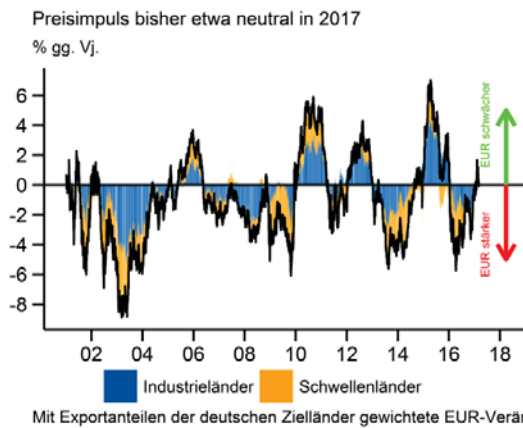
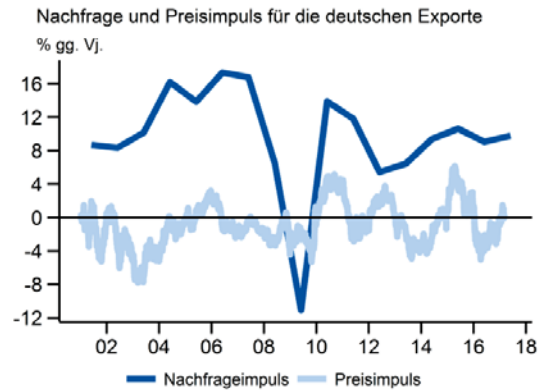
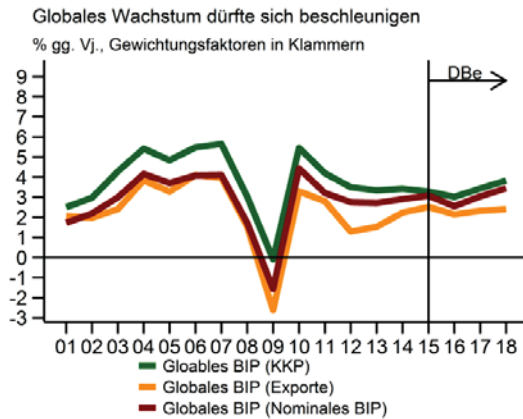
Quelle: Heiko Peters (2014). DB Makro-Überraschungsindex Deutschland. Ausblick Deutschland, 4. August 2014.



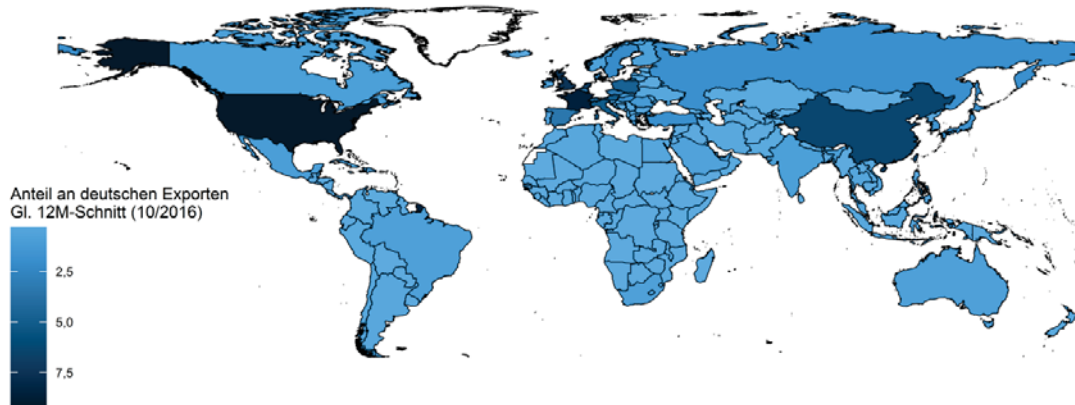
Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Deutscher Exportindikator

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



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)

² Siehe für Details Ausblick Deutschland, 3. März 2016.



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
8. Juni	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz, Tallinn	Wir erwarten, dass die EZB ihre Forward Guidance anpasst. Eine Vorankündigung für das Tapering dürfte im September erfolgen und eine einmalige Erhöhung des Zinssatz für die Einlagefazilität könnte im Dezember folgen. Ein Risiko besteht darin, dass die Änderung der Forward Guidance über den Juni hinaus verschoben werden könnte.
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.
Anfang Juli	CDU/CSU	Verabschiedung des gemeinsamen Bundestagswahlprogramms, das u.a. eine Agenda 2025 für die Sicherung und Schaffung von Arbeitsplätzen enthalten soll (genaues Datum noch offen).
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.
10./11. Juli	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Tagesordnung noch nicht bekannt. Möglicherweise u.a. Lage in Griechenland, Bankenunion.
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)



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
7. Jun 2017	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	April	0,4	1,0
8. Jun 2017	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	April	1,0	-0,4
9. Jun 2017	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	April	19,1	19,5
9. Jun 2017	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	April	0,4	0,4
9. Jun 2017	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	April	1,0	2,5
23. Jun 2017	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juni	58,8	59,5
23. Jun 2017	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juni	55,6	55,2
26. Jun 2017	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juni	113,5	114,6
29. Jun 2017	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Juni	1,4	1,5
30. Jun 2017	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Mai	0,5	-0,2
30. Jun 2017	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juni	5,7	5,7

*lt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

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	1,125	-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	1,21	0,06	-0,33	0,29
Jun 17	1,48	0,05	-0,30	0,35
Sep 17	1,73	0,05	-0,30	0,40
Dez 17	1,73	0,05	-0,30	0,40

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,18	0,05	0,28	1,03
Jun 17	2,25	0,05	0,40	1,15
Sep 17	2,50	0,03	0,55	1,40
Dez 17	2,75	0,00	0,70	1,55

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,12	111,00	0,87	1,28	1,09	9,78	7,44	9,44	4,19	307,20	26,42
Jun 17	1,10	113,00	0,85	1,30	1,07	9,60	7,46	9,50	4,26	311,66	26,00
Sep 17	1,06	116,00	0,85	1,24	1,05	9,43	7,46	9,25	4,35	311,83	26,30
Dez 17	1,02	118,00	0,85	1,20	1,00	9,25	7,46	9,00	4,40	312,00	25,50

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl

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	107,8	108,3	110,6	111,1		111,0	109,9	111,1	112,2	113,0	114,6
ifo Geschäftserwartungen	101,8	102,5	105,5	104,2		105,3	103,1	104,0	105,4	105,2	106,5
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	101,8	102,7	105,3	106,0		105,1	104,5	105,8	107,7	107,9	110,3
Produktion (% gg. Vp.)	-0,5	0,3	0,0	1,3		-1,8	1,3	1,8	-0,4		
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.)	-1,0	1,7	-1,4	4,8		-0,2	-6,6	17,0	2,9		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-0,3	-4,2	7,9	0,9		0,4	-0,3	2,0	-0,5		
ifo Bauhauptgewerbe	124,8	126,9	129,6	128,4		130,6	129,1	127,5	128,5	129,8	130,5
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	-3,2	-2,5	-1,5	-0,6		-0,7	0,2	-2,1	0,2	2,8	3,1
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,1	0,5	0,9	-0,1		0,5	-1,0	1,1	0,2	-0,2	
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	-0,4		4,6	-4,5	0,4	4,8		
Exporte (% gg. Vp.)	0,4	-0,2	2,4	2,8		-2,1	2,5	0,9	0,4		
Importe (% gg. Vp.)	-1,2	1,4	3,7	3,7		0,1	2,7	-1,6	2,5		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	65,6	61,8	60,1	59,6		18,6	18,9	21,2	19,5		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,1	6,1	6,0	5,9		6,0	5,9	5,9	5,8	5,8	5,7
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-26,3	-26,0	-32,7	-61,0		-20,0	-25,0	-16,0	-28,0	-15,0	-9,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,2	1,2	1,3	1,5		1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	
ifo Beschäftigungsbarometer	108,2	109,0	111,2	110,3		111,9	110,7	110,7	109,4	111,4	110,8
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	1,4
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,0	1,1	1,2	1,0		1,4	1,1	1,1	0,9	1,6	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-2,6	-1,7	0,2	2,8		1,0	2,4	3,1	3,1	3,4	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-6,5	2,9	19,2	32,7		29,5	34,5	37,7	26,3	16,5	8,3
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	45,6	46,6	51,1	54,5		54,9	55,4	56,0	52,6	53,8	51,4
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	3,6	6,2	10,0	18,9		10,8	17,3	18,9	20,6	17,4	17,5
EC Unternehmensumfrage	1,7	3,0	6,2	13,0		6,3	11,4	13,8	13,8	11,7	13,4
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	0,4	1,8	2,3	1,1							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,0	2,3	2,3	2,3							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	0,6	2,4	3,4	0,8							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	7,2	6,6	5,7	6,0		5,7	5,7	5,6	6,0	5,1	
Trend von M3*						5,4	5,5	5,6	5,7	5,5	
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	2,7	2,6	2,9	3,3		2,9	3,1	3,0	3,3	3,1	
Kredite an öffentliche Haushalte	9,7	-0,1	8,9	21,0		8,9	15,5	18,4	21,0	11,5	

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

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



Ausblick Deutschland

- ▶ Positive Signale..... 8. Mai 2017
- ▶ Öffentliche Investitionen und Wohnungsbau
ziehen an.....7. April 2017
- ▶ Wachstum und Inflation dürften
EZB noch kalt lassen22. März 2017
- ▶ Risiken für den Export – trotz
unterstützender EZB30. Januar 2017
- ▶ Ausblick 2017 – solide, trotz nachlassendem
Rückenwind..... 16. Dezember 2016
- ▶ Schwache Industrieproduktion dämpft
Lohnwachstum28. 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 Bau5. 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