



# Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends

11. Juni 2018

## Autoren

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

Marc Schattenberg  
+49 69 910-31875  
marc.schattenberg@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](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Stefan Schneider

## Inhaltsverzeichnis

## Seite

Prognosen .....	2
Deutsches BIP-Wachstum – ein kalter Frühling.....	3
Gedämpfter Neubau – kein baldiges Zyklusende.....	6
Kreditvergabe in Deutschland weiter schwungvoll – Unternehmen stocken in Q1 Liquiditätsreserven auf.....	10
EZB und QE-Ausstieg: Ganz nah am Ziel ..	11
DB Makro-Überraschungsindex	
Deutschland .....	12
Eventkalender .....	13
Datenkalender .....	13
Finanzmarktprognosen .....	14
Datenmonitor.....	15

Original in englischer Sprache: 8. Juni 2018

**Deutsches BIP-Wachstum – ein kalter Frühling.** Das BIP-Wachstum hat sich in Q1 mit 0,3% gg. Vq. (Q4 2017: 0,6%) spürbar abgeschwächt. Sinkende Stimmungsindikatoren (ifo, PMI) sowie schwache Industrieproduktion kündigten dies an. Die Wachstumsimpulse kamen ausschließlich aus dem Inland. Anhaltend schleppende Industrieproduktion und rückläufige Auftragseingänge könnten das Investitionswachstum in Q2 dämpfen. Fortwährende Handelsstreitigkeiten dürften zudem den Außenbeitrag belasten. Positive Impulse erwarten wir vom Bau-sektor und von der Konsumnachfrage. Insgesamt sehen wir unsere jüngste Anpassung der Wachstumsprognose auf 2% (zuvor 2,3%) als wohlbegründet an.

**Gedämpfter Neubau – kein baldiges Zyklusende.** Angesichts der akuten Wohnraumknappheit erfahren die Neubauzahlen eine hohe mediale Aufmerksamkeit. Jüngst wurden für das Jahr 2017 rund 285.000 fertiggestellte Wohnungen gemeldet (2% gg. Vj.). Die mittlere jährliche Wachstumsrate der Fertigstellungen in den letzten drei Jahren beträgt 5%. Die Gründe für diese geringe Wachstumsdynamik sind bekannt: Mangel an Bauland, strenges regulatorisches Umfeld, steigende Baukosten, Fachkräftemangel und hohe Kapazitätsauslastung. Diese Hemmnisse für die Bauwirtschaft dürften über Jahre hinweg den Neubau dämpfen. Entsprechend ist es schon heute offensichtlich, dass das Ziel der Bundesregierung, in der Legislaturperiode 1,5 Mio. neue Wohnungen zu bauen, kaum noch erreicht werden kann. Die Nachfrage nach Wohnraum bleibt hoch und entsprechend dürften Preise und Mieten weiter dynamisch wachsen.

**Kreditvergabe in Deutschland weiter schwungvoll – Unternehmen stocken in Q1 Liquiditätsreserven auf.** Das Kreditwachstum mit nichtfinanziellen Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland hat in Q1 den höchsten Stand seit der Finanzkrise erreicht (ausstehendes Volumen +4,3% gg. Vj.). Der Aufschwung ist weiterhin von einer breiten Branchenbasis getragen – sowohl mit dem Verarbeitenden Gewerbe als auch mit dem Dienstleistungssektor liegt die Zuwachsrate bei über 5%. Besonders dynamisch entwickelten sich die kurzfristigen Kredite, da die Unternehmen ihre Liquiditätsreserven aufstockten.

**EZB und QE-Ausstieg: Ganz nah am Ziel.** Nach Peter Praets Rede in der letzten Woche sollte es nun wirklich niemanden mehr überraschen, wenn die EZB bei der Ratssitzung am 14. Juni ein Ende der QE ankündigt. Wir haben vor Kurzem alle drei Kriterien für einen QE-Ausstieg geprüft und sind zu dem Ergebnis gekommen, dass man durchaus argumentieren kann, sie seien erfüllt. Problematisch sind weniger die Zahlen an sich als die „Richtung“ der Daten: Das BIP lag in Q1 unter den Erwartungen. Dabei hat sich die Investitionstätigkeit, der mit Blick auf die weitere konjunkturelle Dynamik eine Schlüsselrolle zukommt, abgeschwächt. Nach dem ernüchternden G7-Gipfel am Wochenende hat überdies das Risiko eines Handelskriegs deutlich zugenommen.



## Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2017	2018P	2019P	2017	2018P	2019P	2017	2018P	2019P	2017	2018P	2019P
Euroland	2,6	2,1	1,7	1,5	1,6	1,5	3,5	3,3	2,7	-0,9	-0,6	-0,6
Deutschland	2,2	2,0	1,8	1,8	1,6	1,8	8,0	6,8	6,4	1,2	1,2	1,0
Frankreich	2,3	1,8	1,6	1,2	1,9	1,5	-0,6	-0,4	-0,4	-2,6	-2,1	-2,8
Italien	1,5	1,3	1,0	1,3	1,2	1,5	2,9	3,1	3,2	-2,3	-1,7	-1,2
Spanien	3,0	2,8	2,5	2,0	1,5	1,7	1,9	1,6	1,4	-3,1	-2,1	-1,3
Niederlande	3,2	2,5	2,5	1,3	1,3	1,8	10,2	10,2	10,1	1,1	0,5	0,4
Belgien	1,7	1,9	1,8	2,2	1,9	1,7	-0,2	-0,7	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0
Österreich	3,1	3,0	2,3	2,2	2,1	1,8	1,9	2,4	2,7	-0,7	-0,6	-0,3
Finnland	2,7	2,3	2,1	0,8	1,2	1,4	0,7	0,5	0,5	-0,6	-0,3	-0,3
Griechenland	1,3	2,3	2,2	1,1	0,6	1,0	-0,8	-0,5	0,0	0,8	1,5	2,0
Portugal	2,7	2,2	1,7	1,6	1,0	1,5	0,6	0,4	0,2	-3,0	-1,0	-1,0
Irland	7,8	5,4	3,3	0,3	1,0	1,3	12,5	6,0	3,0	-0,3	0,1	-0,4
Großbritannien	1,8	1,3	1,6	2,7	2,4	2,1	-4,1	-3,8	-3,5	-1,5	-1,9	-1,4
Dänemark	2,2	2,0	1,9	1,1	1,5	1,6	7,9	7,5	7,0	0,9	-0,5	-0,5
Norwegen	2,0	2,2	2,0	1,9	1,9	1,8	5,5	6,0	5,5	4,4	4,0	5,0
Schweden	2,5	2,7	2,4	1,8	1,9	2,0	3,3	4,0	4,0	1,3	1,0	0,5
Schweiz	1,1	2,2	1,8	0,5	0,5	0,6	9,8	11,2	11,4	0,6	0,2	0,2
Tschech. Rep.	4,6	3,4	3,1	2,5	1,9	2,1	1,0	0,6	1,1	1,6	0,8	0,6
Ungarn	4,0	3,8	3,2	2,3	2,7	3,2	2,9	1,9	1,5	-2,0	-2,2	-2,3
Polen	4,6	4,2	3,4	2,0	1,9	2,8	0,3	-0,8	-1,1	-1,6	-2,0	-2,3
USA	2,3	2,9	2,8	2,1	2,6	2,2	-2,9	-3,2	-3,5	-3,6	-3,7	-5,3
Japan	1,7	0,7	0,6	0,5	1,0	0,8	4,0	4,1	4,4	-2,7	-2,6	-2,4
China	6,9	6,6	6,3	1,6	2,7	2,4	1,3	0,6	0,3	-3,7	-3,5	-3,5
Welt	3,8	3,9	3,9	2,9	3,4	3,2						

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

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2016	2017	2018P	2019P	2018				2019			
					Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	1,9	2,2	2,0	1,8	0,3	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
Privater Konsum	2,1	1,8	1,6	1,5	0,4	0,7	0,5	0,5	0,3	0,4	0,3	0,2
Staatsausgaben	3,7	1,5	0,6	1,0	-0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Anlageinvestitionen	3,1	3,3	4,0	3,5	1,7	1,3	1,0	0,8	1,0	0,9	0,9	0,8
Ausrüstungen	2,2	4,0	4,5	3,0	1,2	1,0	1,0	0,5	1,0	0,7	0,7	0,5
Bau	2,7	2,8	4,7	4,9	2,1	1,8	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Lager, %-Punkte	-0,2	0,2	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Exporte	2,6	4,6	3,8	4,5	-1,0	1,2	1,2	1,2	1,1	1,0	1,0	1,2
Importe	3,9	5,2	3,4	5,1	-1,1	1,4	1,4	1,4	1,2	1,2	1,1	1,2
Nettoexport, %-Punkte	-0,3	0,1	0,4	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1
Konsumentenpreise*	0,5	1,8	1,6	1,8								
Arbeitslosenquote, %	6,1	5,7	5,3	4,8								
Industrieproduktion**	1,4	3,0	1,8	1,5								
Budgetsaldo, % BIP	1,0	1,2	1,2	1,0								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	68,2	64,1	60,3	57,0								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	8,5	8,0	6,8	6,4								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	268,8	262,5	229	225								

\*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



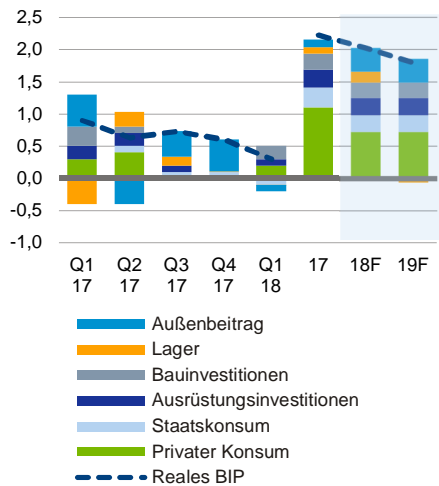
## Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends

### Deutsches BIP-Wachstum – ein kalter Frühling

#### Binnenwirtschaft Hauptwachstumstreiber

1

Wachstumsbeiträge zum realen BIP-Wachstum, gg. Vq., %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

- Deutschlands BIP-Wachstum hat sich in Q1 2018 auf 0,3% gg. Vq. abgeschwächt. Die verringerte Dynamik ging einher mit rückläufigen Stimmungsindikatoren und schwachen Produktionsdaten, u.a. verursacht durch größere geopolitische Unsicherheiten und eine ungewöhnlich starke Grippe-Welle in Deutschland. Zu Beginn des zweiten Quartals hat sich die Stimmung wieder etwas aufgehellt.
- Für Q2 rechnen wir mit einer leichten Aufholbewegung, die weiterhin hauptsächlich von der Binnennachfrage getrieben wird. Der günstige Arbeitsmarkt und die kräftigen, über den Erwartungen liegenden Tarifabschlüsse in Q1 sollten den privaten Konsum weiter ankurbeln. Entscheidend für das BIP-Wachstum in Q2 werden die privaten Investitionsausgaben sein, wo sich derzeit ein gemischtes Bild ergibt.
- Aufgrund fortwährender Handelsstreitigkeiten wird das weltwirtschaftliche Umfeld für die deutsche Exportwirtschaft nicht einfacher. Die jüngste Euro-Abwertung dürfte dabei erst im zweiten Halbjahr voll zum Tragen kommen – aktuell dürfte noch die kräftige Aufwertung der letzten Quartale dominieren. Die Wachstumsimpulse für Q2 sollten daher bestenfalls neutral ausfallen.

### BIP-Details Q1 2018 – Investitionen stärkster Wachstumstreiber

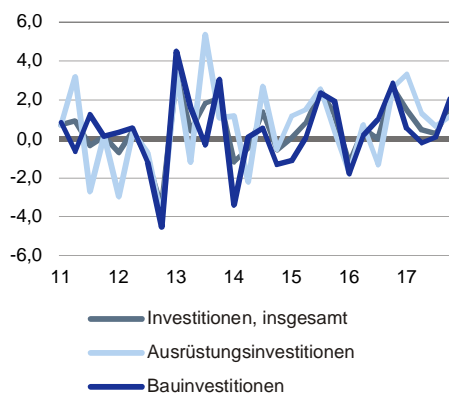
Im Vergleich zum starken Schlussquartal 2017 (+0,6% gg. Vq.) hat sich das Wachstum der deutschen Volkswirtschaft in Q1 2018 mit 0,3% gg. Vq. deutlich verlangsamt. Damit bestätigte sich die eingetrübte konjunkturelle Stimmung, die im Frühjahr bereits durch rückläufige ifo- und PMI-Indizes sowie schwache Industrieproduktionsdaten signalisiert wurde.

Positive Wachstumsimpulse kamen in Q1 ausschließlich aus dem Inland. Haupttreiber waren dabei die realen Investitionen. So leisteten die Ausrüstungsinvestitionen einen Wachstumsbeitrag von 0,1%-Punkten und die Bauinvestitionen lieferten weitere 0,2%-Punkte zum Quartalswachstum des deutschen BIP. Nach einem halben Jahr annähernder Stagnation belebten sich auch die realen privaten Konsumausgaben wieder und trugen 0,2%-Punkte bei. Der Rückgang des staatlichen Konsums sowie die Entwicklung des Außenhandels reduzierten das Quartalswachstum um jeweils 0,1%-Punkte.

#### Investitionen

2

% gg. Vq.



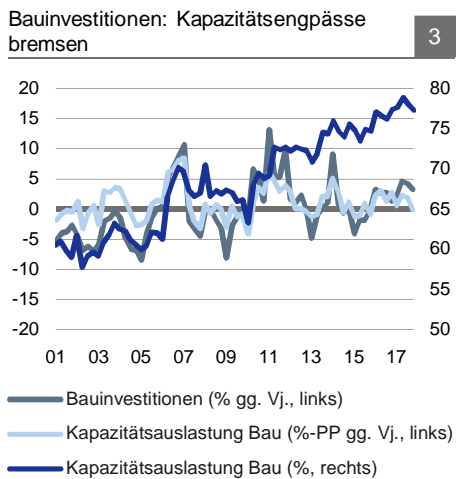
Quelle: Statistisches Bundesamt

### Private Investitionen zogen kräftig an – durchwachsenes Umfeld

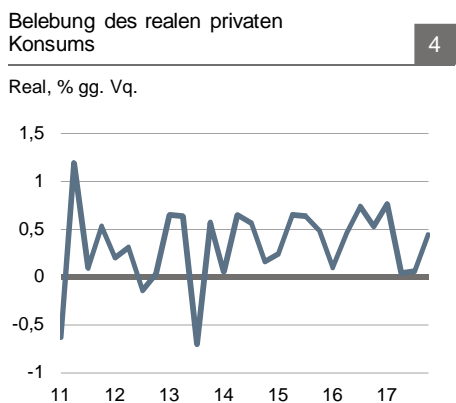
Die Entwicklung der privaten Investitionen profitierte in Q1 sowohl von der mit 88% sehr hohen Auslastung der industriellen Kapazitäten, wie auch von einer starken Nachfrage nach Bauleistungen, die sich in einer Auftragsreichweite von zuletzt vier Monaten im Bauhauptgewerbe widerspiegelt. So gewannen die privaten Ausrüstungsinvestitionen in Q1 mit 1,2% gg. Vq. (Q4 2017: 0,7%) weiter an Schwung. Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen bleiben weiterhin günstig. Angesichts guter Erträge ist auch die Innenfinanzierungssituation gut. Demgegenüber drücken jedoch die jüngsten geopolitischen Entwicklungen, insbesondere der sich weiter verschärfende Handelskonflikt mit den USA auf die Stimmung und auf die für Investitionen noch wichtigeren Erwartungen. Die ifo-Geschäftserwartungen fielen seit Jahresbeginn kontinuierlich bis auf den Mai-Wert von 99,6 Punkten (H2 2017: 105,4). Insbesondere die ifo-Exportserwartungen gingen auf 13,6 Saldenpunkte zurück, ihren Stand vom Januar 2017. Somit wird das Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen trotz hoher Kapazitätsauslas-



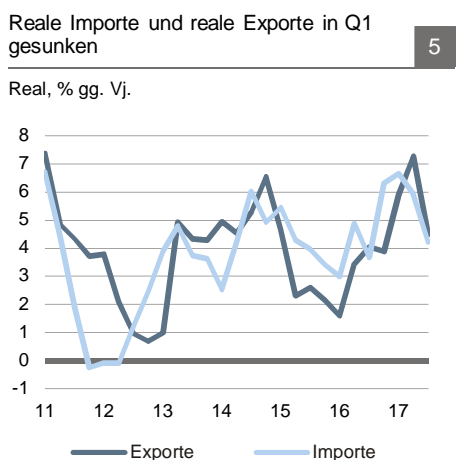
## Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends



Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



Quelle: Statistisches Bundesamt



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die privaten Bauinvestitionen stiegen mit 2,1% gg. Vq. (Q4 2017: 0,5%) deutlich an. Das Statistische Bundesamt teilte zudem mit, dass das Wachstum der Bauinvestitionen in Q4 2017 bei 0,1% gg. Vq. lag und damit um 0,5%-Punkte aufwärts revidiert wurde. So ist die Stimmung im Baugewerbe weiterhin bestens, wie der neueste Rekordwert des ifo-Geschäftsklimas im Bauhauptgewerbe mit 111,8 Punkten im Mai zeigt. Damit ist die kleine Delle zu Jahresbeginn mehr als ausgeglichen. Bei einer Kapazitätsauslastung von knapp 80%, nahe des Allzeithochs, im Bauhauptgewerbe ist der Arbeitskräftemangel, neben Verzögerungen in den Lieferketten, weiterhin ein großes Hemmnis in der Fertigstellung von Bauprojekten.

Die privaten Bauinvestitionen stiegen mit 2,1% gg. Vq. (Q4 2017: 0,5%) deutlich an. Das Statistische Bundesamt teilte zudem mit, dass das Wachstum der Bauinvestitionen in Q4 2017 bei 0,1% gg. Vq. lag und damit um 0,5%-Punkte aufwärts revidiert wurde. So ist die Stimmung im Baugewerbe weiterhin bestens, wie der neueste Rekordwert des ifo-Geschäftsklimas im Bauhauptgewerbe mit 111,8 Punkten im Mai zeigt. Damit ist die kleine Delle zu Jahresbeginn mehr als ausgeglichen. Bei einer Kapazitätsauslastung von knapp 80%, nahe des Allzeithochs, im Bauhauptgewerbe ist der Arbeitskräftemangel, neben Verzögerungen in den Lieferketten, weiterhin ein großes Hemmnis in der Fertigstellung von Bauprojekten.

### Privater Konsum profitiert von anhaltend guter Arbeitsmarktlage

Nach einem halben Jahr annähernder Stagnation belebten sich die realen privaten Konsumausgaben mit einem Plus von 0,4% gg. Vq. Die Normalisierung wurde durch ein kräftig wachsendes Volkseinkommen begünstigt (+4% gg. Vj.). Dabei wuchsen die Lohneinkommen im Vorjahresvergleich sehr dynamisch (+4,6% gg. Vj.), aber auch die Unternehmens- und Vermögenseinkommen konnten solide zulegen (+2,9% gg. Vj.). Auch die nach wie vor sehr gute Arbeitsmarktsituation stützt den privaten Konsum. Die Zahl der Erwerbstätigen stieg in Q1 um 1,4% gg. Vj., ein Plus von 609.000 Personen. Die Arbeitslosenquote sank auf 5,4%. Vor diesem Hintergrund kamen die Tarifverhandlungen für die Arbeitnehmer des Öffentlichen Dienstes (2018: +3%), der Metall- und Elektroindustrie (2018: +3,9%) sowie des Bauhauptgewerbes (2018: +4,7%) zu sehr guten Ergebnissen. Die Abschlüsse werden hauptsächlich in Q2 wirksam, damit dürften die privaten Konsumausgaben dann weiteren Rückenwind erfahren. Dies gilt auch vor dem Hintergrund der jüngst angestiegenen Ölpreise, in Verbindung mit der Euroschwäche seit Beginn Q2 und der damit verbundenen Dämpfung der Realeinkommen.

### Staatsausgaben rückläufig – zum ersten Mal seit knapp 5 Jahren

Die staatlichen Konsumausgaben schrumpften in Q1 um 0,5% gg. Vq. – der erste Rückgang nach nahezu fünf Jahren. Hier dürfte die langwierige Regierungsbildung eine Rolle gespielt haben. So war der Bundestag bis zur Konstitution der ständigen Ausschüsse am 31. Januar 2018 nur über einen Hauptausschuss arbeitsfähig. Ein Blick auf die detaillierten Angaben zeigt, dass der Rückgang auf den Kollektivkonsum des Staates (u.a. Verwaltungsausgaben, Sicherheit und Verteidigung, Forschung und Entwicklung, Infrastruktur und Wirtschaftsförderung) zurückzuführen ist. Daher ist im zweiten Quartal eine Normalisierung des Staatskonsums zu erwarten.

### Kein positiver Beitrag vom Außenhandel

Der Außenhandel dämpfte das BIP-Wachstum in Q1. Die Exporte schrumpften um 1% gg. Vq., und die Importe gingen um 1,1% gg. Vq. zurück. Die anhaltenden Handelsstreitigkeiten sowie die geopolitischen Unsicherheiten im Mittleren Osten führten zu einem stetigen Rückgang der ifo-Exportenerwartungen bis auf 13,6 Saldenpunkte im Mai – ein Niveau, das zuletzt im Januar 2017 erreicht wurde. Auch die aktuellen neuen Exportaufträge (PMI) fielen im Mai auf ein Zweijahrestief von gut 52 Punkten. Da sich bei den grundlegenden Ursachen



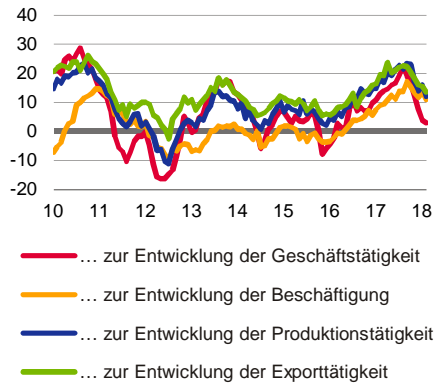


## Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends

Immer noch positive Stimmung im  
Verarbeitenden Gewerbe

6

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



Quelle: ifo Institut

dieser Entwicklung keine schnelle Lösung abzeichnet, dürfte der Außenbeitrag in Q2 bestenfalls neutral ausfallen.

### Ausblick Q2 – nach der Grippesaison bleibt vor dem Handelsstreit

Nachdem die deutsche Volkswirtschaft die Auswirkungen der langanhaltenden Grippesaison in Q1 hinter sich gelassen hat, sieht sie sich immer noch mit den anhaltenden Handelsstreitigkeiten konfrontiert. Solange die Verunsicherung im internationalen Handelsumfeld anhält, erwarten wir keine Wachstumsimpulse vom Außenhandel. Im April gingen die Exportzahlen erneut leicht zurück (-0,3% gg. Vormonat), den dritten Monat im Jahr 2018, während die Importe kräftig zulegten (+2,2%). Infolgedessen könnten die Nettoexporte das BIP-Wachstum in Q2 sogar dämpfen. Auch die Industrieproduktion und der Auftragseingang fielen im April, wodurch der Wachstumsausblick auf die Investitionen ebenfalls verhalten ist. Positiv blicken wir auf die Entwicklung des privaten Konsums nach starken Einzelhandelsumsätzen. Auch dank der sehr guten Tarifabschlüsse und der Arbeitsmarktsituation insgesamt dürfte die Dynamik erhalten bleiben. Die positive fiskalische Situation dürfte zudem den staatlichen Konsum wieder ankurbeln, sodass die Binnennachfrage weiter der Spielmacher bleiben sollte. Daher sehen wir unsere jüngste Anpassung der Jahreswachstumsprognose auf 2% (zuvor 2,3%) als wohlbegründet an.

Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)

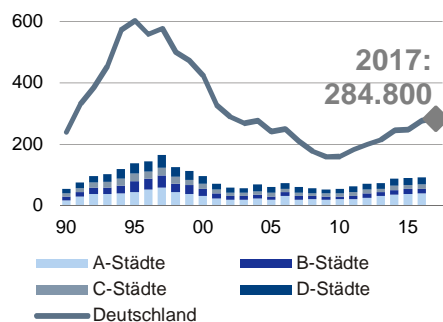


## Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends

### Baufertigstellungen

1

Anzahl der Wohnungen in '000



Quellen: riwis, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

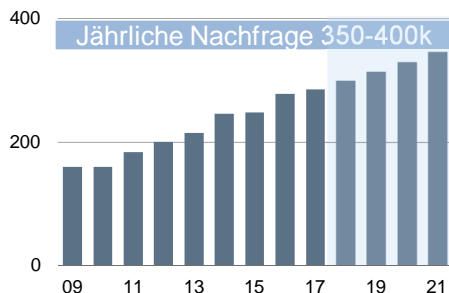
## Gedämpfter Neubau – kein baldiges Zyklusende

- Angesichts der akuten Wohnraumknappheit erfahren die vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Neubauzahlen eine hohe mediale Aufmerksamkeit. Für das Jahr 2017 wurden am 24. Mai 2018 rund 285.000 fertiggestellte Wohnungen gemeldet. Dies ist lediglich ein Plus von etwas mehr als 7.000 Wohnungen bzw. 2% gegenüber dem Vorjahr.
- Die mittlere jährliche Wachstumsrate der Fertigstellungen in den letzten drei Jahren beträgt 5% und über den gesamten Zyklus seit dem Jahr 2009 auch nur 7,5%. Die Gründe für diese geringe Wachstumsdynamik sind bekannt: Mangel an Bauland, strenges regulatorisches Umfeld, steigende Baukosten, Fachkräftemangel und hohe Kapazitätsauslastung. Diese Hemmnisse für die Bauwirtschaft dürften über Jahre hinweg den Neubau dämpfen.
- Entsprechend ist es schon heute offensichtlich, dass das Ziel der Bundesregierung, in der Legislaturperiode 1,5 Mio. neue Wohnungen zu bauen, kaum noch erreicht werden kann. Wachsen die Fertigstellungszahlen in den nächsten Jahren weiterhin mit jährlich 5% (DB-Prognose), werden weniger als 1,3 Mio. neue Wohnungen gebaut.
- Die Nachfrage nach Wohnraum bleibt hoch und entsprechend dürften Preise und Mieten weiter dynamisch wachsen. Zudem scheinen die privaten Haushalte ihre Kreditaversion zu reduzieren. So stieg jüngst die Kreditaufnahme der privaten Haushalte und gleichzeitig war die Tilgungsrate leicht rückläufig. Perspektivisch steigen damit die makroprudenziellen Risiken.

### Baufertigstellungen vs. Nachfrage

2

Anzahl der Wohnungen in '000



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Ausgangslage für das Jahr 2018 – ein wenig Gegenwind

In unserem Ausblick auf den deutschen Wohnungs- und Häusermarkt diskutieren wir am Anfang des Jahres 2018 zwei neue, wesentliche Entwicklungen in diesem Zyklus. Zum einen war angesichts des avisierten Ausstiegs der EZB aus ihrem Anleihekauflprogramm mit leicht höheren Kapitalmarkt- und Hypothekenzinsen zu rechnen. Zum anderen deutete sich im Koalitionsvertrag an, dass die Bundesregierung zum ersten Mal im aktuellen Hauspreiszyklus den Neubau kräftig ausweiten will. Da die Angebotsknappheit aber weiterhin hoch war und wir von mehr als 1 Mio. fehlender Wohnungen in Deutschland ausgehen, hielten wir ein Zyklusende für nahezu ausgeschlossen und erwarteten weitere Preissteigerungen. Vor diesem Hintergrund analysieren wir hier sowohl die Auswirkungen der politischen Krise in Italien für die künftige Entwicklung der Hypothekenzinsen als auch die jüngst vom Statistischen Bundesamt veröffentlichten Neubauzahlen des Jahres 2017.

### Koalitionsplan über Legislaturperiode vs. DB-Prognose

3

Anzahl der Wohnungen in '000



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Hypothekenzinsen am Jahresende bei 2% trotz Italienkrise

Die zunächst unklaren politischen Verhältnisse in Italien nach der Wahl im März haben zu einem Abverkauf italienischer Staatsanleihen geführt. Zeitweilig zogen die Renditen kräftig an und im Zuge der Flucht in Sicherheit weiteten sich die Spreads gegenüber Bundesanleihen noch stärker aus als die Renditen. Diese Marktreaktionen sind insbesondere vor dem Hintergrund der immer noch massiven EZB-Anleihekäufe von monatlich EUR 30 Mrd. ein Warnsignal. Nichtsdestotrotz halten wir an unserer Jahresendprognose einer Rendite von 1,25% für die 10jährigen deutschen Staatsanleihen fest. Mit dem avisierten Ausstieg der EZB aus dem Aufkaufprogramm fehlt künftig der Hauptkäufer im Anleihemarkt der Eurozone, damit dürften die Renditen auch für deutsche Staatsanleihen anziehen. Die 5-10jährigen Hypothekenzinsen notieren lt. EZB aktuell (April 2018) bei 1,77%. Entsprechend halten wir auch an unserer Jahresendprognose

Bitte klicken!

4



### Deutscher Häuser- und Wohnungsmarkt 2018

Ausblick auf Preise und Mieten in den Städten Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, München und Stuttgart

15. Januar 2018

Autor:  
Jochen Moser  
+49 89 89 31727  
jochen.moser@db.com

Koordinator:  
Stefan Schneider

Deutsche Bank AG  
Deutsche Bank Research  
Frankfurt am Main  
Deutschland  
E-Mail: [research@db.com](mailto:research@db.com)  
Tel.: +49 89 89 31877

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)  
DB Research Management  
Stefan Schneider

Deutschlands Metropolen befinden sich im aktuellen Immobilienzyklus, der im Jahr 2009 begann, sind die Haus- und Wohnungspreise in vielen Städten kräftig gestiegen. Die Wohnungsmärkte haben sich in einigen Städten sogar verknappert. Die Nachfrage wird weiterhin von einem hohen Einwanderer- und Beschäftigungswachstum und fallenden Arbeitslosenraten getrieben. Die Angebotslücke ist durchwegs niedrig. Der Neubau wird nur langsam ausgeweitet. Die Leerstandsquoten fallen. Das Mietwachstum nimmt Tempo auf. Regulatorisch dürfte es kaum gelingen, den Wohnraumangel in den Griff zu bekommen. Im Jahr 2018 dürfte die Preise und Mieten kräftig steigen.

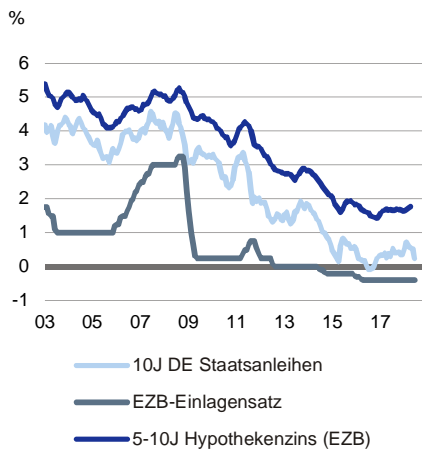
Einige Städte weisen unterschiedlich hohe Nachfrage und die Angebotsknappheit in den Metropolen. München hat eine Leerstandsquote von fast 5%. Berlin hatte im Jahr 2017 ein Beschäftigungswachstum von rund 4%. In Frankfurt fehlten bereits im Jahr 2015 40.000 Wohnungen. Der Anstieg der Wohnungsgewinne um 15% gegenüber Vorjahr im Jahr 2017 ist also nicht nur ein Besondereffekt. Stuttgart-Kernlage verzeichnet einen dynamischen Neubau. Die Wohnungsgewinne haben sich im Zyklus verdoppelt. Auch in Hamburg und Düsseldorf sind kräftige Preisanstiege zu verzeichnen. Jedoch ist die Nachfrage dort weniger dynamisch als in anderen Metropolen. Beide Städte könnten deshalb eine höhere Zinsrisikoprämie aufweisen als andere Metropolen. Da wir in unserem Basis Szenario jedoch nur marginale Zinsänderungen im Verlauf dieses Jahres erwarten, rechnen wir für 2018 auch in diesen beiden Städten mit weiteren Preis- und Mietsteigerungen.



## Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends

Hypothekenzins, Staatsanleihenrenditen vs. EZB-Einlagensatz

5



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

von 2% für dieses Jahr fest. Auch in den Folgejahren dürften die Kapitalmarktrenditen und folglich auch die Hypothekenzinsen nur leicht ansteigen. Entsprechend dürfte die Nachfrage nach Wohnraum nur wenig gedämpft werden.

### Wann erhöhen wir unsere Prognose der Hypothekenzinsen?

In der EWU gaben realwirtschaftliche Vorlaufindikatoren in den letzten Monaten nach. Jedoch deuten die Niveaus immer noch ein Wachstum über Potenzial an und die globale Konjunkturlage ist, trotz höherer Energiepreise und zahlreicher wirtschaftlicher und geopolitischer Risiken, weiterhin robust. Zu den wirtschaftlichen Risiken zählen wir potenziell stärker steigende Inflationsraten insbesondere in den USA und damit einhergehend höhere Geld- und Kapitalmarktzinsen. Dies könnte sich auch auf die europäischen Zinsmärkte auswirken, gerade vor dem Hintergrund des bevorstehenden Endes der EZB-Anleihekäufe. Folglich wäre dann eher eine Erhöhung unserer Prognose der 5-10jährigen Hypothekenzinsen nötig.

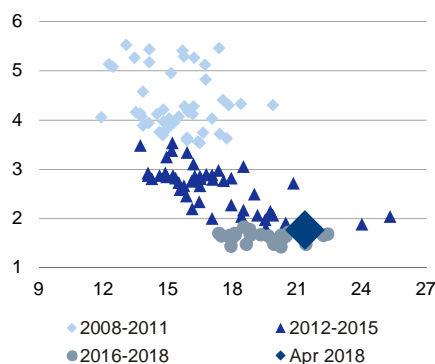
### Wann senken wir unsere Prognose der Hypothekenzinsen?

Hauptsächlich wird aber eher eine Prognoseanpassung nach unten diskutiert. Diese wäre insbesondere dann erforderlich, wenn die politische Unsicherheit in Italien oder der potenzielle Handelskonflikt der USA mit der EU und China im Laufe des Jahres auf die Konjunktur durchschlagen. Zudem könnten weitere Risiken, wie die vollständige Aufkündigung des iranischen Atomabkommens, ein ungeordneter Brexit oder weitere geopolitische Risiken das Wachstum bremsen. Realisieren sich diese Risiken, dürften die globalen Zentralbanken reagieren und das Zinsniveau im Geld- wie im Kapitalmarkt fallen bzw. der prognostizierte Zinsanstieg in der Eurozone ausbleiben. In diesem Fall würden wir die Prognose der langfristigen deutschen Hypothekenzinsen nach unten korrigieren.

Rasante Entwicklung bei neuen Wohnbaukrediten

6

y-Achse: Hypothekenzinsen in %, x-Achse: Neue Wohnbaukredite in EUR Mrd. pro Monat



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

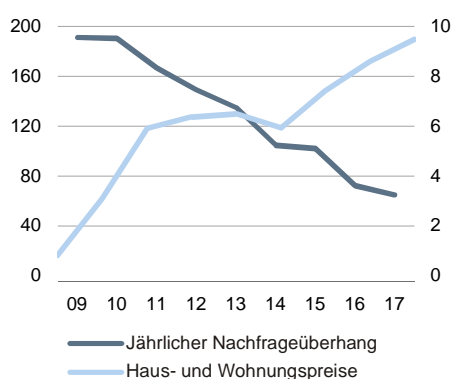
### Erneute Stagnation des Wohnbaus ist ein Warnsignal

Wesentlich weniger Unsicherheit als an der Zinsfront gibt es beim Wohnungsangebot. Weiterhin dominiert die Knappheit an Wohnraum die Marktentwicklung. Laut Statistischem Bundesamt lag der Neubau im Jahr 2015 mit 247.700 Wohnungen deutlich unter den Erwartungen und stagnierte nahezu gegenüber dem Jahr 2014. Im Jahr 2016 erhöhten sich die Fertigstellungen kräftig auf fast 277.700. Die jüngst veröffentlichten Fertigstellungen für 2017 ergeben mit 284.800 Wohnungen (DB-Prognose 305.000) lediglich einen Anstieg um rund 7.000 Wohnungen bzw. um etwas mehr als 2% gegenüber dem Vorjahr. Folglich lag in den letzten drei Jahren die durchschnittliche jährliche Wachstumsrate bei lediglich 5%. Bei dieser geringen Wachstumsdynamik dürfte es bis zum Jahr 2022 dauern, bis das Angebot die jährliche Nachfrage von mindestens 350.000 Wohnungen pro Jahr übersteigt. Erst danach dürfte der Nachfrageüberhang von dann deutlich über 1 Mio. Wohnungen allmählich sinken. Daher dürfte auch der Preisdruck nicht vor dem Jahr 2022 nachlassen.

Zusätzlicher jährlicher Nachfrageüberhang vs. Preisentwicklung

7

linke y-Achse: Anzahl der Wohnungen in '000  
rechte y-Achse: Preise in % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, riwis, Deutsche Bank Research

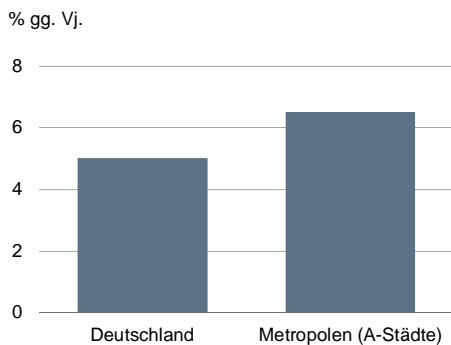
### Geringe Baudynamik strukturell bedingt

Die Gründe für die geringen Bauinvestitionen sind hinreichend bekannt: Mangel an Bauland, strenges regulatorisches Umfeld, steigende Baukosten und Fachkräftemangel. Die Beseitigung dieser bremsenden Faktoren ist eine Mammutaufgabe, zumal Politiker in den Ballungszentren wenige Anreize haben, umfassende Lösungen zu präsentieren. Die Prozesse sind komplex, viele Bauämter schlecht besetzt, die Bürgerbeteiligung rege, regelmäßig treten Wutbürger auf



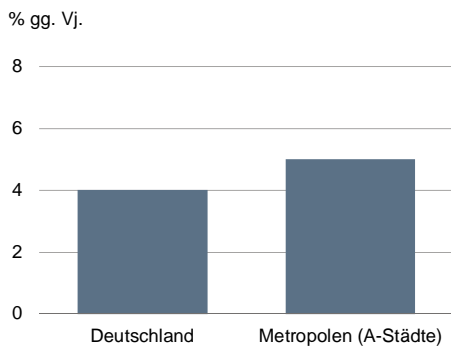
## Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends

2018-2022 Prognose: Wohnungspreise 8



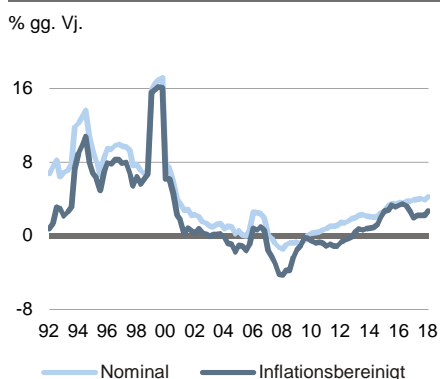
Quelle: Deutsche Bank Research

2018-2022 Prognose: Mieten 9



Quelle: Deutsche Bank Research

Wohnbaukredite 10



Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

den Plan und die Umsetzung großer Bauvorhaben dauert schnell länger als ein Jahrzehnt. Entsprechend gehen proaktive Politiker das Risiko ein, dass sie für ihre Initiative politische Mehrheiten verlieren bzw. aus großen Bauprojekten kein politisches Kapital erzielen.

### Wohnungspolitik der neuen Koalition dürfte scheitern

Die regionalen und lokalen politischen Strukturen dürften es der Bundesregierung erschweren, ihre Ziele zu erreichen. So rücken die 1,5 Mio. neue Wohnungen, die die Regierung in der Legislaturperiode 2017 bis 2021 bauen will, angesichts der geringen Neubaudynamik in weite Ferne. Wachsen die Fertigstellungen wie in den vergangenen Jahren um 5% pro Jahr werden in der Legislaturperiode insgesamt weniger als 1,3 Mio. neue Wohnungen gebaut. Angesichts der historisch hohen Kapazitätsauslastung dürften viele staatliche Maßnahmen von der Einführung des Baukindergeldes über Steuererleichterungen bis hin zu staatlichen Investitionen in den sozialen Wohnungsbau hauptsächlich zu „Crowding out-Effekten“ und noch stärker steigenden Preisen führen. Entsprechend erwarten wir nur marginale Impulse für den Neubau. Jetzt rächt es sich, dass die Wohnungspolitik von 2009 bis 2017 kein bundespolitischer Schwerpunkt war. Die politische Passivität in den Anfangsjahren des Hauspreiszyklus trägt jetzt entscheidend dazu bei, dass die hohe Preisdynamik auch zunehmend auf die Mieten durchschlägt. Jeder Mieter, der heute aus jahrzehntealten Mietverträge aussteigt, wird mit massiven Mieterhöhungen konfrontiert. Daher ist es praktisch vorprogrammiert, dass die Unzufriedenheit der Wähler wächst.

### Mittelfristiger Preisausblick positiv

Entsprechend dieser Rahmenbedingungen wird die Entwicklung der Preise und Mieten in den kommenden Jahren hoch bleiben. Unserer Prognose nach steigen die Wohnungspreise in den 126 größten deutschen Städten in den Jahren 2018-2022 um rund 5% gegenüber dem Vorjahr und um 6 ½% in den Metropolen (A-Städten). Ebenso dürften die Mieten, wie in den vergangenen Jahren auch, deutlich kräftiger als die Inflation zulegen. So erwarten wir eine Mietsteigerung von rund 4% pro Jahr in den 126 größten Städten und von rund 5% in den Metropolen. Auch in den Folgejahren dürfte mit einer ähnlich hohen Preisdynamik zu rechnen sein. Entsprechend steigt das Risiko von Überbewertungen. Basierend auf Preis-Einkommens-Verhältnissen könnten deutsche Haus- und Wohnungspreise unseren Berechnungen nach im Jahr 2022 um durchschnittlich 20% über historisch fairen Preisen liegen. Ist der Wohnraum dann immer noch knapp, steuert der deutsche Haus- und Wohnungsmarkt auf eine ausgewachsene Blase zu. Ein Szenario, vor dem wir seit vielen Jahren warnen.

### Bisher maues Kreditwachstum, aber Risiken steigen

Aktuell wächst das Kreditvolumen im deutschen Hypothekenmarkt mit lediglich nominal 4% und inflationsbereinigt um 2,7% gegenüber Vorjahr. Kumuliert ist das nominale Hypothekenvolumen seit Q1 2009 um lediglich 23% gestiegen, inflationsbereinigt sogar nur um 10% und gemessen am BIP ist es von 44% auf 40% zurückgegangen. Der Hauspreiszyklus ist also nahezu kreditlos. Allerdings gibt es eine Reihe von Indizien, die ein höheres Kreditwachstum in der Zukunft andeuten. So steht über den gesamten Zyklus hinweg dem relativ zinsensitiven Neugeschäft eine hohe und steigende Tilgungsrate gegenüber. Jüngst aber fiel die Tilgungsrate vom Hochpunkt von 3,2% pro Jahr auf unter 3%. Gleichzeitig zieht die durchschnittliche Kreditaufnahme der Haushalte in den letzten 12 Monaten merklich an. Beides zusammen dürfte das Kreditwachstum ein wenig ankurbeln. Angesichts des geringen Angebots und der hohen Häuser- und



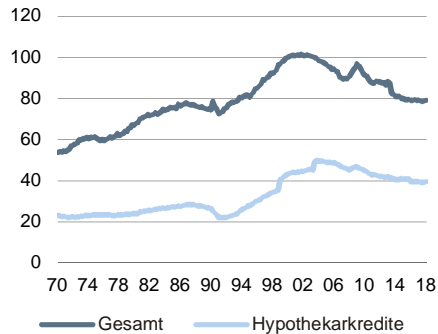


## Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends

Deutschland: Kreditvolumen

11

% des BIPs

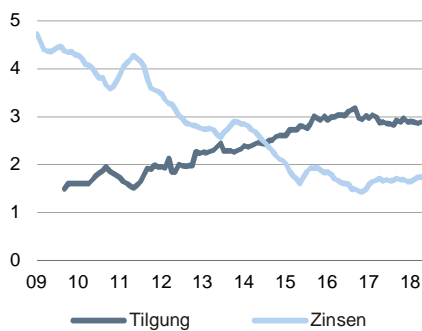


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Tilgung und Hypothekenzinsen

12

% pro Jahr

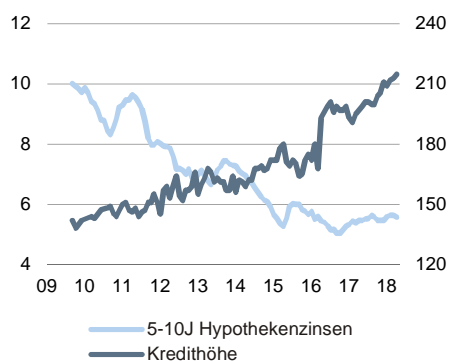


Quellen: EZB, Dr. Klein, Deutsche Bank Research

Tilgung und Kredithöhe

13

linke y-Achse: % pro Jahr  
rechte y-Achse: Tausend EUR



Quellen: Dr. Klein, Deutsche Bank Research

Wohnungspreise dürften viele Haushalte aber immer stärker gezwungen sein, ihre Kreditaufnahme zu erhöhen, um noch zum Zuge zu kommen. Damit steigen perspektivisch die makroprudenziellen Risiken. Dies gilt insbesondere dann, wenn wie oben beschrieben der Zyklus deutlich über das Jahr 2022 andauert.

### Zusammenfassung

Die durch die jüngste Italienkrise ausgelöste Unsicherheit am Zinsmarkt könnte – bei einem weniger konfrontativen Kurs der neuen Regierung – wohl zunächst weiter abebben und damit wenig Einfluss auf die deutschen Hypothekenzinsen am Jahresende haben. Die geringe Ausweitung des Neubaus im Jahr 2017 ist ein klarer Hinweis auf eine Fortsetzung des aktuellen Hauspreiszyklus. Das Ziel der Bundesregierung, in der Legislaturperiode 1,5 Mio. Wohnungen zu bauen, ist damit kaum noch zu erreichen. Der Neubau dürfte über Jahre gedämpft bleiben und wir erwarten kein Zyklusende vor dem Jahr 2022. Angesichts der hohen Nachfrage und des knappen Wohnraumangebots dürften die Preise und Mieten bis dahin weiter anziehen. Folglich könnten dann die deutschen Haus- und Wohnungspreise gemessen an historischen Einkommen-Preis-Verhältnissen 20% überbewertet sein. Gleichzeitig gibt es erste Anzeichen, dass die Verbraucher ihre Kreditaversion ein wenig reduzieren. Damit steigen die makroprudenziellen Risiken. Übertrifft die Nachfrage nach dem Jahr 2022 immer noch das Angebot, steuert der deutsche Häusermarkt auf eine ausgewachsene Blase zu – ein Szenario, vor dem wir seit Jahren warnen.

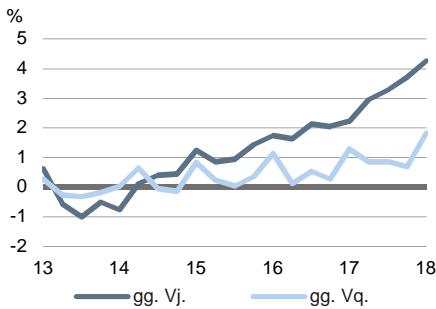
Jochen Möbert (+49 69 910-31727, [jochen.moebert@db.com](mailto:jochen.moebert@db.com))



## Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends

Kredite an inländische Unternehmen und Selbstständige\*

1



\* ohne sonstige Finanzinstitute

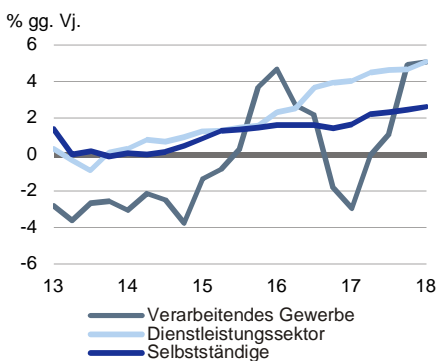
Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

## Kreditvergabe in Deutschland weiter schwungvoll – Unternehmen stocken in Q1 Liquiditätsreserven auf

Das Kreditwachstum mit nichtfinanziellen Unternehmen und Selbstständigen in Deutschland hat in Q1 den höchsten Stand seit der Finanzkrise erreicht (ausstehendes Volumen +4,3% gg. Vj.). Der Aufschwung ist weiterhin von einer breiten Branchenbasis getragen – sowohl mit dem Verarbeitenden Gewerbe als auch mit dem Dienstleistungssektor liegt die Zuwachsrate bei über 5% und damit auf Nachkrisen-Rekordniveau. Besonders dynamisch läuft es momentan bei der Kernbranche Maschinenbau/Auto (+10%), ebenso wie bei Beteiligungsgesellschaften (14%), Chemie (8%) oder Versorger/Bergbau (7%).

... nach Branche

2

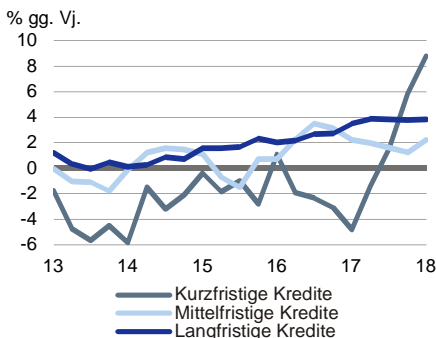


Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Die kräftigste Bewegung im ersten Quartal, welches traditionell ihr stärkstes ist, gab es bei den kurzfristigen Krediten (Laufzeit < 1 Jahr), die mit +8,3% gg. Vq. den größten Sprung seit der Wiedervereinigung verzeichneten. Gründe hierfür könnten zum einen der deutliche Dämpfer bei der Konjunkturentwicklung und zum anderen die wachsenden Sorgen um einen Handelskrieg sein, die bei den Unternehmen zu wachsender Vorsicht geführt haben dürften. Dementsprechend stockten sie ihre Liquiditätspolster in einem ähnlichen Maße auf, wie es zuletzt 2007/08 der Fall war. Ohne den außergewöhnlichen Anstieg bei den kurzfristigen Krediten hätte der Zuwachs insgesamt 3,4% gg. Vj. betragen.

... nach Fristigkeit\*

3



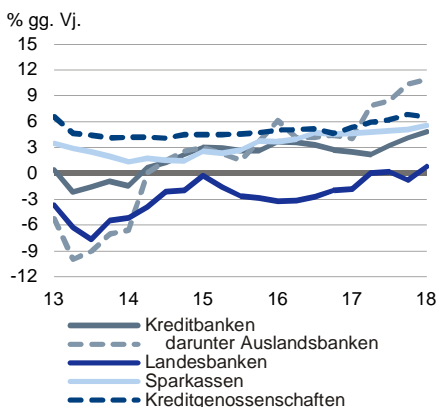
\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Sämtliche Bankengruppen konnten zwischen Dezember und März einen Anstieg des Kreditvolumens verbuchen. An der Spitze liegen unverändert die Auslandsbanken (+11% gg. Vj.), gefolgt von den Kreditgenossenschaften (+6 ½%) und den Sparkassen (+5 ½%). Aber auch die inländischen Kreditbanken konnten sich nach längerer Durststrecke mal wieder über ein gutes Vierteljahr freuen und im Vorjahresvergleich auf knapp 2% verbessern. Die Landesbanken schafften es sogar zum ersten Mal seit 2009 nennenswert ins Plus (1%). Insgesamt bleibt die Spreizung des Marktes jedoch erhalten und die Marktanteile verschieben sich weiter hin zu den Verbänden und den Banken in Auslandsbesitz.

... nach Bankengruppe\*

4



\* ohne sonstige Finanzinstitute

Quellen: Bundesbank, Deutsche Bank Research

Dagegen waren die Einlagen von Unternehmen und Selbstständigen in Q1 so stark rückläufig wie seit 2013 nicht mehr. Selbst die zuletzt kontinuierlich gewachsenen Sichteinlagen mussten ein Minus von EUR 4 Mrd. hinnehmen. Wie sich bereits in den letzten Quartalen angedeutet hatte, scheint damit am Ende doch das extrem niedrige und damit aus Kundensicht unattraktive Zinsniveau durchzuschlagen, nachdem sich das Einlagengeschäft lange Zeit erstaunlich robust entwickelt hatte. In der Tat liegen die Zinsen sowohl bei Sicht- als auch bei Termingeldern mit -3 bzw. -6 Bp. verhältnismäßig tief im roten Bereich. Für den Anstieg der Kredite bei gleichzeitigem Rückgang der Einlagen bei Banken spielen mehrere Faktoren eine Rolle: i) Die Unternehmen haben in Q1 relativ viel investiert. ii) Sie haben Kapitalmarkt-Verbindlichkeiten verringert, d.h. ausstehende Unternehmensanleihen reduziert. iii) Die Unternehmen haben einen Teil der zusätzlichen Liquidität wahrscheinlich außerhalb des Bankensektors angelegt.

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



## EZB und QE-Ausstieg: Ganz nah am Ziel

Nach Peter Praets Rede in der letzten Woche sollte es nun wirklich niemanden mehr überraschen, wenn die EZB bei der Ratssitzung am 14. Juni ein Ende der QE ankündigt. Wir haben vor Kurzem alle drei Kriterien für einen QE-Ausstieg ((1) Anstieg der Inflationsrate nahe, aber unter 2%, (2) eine hinreichende Überzeugung der EZB, dass die Konvergenz mit dem Ziel dauerhaft ist, (3) die Einschätzung, dass die Konvergenz nicht durch das Ende von QE gefährdet wird) geprüft und sind zu dem Ergebnis gekommen, dass man durchaus argumentieren kann, sie seien erfüllt. Problematisch sind weniger die Zahlen an sich als die „Richtung“ der Daten: Das BIP lag in Q1 unter den Erwartungen. Dabei hat sich die Investitionstätigkeit, der mit Blick auf die weitere konjunkturelle Dynamik eine Schlüsselrolle zukommt, abgeschwächt. Die deutschen Investitionsgüteraufträge aus der Eurozone haben im April erneut deutlich nachgegeben, was für wenig Investitionsdynamik in Q2 spricht. Nach dem ernüchternden G7-Gipfel am Wochenende hat überdies das Risiko eines Handelskriegs deutlich zugenommen.

Praets Äußerungen haben wohl ein eindeutiges Signal gegeben. Die Frage lautet nicht, ob eine Ausstiegsentscheidung bevorsteht, sondern wodurch sie noch verzögert werden könnte. Wir halten derzeit zwei taubenhafte Szenarien für den 14. Juni für möglich. Im ersten Szenario vertritt die EZB die Auffassung, die Ausstiegsriterien seien erfüllt, verzögert die Ausstiegsentscheidung aber noch um einige Monate, um sicherzugehen, dass dies auch dauerhaft der Fall ist. Im zweiten Szenario wartet die EZB noch weitere Ergebnisse der internen Ausschüsse ab, um den politischen Kurs nach dem Ende der QE abzustecken. Die EZB hat Ausstiegsentscheidungen tendenziell durch taubenhafte Maßnahmen abgefedert, und auch Praet betonte in seiner Rede, wie wichtig Reinvestitionen und eine Rekalibrierung der Forward Guidance nach dem Ende der QE seien.

In unserem Basisszenario gehen wir davon aus, dass der Ausstieg aus der QE im Juli bekanntgegeben wird. Insbesondere da der EZB durch dieses „retardierende Moment“ wohl keine Kosten mit Blick auf Forward Guidance oder ihre Reputation entstehen dürften. Allerdings spricht auch vieles für Juni, sodass uns eine Ankündigung bereits an diesem Donnerstag auch nicht überraschen würde. Dies würde jedoch nicht bedeuten, dass durch eine etwas raschere Entscheidung auch der expansive Kurs rascher aufgegeben wird. Ganz gleich, ob der Ausstieg nun im Juni oder Juli bekannt gegeben wird, wird die QE voraussichtlich im vierten Quartal zurückgefahren und im Dezember beendet werden. Der erste Zinsschritt – eine Anhebung des Einlagesatzes um 20 bp und des Refinanzierungssatzes um 25bp – sollte dann im Juni 2019 erfolgen. Außerdem dürfte die EZB weiterhin betonen, dass reichlicher Stimulus erforderlich ist, damit die Inflation mittelfristig auch sicher zum Zielwert zurückkehrt. Einerseits könnte die EZB die Chance nutzen, die sich aus den Daten ergibt, um die QE zu beenden und zu vermeiden, dass sie zu einem politischen Spielball wird. Andererseits könnte sie angesichts der „Richtung“ der Makroereignisse ihre Äußerungen sorgfältig formulieren müssen, um eine unerwünschte Entwicklung der finanziellen Bedingungen zu vermeiden.

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

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



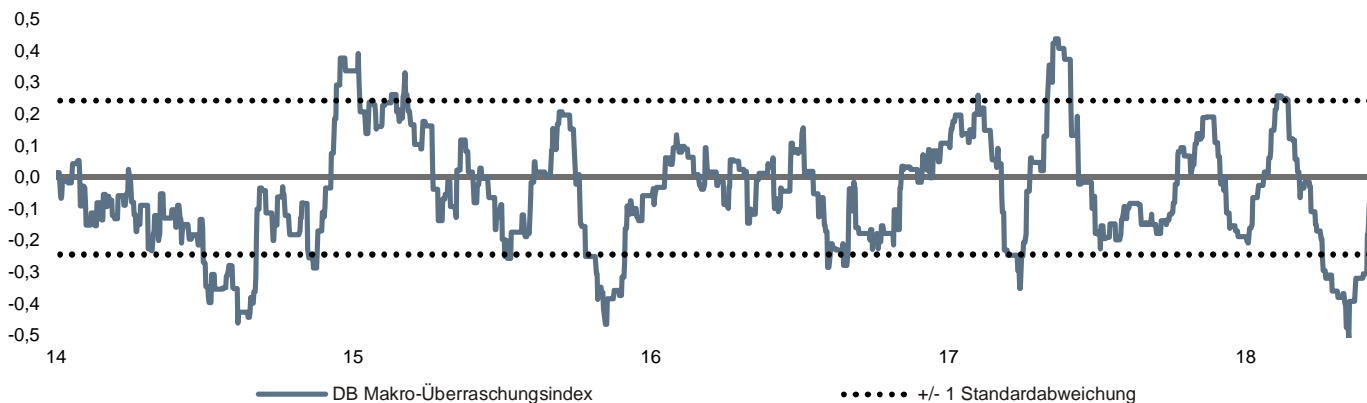
## Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends

### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

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

#### 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
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	3 2018	30.04.2018	-0,4	0,8	-1,2	-0,7	0,2
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	4 2018	02.05.2018	58,1	58,1	0,0	0,0	0,4
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	4 2018	04.05.2018	53,0	54,1	-1,1	-1,2	0,1
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	3 2018	07.05.2018	-1,1	0,5	-1,6	-0,8	0,2
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	3 2018	08.05.2018	1,7	0,8	0,9	0,8	0,8
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	3 2018	08.05.2018	29,6	27,0	2,6	0,4	0,7
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	5 2018	15.05.2018	-8,2	-8,2	0,0	0,0	0,6
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	5 2018	15.05.2018	87,4	85,5	1,9	0,2	0,6
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	4 2018	16.05.2018	1,6	1,6	0,0	0,2	0,3
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	3 2018	24.05.2018	0,3	0,3	0,0	-0,2	0,3
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	5 2018	25.05.2018	92,9	102,0	-9,1	-0,6	0,3
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	4 2018	30.05.2018	0,6	0,8	-0,2	0,2	0,5
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	5 2018	30.05.2018	-12,0	-10,0	2,0	-0,1	0,4
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	5 2018	30.05.2018	2,2	2,2	0,0	0,2	0,3
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	4 2018	30.05.2018	2,3	0,5	1,8	1,7	0,9
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	5 2018	01.06.2018	56,9	56,8	0,1	0,1	0,5
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	5 2018	05.06.2018	52,1	52,1	0,0	0,0	0,5
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	4 2018	07.06.2018	-2,5	0,8	-3,3	-1,6	0,0
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	4 2018	08.06.2018	22,7	20,0	2,7	0,5	0,7
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	4 2018	08.06.2018	-1,0	0,3	-1,3	-1,0	0,1

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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.





## Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
14. Juni	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	In unserem Basisszenario erwarten wir die Ankündigung des Endes der Anleihekäufe (QE) im Juli. Nach der jüngsten Rede von Peter Praet wäre aber niemand überrascht, wenn die EZB das Ende der Anleihekäufe bereits auf der Juni-Sitzung bekannt gibt.
21./22. Juni	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	(Voraussichtl.) Implikationen der Frühjahrsprognose der Kommission für Defizitverfahren (EDP) und Innovationspartnerschaften (EIPs) für Länder des Eurogebiets, thematische Debatte über Wachstum und Beschäftigung; Effizienz der Arbeitsmärkte und Nachhaltigkeit der Alterssicherung; (voraussichtl.) Lage im Eurogebiet gem. IWF-Vorgaben, Lage in Griechenland u.a.
28./29. Juni	Europäischer Rat, Brüssel	Auswärtige Angelegenheiten und internationale Beziehungen, v.a. Handelsbeziehungen, insbesondere mit USA u. mit China, Abstimmung über Verlängerung der Sanktionen gg. Russland, Meinungs austausch über Zukunft der EU und über EU-Budget, (voraussichtl.) Stand der Brexit-Verhandlungen; geplante Entscheidungen über Reformen des EU-Asylsystems könnten hingegen verschoben werden.
Mitte Juli - 7. Sept.	Deutscher Bundestag	Parlamentarische Sommerpause.
26. Juli	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Die EZB dürfte auf ihrer Juli-Sitzung das Ende der Anleihekäufe für Q4 2018 bekannt geben. Damit dürfte der Fokus auf die Zinspolitik schwenken. Wir erwarten zwei Zinsschritte im Juni und Dezember 2019. Der Einlagensatz dürfte um 20 Bp und die Hauptrefinanzierungsrate um 25 Bp steigen. Wir halten einen Zinsschritt vor Juni 2019 für nahezu ausgeschlossen.

Quelle: Deutsche Bank Research

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

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
22 Jun 2018	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juni	56,2	56,9
22 Jun 2018	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juni	52,5	52,1
25 Jun 2018	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juni	102,0	102,2
28 Jun 2018	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Juni	2,2	2,2
29 Jun 2018	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juni	5,3	5,2
29 Jun 2018	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Mai	1,0	2,3
5 Jul 2018	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Mai	2,7	-0,2
6 Jul 2018	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Mai	1,1	-1,7
9 Jul 2018	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Mai	20,3	19,2
9 Jul 2018	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	0,6	-3,1
9 Jul 2018	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	-0,3	-1,3

\*It. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

Marc Schattenberg, Sebastian Becker & Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)



## Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	1,625	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,12	0,75
Jun 18	1,875	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,05	0,75
Sep 18	2,125	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,50	0,05	0,75	1,50	0,05	0,75
Dez 18	2,375	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	0,05	0,75	1,50	0,05	1,00

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	2,32	0,08	-0,33	0,63
Jun 18	2,23	0,05	-0,30	0,60
Sep 18	2,48	0,05	-0,35	0,55
Dez 18	2,73	0,05	-0,35	0,75

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,98	0,06	0,48	1,47
Jun 18	3,00	0,00	0,50	1,35
Sep 18	2,95	0,00	0,85	1,55
Dez 18	3,25	0,00	1,25	1,80

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,18	109,96	0,88	1,34	1,16	10,26	7,45	9,50	4,29	317,36	25,65
Jun 18	1,24	102,00	0,91	1,37	1,20	9,60		9,25	4,16	317,00	25,44
Sep 18	1,17	105,00	0,86	1,36	1,18	9,50		9,10	4,17	316,00	25,05
Dez 18	1,20	102,00	0,85	1,41	1,20	9,20	7,46	9,00	4,19	315,00	24,75

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



## Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends

Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Q1 2018	Q2 2018	Jan 2018	Feb 2018	Mrz 2018	Apr 2018	Mai 2018	Jun 2018
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	102,5	104,3	105,0	104,1		104,8	104,1	103,3	102,2	102,2	
ifo Geschäftserwartungen	100,8	102,0	103,1	100,6		101,5	100,3	100,1	98,7	98,5	
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	105,9	108,0	109,0	107,8		109,5	107,6	106,3	104,9	104,8	
Produktion (% gg. Vp.)	1,5	1,6	1,0	0,3		0,0	-1,7	1,6	-1,7		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,2	2,3	3,5	-2,2		-3,5	-0,2	-1,1	-2,5		
Grad der Kapazitätsauslastung	86,1	86,9	87,7	88,2	87,8						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	5,4	-0,4	-1,0			5,9	-7,2				
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-2,0	-1,7	10,2	-1,7		-12,8	9,9	-15,1			
ifo Bauhauptgewerbe	108,1	109,9	110,7	110,1		110,2	109,3	110,8	111,4	111,8	
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	3,6	4,1	5,5	6,7		7,4	6,5	6,1	6,1	5,9	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,5	0,5	0,8	-0,8		-0,6	-0,1	-0,4	2,3		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	0,0	0,3	4,2	4,0		11,6	7,4	-3,4	8,0	-5,8	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	1,5	3,5	4,9			-4,6					
Exporte (% gg. Vp.)	1,6	0,7	2,9	-0,6		-0,4	-3,1	1,8	-0,3		
Importe (% gg. Vp.)	1,4	0,2	2,8	-0,1		-0,2	-1,5	-0,2	2,2		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	60,5	62,0	64,3	62,6		21,5	19,4	21,6	19,4		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	5,7	5,7	5,5	5,4		5,4	5,4	5,3	5,3	5,2	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-45,0	-25,7	-55,3	-69,0		-23,0	-21,0	-18,0	-7,0	-12,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,4	1,5	1,4	1,4		1,4	1,4	1,4	1,4		
ifo Beschäftigungsbarometer	102,6	103,3	104,0	104,8		105,5	105,0	103,9	103,3	104,1	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,6	1,7	1,6	1,4		1,4	1,2	1,5	1,4	2,2	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,4	1,5	1,3	1,3		1,3	1,4	1,3	1,0	1,5	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	2,8	2,7	2,5	2,0		2,1	1,8	1,9	2,0		
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	8,9	4,2	-5,6	-12,4		-11,1	-13,5	-12,6	-6,3	5,9	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	50,8	52,2	61,5	66,9		69,1	65,3	66,0	72,0	76,9	75,2
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	17,6	16,3	16,0	16,4		16,6	18,3	14,4	15,1	16,8	
EC Unternehmensumfrage	11,4	10,2	14,2	15,0		16,3	14,5	14,2	14,6	12,1	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	2,4	1,8	1,0	2,2							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,6	2,4	2,8							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,9	2,6	2,6	3,7							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	5,6	4,7	4,3	3,3		3,6	3,2	3,3	3,5		
Trend von M3*						4,1	3,7	3,4	3,3		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	3,8	3,9	4,2	4,3		4,3	4,3	4,3	4,3		
Kredite an öffentliche Haushalte	4,1	5,5	-2,9	-20,0		-5,4	-12,9	-20,0			

% 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

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

Deutsche Bank Research  
Marketing  
60262 Frankfurt am Main  
Fax: +49 69 910-31877  
E-Mail: [marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

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

- „ Mehr Signale eines schwächeren Wachstumstrends .... 11. Juni 2018
- „ Nachlassende Wachstumsdynamik, aber Normalisierung der Inflation ..... 8. Mai 2018
- „ Handelskonflikt fordert Unternehmen und Regierung .... 10. April 2018
- „ Kräftiges Wachstum, (noch) begrenzte Inflation ..... 13. März 2018
- „ Partyzeit ..... 5. Februar 2018
- „ Ausblick 2018: Robuste Konjunktur – fragile Politik ..... 14. Dezember 2017
- „ Konjunktureller Rückenwind für Koalitionsverhandlungen ..... 3. November 2017
- „ Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten .... 6. Oktober 2017
- „ Konjunkturboom – noch ohne Lohndruck ..... 6. September 2017

© Copyright 2018. 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

ISSN (Print): 2512-2371; ISSN (Online): 2568-1079