



# Turbulenter Sommerauftakt

3. Juli 2018

## Autoren

Josef Auer  
+49 69 910-31878  
josef.auer@db.com

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

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

Eric Heymann  
+49 69 910-31730  
eric.heyman@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
Automobilindustrie: Handelspolitische, konjunkturelle und regulatorische Probleme nehmen zu .....	3
Stabiler Einzelhandel trotz konjunktureller Fragezeichen .....	8
EZB: Spiel auf Zeit – und Spekulation auf Erholung .....	13
CDU/CSU: Einigung in letzter Minute .....	16
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland .....	17
Datenkalender .....	18
Finanzmarktprognosen .....	18
Datenmonitor .....	19

Original in englischer Sprache: 29.06.2018

**Automobilindustrie: Handelspolitische, konjunkturelle und regulatorische Probleme nehmen zu.** Die aktuellen Herausforderungen für die deutsche Automobilindustrie umfassen die Handelspolitik mit den USA, die Folgen des Brexit-Beschlusses, eine konjunkturelle Abkühlung in vielen Automärkten, den nicht gelösten Diesel-Skandal sowie Verzögerungen durch den neuen Abgastest WLTP. Jedes Problem für sich genommen wiegt bereits schwer. Angesichts des recht guten konjunkturellen Umfeldes reichen sie aber wahrscheinlich nicht aus, um den „perfekten Sturm“ zu erzeugen. Gleichwohl drücken sie das Wachstum der Branche. Die stückzahlmäßige Pkw-Produktion Deutschlands dürfte 2018 sinken. Gemessen am Produktionsindex, der auch qualitative Komponenten umfasst, dürfte kaum mehr als ein Plus von 1% möglich sein. Da die Automobilindustrie ein wichtiger Auftraggeber für andere Industriezweige und Dienstleistungsbranchen ist, wären negative gesamtwirtschaftliche Folgen unvermeidbar, sollten eines oder mehrere Probleme weiter eskalieren.

**Stabiler Einzelhandel trotz konjunktureller Fragezeichen.** Umsätze des Einzelhandels robust trotz Konjunkturertrübung. Digitalisierung und neue Vertriebsformen setzen klassischen Einzelhandel unter Druck. Digitaler Wettlauf erfordert Mindestgrößen des Handelsunternehmens. Für Franchisebetriebe und kleine Händler in der Fläche bleiben viele Herausforderungen. Ladenkassen werden perspektivisch zum Auslaufmodell.

**EZB: Spiel auf Zeit – und Spekulation auf Erholung.** Die EZB puffert ihre falkenhaften Schritte seit einiger Zeit mit taubenhaften Gegenmaßnahmen ab. Sie will ihre Nettokäufe im Rahmen der QE zum Jahresende 2018 einstellen. Die Ankündigung war jedoch außerordentlich taubenhaft formuliert, denn die Verringerung der QE im vierten Quartal hänge davon ab, dass die Ausstiegskriterien auch im September noch erfüllt seien. Zudem hat sich die EZB in ungewöhnlicher Weise darauf festgelegt, den Leitzins bis zum Sommer 2019 unverändert zu lassen. Angesichts der Richtung der Konjunkturdaten und der zunehmenden Makrorisiken hatten wir damit gerechnet, dass die EZB bei der Pressekonferenz eine ausgeglichene Botschaft verkünden werde. Die Zentralbank gab sich jedoch taubenhaft, weshalb wir den ersten Zinsschritt jetzt nicht mehr im Juni, sondern im September 2019 erwarten.

**CDU/CSU: Einigung in letzter Minute.** Auf Druck der Bundestagsfraktion haben sich die Spitzen von CDU und CSU geeinigt. Der Kompromiss zeigt jedoch, dass es in der Regierungskrise zuletzt immer weniger um die Kontroverse über den asylpolitischen Kurs ging. Der EU-Gipfel hatte im Rahmen einer grundsätzlich europäischen Lösung der Asylfrage auch für diese Form des nationalen Vorgehens einen politischen Rahmen geschaffen. Reine unilaterale Zurückweisungen von registrierten Asylbewerbern ohne vertragliche Absprachen mit den Partnern sind auch nach dem CDU/CSU-Kompromiss nicht vorgesehen.



## Turbulenter Sommeraufakt

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	1,8	1,6	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	2,9	2,5	2,5	1,3	1,3	1,8	10,5	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	0,7	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	1,7	1,3	1,6	2,7	2,4	2,1	-3,9	-3,8	-3,5	-1,5	-1,9	-1,4
Dänemark	2,3	2,0	1,9	1,1	1,5	1,6	7,8	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	2,1	2,2	1,0	0,6	1,1	1,6	0,8	0,6
Ungarn	4,0	3,8	3,2	2,3	2,9	3,3	2,9	1,9	1,5	-2,0	-2,2	-2,3
Polen	4,6	4,2	3,4	2,0	2,0	2,8	0,3	-0,8	-1,1	-1,6	-2,0	-2,3
USA	2,3	3,0	2,8	2,1	2,6	2,1	-2,9	-3,2	-3,5	-3,4	-3,9	-4,6
Japan	1,7	0,8	0,5	0,5	0,7	0,6	4,0	4,1	4,4	-2,8	-2,6	-2,4
China	6,9	6,6	6,3	1,6	2,0	2,4	1,3	0,6	0,3	-3,7	-3,5	-3,5
Welt	3,8	3,9	3,9	2,9	3,2	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			
	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	1,9	2,2	2,0	1,8	0,3	0,5	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	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	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	5,2	4,9												
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



## Automobilindustrie: Handelspolitische, konjunkturelle und regulatorische Probleme nehmen zu

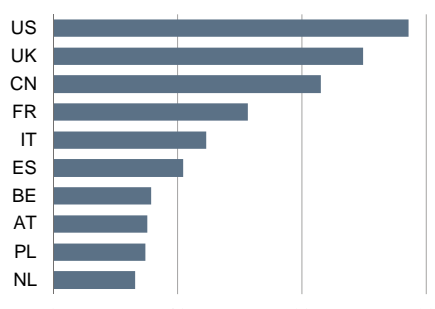
- Die aktuellen Herausforderungen für die deutsche Automobilindustrie umfassen die Handelspolitik mit den USA, die Folgen des Brexit-Beschlusses, eine konjunkturelle Abkühlung in vielen Automärkten, den nicht gelösten Diesel-Skandal und seine Folgen sowie die Verzögerungen rund um den neuen Abgastest WLTP.
- Jedes Problem für sich genommen wiegt bereits schwer. Angesichts der insgesamt recht guten konjunkturellen Rahmenbedingungen reichen die Probleme wahrscheinlich nicht aus, um den „perfekten Sturm“ zu erzeugen. Gleichwohl mehren sich die dunklen Wolken am Autohimmel und drücken auf das Wachstum der Branche. Die stückzahlmäßige Pkw-Produktion Deutschlands dürfte 2018 sinken. Gemessen am Produktionsindex, der auch qualitative Komponenten umfasst, dürfte kaum mehr als ein Plus von 1% möglich sein.
- Da die Automobilindustrie ein wichtiger Auftraggeber für andere Industriezweige und Dienstleistungsbranchen ist, wären negative gesamtwirtschaftliche Folgen unvermeidbar, sollten eines oder mehrere der oben genannten Probleme eskalieren. Für Makroökonomien ist derzeit ein Blick auf die Automobilindustrie besonders relevant.

Die deutschen Automobilhersteller veröffentlichten in den letzten Quartalen im Durchschnitt sehr ordentliche betriebswirtschaftliche Kennzahlen und konnten ihren Pkw-Absatz in vielen wichtigen Automärkten der Welt steigern. Dies spiegelt die hohe internationale Wettbewerbsfähigkeit der Branche wider. Die Nachrichten mögen manchen Leser verwundern – vor allem in Deutschland selbst. Denn trotz der aktuell positiven wirtschaftlichen Entwicklung hat die Automobilindustrie in den letzten Jahren auch viele negative Schlagzeilen produziert, die die öffentliche Wahrnehmung zum Teil dominiert haben. Tatsächlich ist in der Branche bei Weitem nicht alles eitel Sonnenschein. Vielmehr mehren sich die handelspolitischen, konjunkturellen und regulatorischen Sorgen, von denen die Branche einen Teil selbst zu verantworten hat. Dies hat Einfluss auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland.

USA wichtigster Exportmarkt für deutsche Automobilindustrie

1

Ausfuhren der Automobilindustrie in Deutschland nach Exportmärkten, 2017, EUR Mrd.



Quelle: Statistisches Bundesamt

## US-Importzölle auf Autos werden wahrscheinlicher

US-Präsident Trump hat in den letzten Wochen und Monaten wiederholt höhere Zölle auf importierte Autos z.B. aus Europa oder China angedroht. Aktuell ist kaum zu erwarten, dass sich Trump offen zeigt für eine nüchterne Analyse der transatlantischen Handelsbeziehungen, die neben dem Güterhandel auch den Handel mit Dienstleistungen sowie die Salden bei den Primär- und Sekundäreinkommen berücksichtigt. Über alle Teilsalden hinweg erzielten die USA gegenüber der EU 2017 nämlich einen Überschuss.<sup>1</sup> Es ist daher (leider) auch müßig zu diskutieren, inwiefern höhere Importzölle der USA nationalen Interessen tatsächlich nutzen oder mittelfristig doch eher schaden würden oder wie stichhaltig die Argumente der US-Regierung sind. Letztlich ist die Wahrscheinlichkeit für solche Zölle unzweifelhaft gestiegen.

Es wird also relevanter, sich mit einem „Was-wäre-wenn-Szenario“ zu beschäftigen. Deutschland wäre von Importzöllen auf Autos stark betroffen. Die USA waren 2017 mit einem Anteil von 12,2% an den gesamten Ausfuhren der Branche der wichtigste Exportmarkt für die Automobilindustrie in Deutschland (entspricht

<sup>1</sup> Vgl. Felbermayr, Gabriel (2018). Beobachtungen zur US-Leistungsbilanz. In: ifo Schnelldienst 9/2018. München.

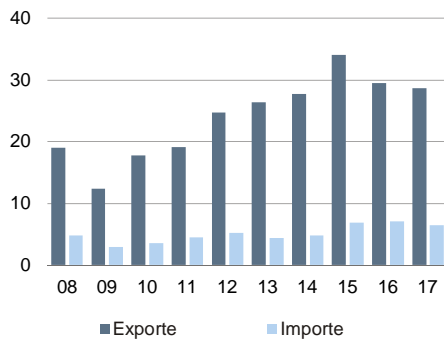


## Turbulenter Sommeraufakt

### Exporte der Automobilindustrie in DE in die USA zuletzt rückläufig

2

Dt. Außenhandel mit Waren der Automobilindustrie mit den USA, EUR Mrd.

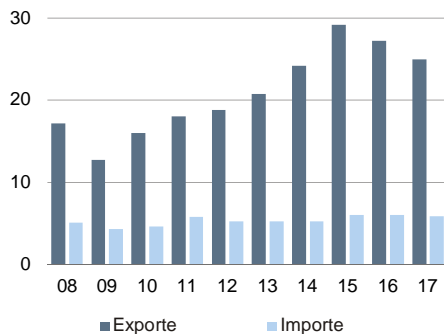


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Brexit dämpft Handel mit UK

3

Dt. Außenhandel mit Waren der Automobilindustrie mit UK, EUR Mrd.

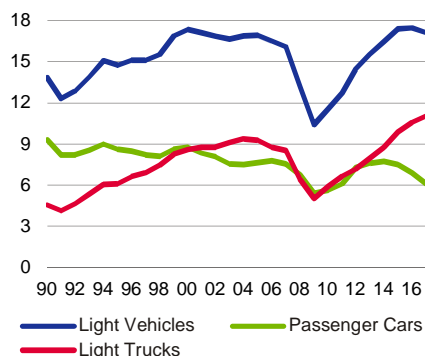


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Light Trucks immer beliebter

4

Absatz von Light Vehicles im US-Markt, Mio.



Quelle: Bureau of Economic Analysis

einem Ausfuhrvolumen von EUR 28,6 Mrd.). Die USA konnten dabei ihren Spitzenplatz verteidigen, obwohl die deutschen Automobilexporte in die USA 2016 und 2017 nominal um insgesamt 16% gesunken waren.

Höhere US-Importzölle würden die Ausfuhren der deutschen Automobilindustrie (bei sonst gleichen Bedingungen) schmälern. Der Umfang lässt sich freilich nur grob abschätzen, zumal Zweitrundeneffekte und Wechselkurseffekte das Handelsvolumen ebenfalls beeinflussen (würden). Ein Zollniveau von 20%, welches zuletzt im Gespräch war, würde natürlich nicht zu einem Rückgang der deutschen Automobilausfuhren in die USA in gleicher Größenordnung führen. Bei Fahrzeugen der automobilen Oberklasse ist die Preiselastizität der Nachfrage nämlich relativ gering. Gleichwohl könnten die Ausfuhren der Branche in die USA bei einem derartigen Zollsatz um einen Betrag im niedrigen bis mittleren einstelligen Milliardenbereich sinken. Ferner könnten die Renditen pro Fahrzeug zurückgehen, wenn die Autohersteller die Zölle nicht (in vollem Umfang) auf die Verkaufspreise in den USA aufschlagen sollten. Zwar könnte die deutsche Automobilindustrie mit einer höheren Fahrzeugproduktion in den USA auf etwaige Zölle reagieren; dies wäre jedoch kurzfristig nur recht schwer umzusetzen.

Nachteilig für die deutsche Automobilindustrie wäre ferner, wenn die USA gegenüber China ebenfalls höhere Importzölle erheben würden. Auch hierzu gibt es entsprechende Statements von Präsident Trump. Solche Zölle würden mit großer Wahrscheinlichkeit Gegenmaßnahmen von chinesischer Seite auslösen, weshalb die Exporte von Fahrzeugen mit deutschem Markenzeichen, die in den USA produziert werden, nach China verteuert würden.

## Brexit hinterlässt weiterhin Spuren

Die Verhandlungen darüber, wie der Brexit-Beschluss praktisch umgesetzt werden könnte, gehen nur sehr schleppend voran. Die Diskussion und Unsicherheit rund um den Brexit sowie die damit zusammenhängende Abwertung des britischen Pfunds gegenüber dem Euro haben bereits Spuren im Exportgeschäft der deutschen Automobilindustrie mit UK hinterlassen: 2016 (nominal -6,6%) und 2017 (-8,3%) sind die Ausfuhren der Branche nach UK spürbar gesunken. Immerhin konnte der Abwärtstrend im 1. Jahresdrittel von 2018 mit einem Plus von knapp 1% gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum gestoppt werden. Aber das UK-Geschäft dürfte in den kommenden Monaten und Jahren für die deutsche Automobilindustrie herausfordernd bleiben. Dies gilt sowohl für die Exporte aus Deutschland heraus als auch für die Investitionen deutscher Unternehmen in Fabriken vor Ort.

Für die Automobilindustrie in Deutschland sind weitere handelspolitische Irritationen im Geschäft mit UK nicht zuletzt deshalb bedeutsam, weil das Land 2017 mit einem Anteil von 10,6% an den gesamten Ausfuhren der deutschen Autoindustrie der zweitwichtigste ausländische Absatzmarkt war. Im Jahr 2015 erreichte der Anteil noch 12,8%.

## Autokonjunktur schwächt sich in wichtigen Märkten ab

Neben den handelspolitischen Problemen mit den beiden wichtigsten Exportmärkten der deutschen Automobilindustrie, den USA sowie UK, wird die Stimmung der Branche auch durch die verschlechterten konjunkturellen Perspektiven in wichtigen Absatzmärkten getrübt. So sank der Absatz Light Vehicles (Pkw und Light Trucks) in den USA schon 2017 um knapp 2%, allerdings von hohem Niveau. In den ersten fünf Monaten von 2018 konnte „lediglich“ ein Plus von 1,2% gg. Vj. erzielt werden. Letztlich haben die Fahrzeugverkäufe in den USA aktuell ein Niveau erreicht, bei dem trotz der guten gesamtwirtschaftlichen Entwicklung kaum Spielraum für kräftige Wachstumsraten beim Absatz besteht;

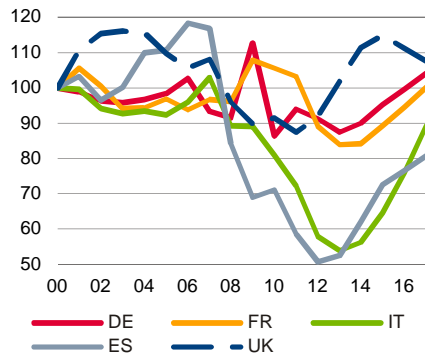


## Turbulenter Sommerauftakt

Pkw-Neuzulassungen: Keine einheitliche Entwicklung

5

Pkw-Neuzulassungen, 2000=100

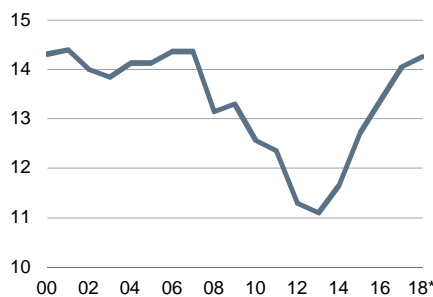


Quelle: ACEA

Geringere Dynamik

6

Pkw-Neuzulassungen in der EU-15, Mio.



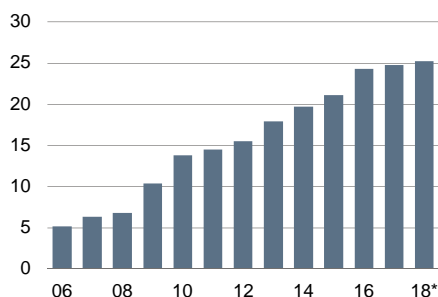
\* Prognose

Quellen: ACEA, Deutsche Bank Research

Nur noch moderates Wachstum im chinesischen Automarkt

7

Pkw-Absatz in China, Mio.



\* Prognose

Quellen: CAAM, Deutsche Bank Research

dies gilt nach unserer aktuellen Prognose auch für 2019. Hinzu kommt die anhaltende Verschiebung im US-Markt weg von Pkw hin zu Light Trucks. Hier sind die deutschen Hersteller gegenüber der US-Konkurrenz weniger gut positioniert. 2017 lag der Anteil der Pkw am gesamten Fahrzeugabsatz in den USA nur noch bei 35,6% und ist Anfang 2018 weiter gesunken; 2012 betrug der Pkw-Anteil dagegen noch über 50%.

Auch in Westeuropa ist nach den recht hohen Wachstumsraten bei den Pkw-Neuzulassungen der vergangenen Jahre die Luft nach oben dünner geworden. In den ersten fünf Monaten von 2018 übertrafen die Pkw-Neuzulassungen in der EU-15 das entsprechende Vorjahresniveau um 1,5% (Gesamtjahr 2017: +2,6%, 2016: +6%). Für 2019 rechnen wir mit einem Plus von weniger als 1%. Die nachlassende Dynamik in Westeuropa betrifft den Produktionsstandort Deutschland besonders, da ein großer Teil der hier produzierten Fahrzeuge in Europa abgesetzt wird.

Schließlich sind auch in China die Zeiten regelmäßiger zweistelliger Wachstumsraten beim Pkw-Absatz vorbei, sodass auch der größte Automarkt der Welt künftig von einer geringeren Dynamik geprägt sein wird, natürlich auf sehr hohem absolutem Niveau. Hinzu kommt, dass deutsche Autohersteller die Nachfrage in China zu einem großen Teil durch Fabriken vor Ort bedienen. China ist mit Abstand der größte ausländische Produktionsstandort der deutschen Autohersteller. Im laufenden Jahr sorgen die Ausfuhren der Branche nach China für starke Impulse: Im 1. Jahresdrittel lagen sie um nominal knapp 25% über dem entsprechenden Vorjahreszeitraum.

Hinsichtlich der Autokonjunktur lässt sich in Summe zusammenfassen, dass wir für keinen der wichtigen Absatzmärkte der deutschen Autohersteller einen (deutlichen) Rückgang der Pkw-Nachfrage erwarten. Eine spürbar geringere Wachstumsdynamik wird jedoch die Produktionstätigkeit in Deutschland dämpfen. Dazu passt, dass die Exporterwartungen der hiesigen Automobilindustrie am aktuellen Rand im negativen Bereich liegen. Angesichts einer Exportquote von 64% (Anteil Auslandsumsatz am Gesamtumsatz) werden die konjunkturellen Risiken deutlich.

## Diesel-Skandal und kein Ende

Im sogenannten Diesel-Skandal kehrt nach wie vor keine Ruhe ein. Aufgrund immer neuer Vorwürfe an die Automobilindustrie, der politischen Debatte über Vor- und Nachteile von Hardware-Nachrüstungen von älteren Diesel-Pkw sowie über weitere (regional begrenzte) Fahrverbote haben Selbstzünder spürbar Marktanteile verloren. Im Zeitraum von Januar bis Mai 2018 lag der Diesel-Anteil an allen Pkw-Neuzulassungen in Deutschland nur noch bei 32% (2015: 48%). In der EU dürfte der Diesel-Anteil im laufenden Jahr erstmals seit 2001 wieder unter die Marke von 40% fallen.

Für die Automobilindustrie ist dies insofern problematisch, als Diesel-Pkw in der Regel teurer sind als Benziner, weshalb die Marktanteilsverschiebung, bei sonst gleichen Bedingungen, zu Umsatzeinbußen führt. Stärker fällt jedoch ins Gewicht, dass es der Automobilindustrie bei einem sinkenden Diesel-Anteil schwerer fällt, die CO<sub>2</sub>-Grenzwerte für Pkw ab dem Jahr 2020/21 einzuhalten. Denn Diesel-Pkw schneiden bei den CO<sub>2</sub>-Emissionen pro Kilometer aufgrund des niedrigen Verbrauchs grundsätzlich besser ab als Benziner. Zugleich haben Fahrzeuge mit alternativen Antriebstechnologien (Elektromobilität) noch nicht den Weg aus der Nische gefunden, und viele Autokäufer bevorzugen Fahrzeuge mit stärkerer Motorisierung. Sollte sich an diesen Trends nichts ändern, gerät das Einhalten der CO<sub>2</sub>-Grenzwerte in Gefahr; Strafzahlungen wären dann die Folge. Nicht auszuschließen ist ferner, dass Diesel-Pkw angesichts der ne-

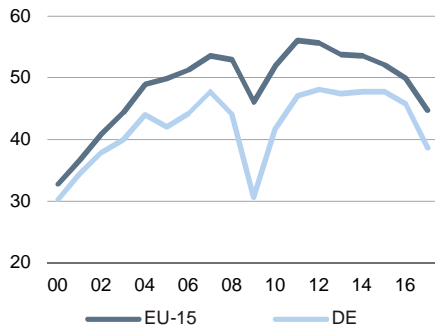


## Turbulenter Sommerauftakt

### Diesel-Anteil sinkt spürbar

8

Anteil von Diesel-Pkw an allen Pkw-Neuzulassungen, %



Quelle: ACEA

gativen Erfahrungen der jüngeren Vergangenheit noch stärker in den Fokus umweltpolitischer Regulierung geraten (z.B. höhere Steuersätze auf Diesel-Kraftstoff). Die Branche investiert Milliardensummen in energieeffiziente und schadstoffarme Verbrennungsmotoren sowie in die Elektromobilität & Co. Aber der Kunde entscheidet nach seinen Präferenzen. Zwar dürfte die Nachfrage nach Elektroautos in den kommenden Jahren spürbar anziehen. Allerdings wäre eine sinkende Rendite pro verkauftem Auto vorerst die Folge, was u.a. damit zusammenhängt, dass in der Produktion von Elektroautos noch zu geringe Größenvorteile erzielt werden können und die Batteriekosten – trotz sinkender Tendenz – ins Gewicht fallen.

### Neues Prüfverfahren WLTP: Produktionsausfälle bei bestimmten Modellen

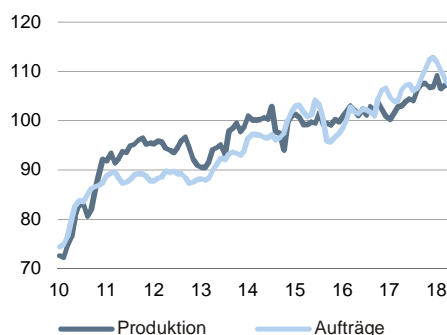
Eine weitere regulatorische Herausforderung führt in der Automobilindustrie in den kommenden Monaten zu höheren Kosten und könnte eventuell sogar (temporäre) Produktionsausfälle auslösen. Ab September 2018 müssen alle Neuwagen nach dem sogenannten Worldwide Harmonized Light Vehicles Test Procedure (WLTP) zertifiziert werden, bevor sie zugelassen werden dürfen. Da dies auch für verschiedene Varianten eines Pkw-Modells gilt (z.B. unterschiedliche Motorisierung und Ausstattung) und die Vorlaufzeit für das Einführen des WLTP recht kurz war, sind derzeit alle Prüfstände voll ausgelastet und es kommt zu Verzögerungen bei den Zertifizierungen. Daher haben verschiedene Autohersteller angekündigt, dass sie bestimmte Modelle (vorübergehend) nicht anbieten werden. Dies ist bei Fahrzeugen, die ohnehin am Ende ihres Produktlebenszyklus angelangt sind, weniger dramatisch als bei jüngeren Modellen, die aus Kapazitätsgründen schlicht noch nicht zertifiziert werden konnten.

Kunden könnten ihre Nachfrage zeitlich nach hinten verschieben, wenn sie sich für noch nicht lieferbare Modelle interessieren, aber beim Autokauf nicht unter Zeitdruck stehen. Dies könnte bei den Herstellern temporär für eine sinkende Kapazitätsauslastung sorgen. Größer wären die negativen Folgen für die inländische Produktion, wenn sich Kunden mit geringer Markentreue für Autos ausländischer Anbieter entscheiden würden, bei denen die Zertifizierung schon abgeschlossen ist. Die Auswirkungen auf die Automobilproduktion in Deutschland wären dagegen gering, wenn die Autokäufer lediglich ein gleichartiges Modell des gleichen Herstellers wählten, statt auf eine spätere Auslieferung zu warten. Unter dem Strich dürfte die WLTP-Zertifizierung die Kosten der Hersteller stärker negativ belasten als die inländische Autoproduktion. Bei einem bedeutenden deutschen Automobilhersteller war der Hinweis auf Probleme mit der Zertifizierung kürzlich ein Grund für eine Gewinnwarnung.

### Deutsche Automobilindustrie: 2018 geringeres Wachstum als 2017

9

Automobilindustrie in DE, 2015=100, sb., gleitender 3-Monatsdurchschnitt



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Noch nicht der „perfekte Sturm“, aber mehr dunkle Wolken am Autohimmel

Die skizzierten handelspolitischen, konjunkturellen und regulatorischen Probleme, mit denen sich die deutsche Automobilindustrie konfrontiert sieht, sind jedes für sich genommen bereits schwerwiegend. Angesichts der insgesamt recht guten konjunkturellen Rahmenbedingungen (wir erwarten für 2018 global eine leicht steigende Autonachfrage von etwa 2%) reichen die Probleme wahrscheinlich nicht aus, um den „perfekten Sturm“ zu erzeugen. Gleichwohl mehren sich die dunklen Wolken am Autohimmel. Sie dürften ein Produktionsplus von mehr als 1% im laufenden Jahr verhindern (gemessen am Produktionsindex, der auch qualitative Verbesserungen der Fahrzeuge umfasst). In stückzahlmäßiger Betrachtung dürfte die Automobilproduktion in Deutschland 2018 sogar sinken. Bei einer Eskalation einzelner Problembereiche, etwa des Handelsstreits, wären die



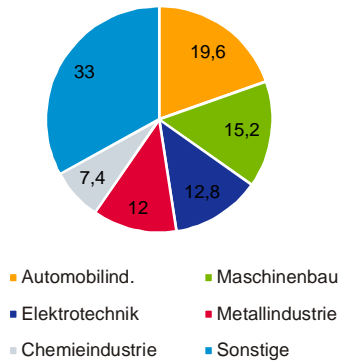
negativen Auswirkungen auf die inländische Automobilproduktion natürlich noch gravierender.

### Negative Auswirkungen auf andere Branchen unvermeidbar

Automobilindustrie größte Industriebranche in Deutschland

10

Anteil von Branchen an der Bruttowertschöpfung des ges. Verarbeitenden Gewerbes, 2015, %



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die Automobilindustrie in Deutschland ist mit einem Anteil von rd. 20% an der Bruttowertschöpfung des gesamten Verarbeitenden Gewerbes der wichtigste Industriezweig in Deutschland und bedeutender Auftraggeber für andere Industriebranchen und Dienstleistungssektoren. Ein Blick auf die Input-Output-Rechnung für Deutschland verdeutlicht diese hohe Bedeutung: Zu den Branchen, die einen hohen Anteil ihrer Vorleistungen an die Automobilindustrie liefern, zählen u.a. der Maschinenbau, die Hersteller von elektrischen Ausrüstungen, die Metallindustrie, die Gummi- und Kunststoffwarenindustrie, die Hersteller von Glas und Glaswaren oder die Textilindustrie. Bei den Dienstleistungssektoren sind der Großhandel, die Werbewirtschaft, technische und wirtschaftliche Beratungsdienstleistungen, der Bereich Verkehr und Logistik oder die Zeitarbeitsbranche zu nennen. Ferner ist die Automobilindustrie ein wichtiger Auftraggeber für externe Forschungsaufträge.

Die Aufzählung verdeutlicht, dass bei einer konjunkturellen Schwächephase in der Automobilindustrie negative Auswirkungen auf andere Branchen unvermeidbar wären. Diese würden sich aufgrund der großen direkten und indirekten Verflechtung der Autoindustrie auch in einem geringeren BIP-Wachstum niederschlagen. Die zuvor genannten Sektoren dürften sich noch schmerzlich an die Jahre 2008/09 erinnern, als sich der Rückgang in der Automobilproduktion um insgesamt rd. 25% andere Sektoren mit in die Krise riss. Für Makroökonomien ist derzeit ein Blick auf die Automobilindustrie daher besonders relevant.

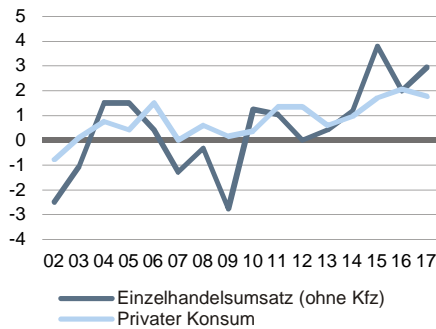
Eric Heymann (+49 69 910-31730, eric.heyman@db.com)



## Stabiler Einzelhandel trotz konjunktureller Fragezeichen

Privater Konsum und Einzelhandelsumsätze

Real, % gg. Vj., ssb.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Konsumklima und Einzelhandelsumsätze

Konsumklima, normalisiert (links); % gg. Vj., laufender 3-M Schnitt, ssb (rechts)



Quellen: Destatis, European Commission, GfK, Deutsche Bank Research

- Umsätze des Einzelhandels robust trotz Konjunkturertrübung. Digitalisierung und neue Vertriebsformen setzen klassischen Einzelhandel unter Druck.
- Digitaler Wettlauf erfordert Mindestgrößen des Handelsunternehmens. Für Franchisebetriebe und kleine Händler in der Fläche bleiben viele Herausforderungen. Ladenkassen werden perspektivisch zum Auslaufmodell.

Dank der noch günstigen Binnenwirtschaft bleiben die Rahmenbedingungen des deutschen Einzelhandels im laufenden und kommenden Jahr positiv. Die gute Arbeitsmarktsituation zeigt sich in steigenden Erwerbstätigenzahlen und unerwartet hohen Tarifabschlüssen. Die positive Einkommensentwicklung fördert die privaten Konsumausgaben. Per Saldo dürfte für den deutschen Einzelhandel (ohne Kfz) 2018 das neunte und 2019 das zehnte Jahr mit nominalem Umsatzplus markieren (je + 2,5%). Preisbereinigt bedeuten die Zuwächse freilich lediglich jährliche Umsatzzuwächse um 1%. Vor dem Hintergrund, dass immer mehr private Ausgaben für Reisen und Dienste außerhalb des typischen Warenkorbs des Einzelhandels getätigt werden, ist der reale Umsatzzuwachs durchaus beachtlich, bestätigt aber auch, dass der Einzelhandel strukturell schwächer als der private Verbrauch insgesamt wächst.

Ein Prognoserisiko sind die derzeitigen Anspannungen in der heimischen Politik, Gesamtwirtschaft sowie der geopolitischen Lage. Diese haben bereits bis Mitte 2018 – trotz der aus Arbeitnehmersicht erfreulichen Lohnabschlüsse – zu einer leichten Eintrübung der Verbraucherstimmung geführt. Nach HDE/HB-Einschätzung ist dies allerdings noch nicht als Trendumkehr zu interpretieren.<sup>2</sup> Die GfK-Einkommenserwartungen lagen zuletzt merklich niedriger als vor einem Jahr, haben sich aber in den letzten Monaten auf solidem Niveau stabilisiert.

Im Prognosezeitraum dürften sich absehbar einige Handelszweige recht günstig entwickeln: So profitieren die Fahrradhändler vom steigenden Interesse an immer leistungsfähigeren E-Fahrrädern. Die Fußball-WM kommt den Sportartikel- und auch N&G-Anbietern nach dem WM-Aus nicht mehr ganz so zugute wie ursprünglich erwartet. Von der gestiegenen Kaufkraft profitieren teurere Anschaffungen wie Unterhaltungselektronik und elektrische Haushaltsgeräte. Trotz des jüngsten monatlichen Rückgangs der Anschaffungsneigung befindet sich der Index im laufenden 3M-Vergleich weiter auf hohem Niveau. Ob der Einzelhandel mit Wohnmöbeln von der nunmehr schon seit Jahren sehr günstigen Baukonjunktur mehr Impulse erhält als zuletzt, bleibt fraglich; immer noch steht bei vielen privaten Bauherren die Baufinanzierung im Vordergrund und erst zeitlich später werden – abgesehen vom Kücheninventar – die Wohnzimmer- und sonstigen Möbelinvestitionen getätigt. Überdies bremst die allmähliche Alterung der Gesellschaft den Möbelabsatz. Anhaltend günstig werden sich wohl der Versand- und Internethandel entwickeln. Dagegen dürfen Bücher, Schuhe und Uhren unter dem Durchschnitt des Einzelhandels zurück bleiben.

Der Einzelhandel zählt zu den wandlungsfähigsten Wirtschaftsbranchen. Immer wieder neue Herausforderungen wie die Schnellebigkeit vieler Konsum- und Modetrends, Schmuck- und Sportwaren sowie disruptive Innovationen infolge neuartiger Unterhaltungs- und Mobilgeräte müssen gemeistert werden. Gleichwohl fordert die gegenwärtige Digitalisierung mit all ihren Facetten die Einzelhändler wie kein Megatrend zuvor. Zwei Beispiele zeigen die Tragweite:

<sup>2</sup> Vgl. HDE/HB. Konsumbarometer. Juni 2018. S. 11-13.





- Zum einen die Tatsache, dass die Digitalisierung vor der Ladenkasse nicht Halt macht und letztlich den Bezahlvorgang wohl völlig revolutionieren könnte.
- Zum anderen die Einschätzung, dass der traditionelle Einzelhandel aufgrund der Digitalisierung nicht automatisch vor dem Aus steht, sondern sich mittels modernisierter Vertriebsformate auch in der neuen Digitalwelt behaupten und dynamisch weiterentwickeln kann.

### IoT-Regal beendet Stau an Supermarktkasse, beschleunigt Informationsfluss und sammelt wertvolle Nutzer- bzw. Konsumdaten

Für Kunden endet der Einkauf im deutschen Einzelhandel immer noch mit dem traditionellen Bezahlvorgang an der Marktkasse. Bar- und Kartenzahlung sind ähnlich zeitaufwendig und das Schlange stehen in Supermärkten stresst. Aber mittlerweile erlauben innovative Technologien wie kontaktlose Karten und Apps auf Mobilgeräten den Händlern, den steigenden Ansprüchen und Bedürfnissen der Kunden gerecht zu werden. Die neuen Techniken sind für beide Seiten vorteilhaft: Händler, die solche Innovationen nutzen, erzielen schnellere Kassendurchlaufzeiten, weil nicht zuletzt zeitintensive Kleinbetragszahlungen entfallen, und dank steigender Käuferzufriedenheit eine mit der Zeit höhere Kundenfrequenz. Für Kunden bedeutet das kontaktlose und einfache bargeldlose Zahlen mehr Komfort, Zeitgewinn und auch Hygiene.<sup>3</sup>

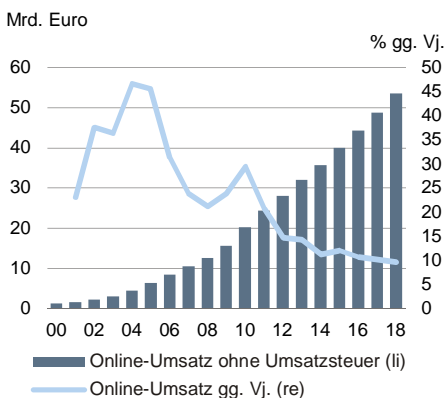
In Zukunft könnte der Check-out mit Bezahlvorgang noch sehr viel einfacher erfolgen, vorausgesetzt die Einzelhändler modernisieren ihre Läden mittels sogenannter Internet-of-Things (IoT)-Regale. Für die Händler hätte die Innovation IoT-Regal gleich mehrere Vorteile: Es identifiziert den potenziellen Kunden vor dem Regal, registriert ob und wieviel Produkte er entnimmt bzw. wieder zurücklegt, und es ermittelt stets automatisch und zeitnah den Warenwert des Einkaufskorbs. Der Händler ist immer real time über den Stand seines Warenangebots informiert, kann damit zeitnah logistisch reagieren und benötigt klassische Kassen allenfalls noch für konservative Käufer, die sich gegen Innovationen stemmen.

In Deutschland und Europa wirkt die europäische Datenschutzgrundverordnung, die Ende Mai 2018 in Kraft trat, hier wohl zunächst bremsend. Allerdings zeigt die Historie ähnlich komplexer und grundlegender technischer Herausforderungen, dass letztlich wohl auch mit Blick auf den Schutz personenbezogener Daten Lösungen gefunden werden dürften. Für den Kunden wäre es ein Vorteil, für den Einkauf nur noch sein Gesicht bzw. seine Biometrie zu benötigen, also auf Bargeld, Karte oder Smartphone verzichten zu können. Das moderne IoT-Regal nutzt lediglich die Vektorstruktur seines Gesichts zur Identifikation und Informationsverarbeitung.

Aufgrund der besonderen Sensibilitäten deutscher/europäischer Verbraucher und Gerichte besteht die Gefahr, dass heimische IT-Unternehmen zwar die neue Technologie erfunden und marktreif gemacht haben, dass aber deren praktische Nutzung zuerst in Regionen/Ländern erfolgt, in denen der Schutz persönlicher Daten weniger restriktiv interpretiert wird – zuvorderst in dem IT-Lösungen sehr viel offener begegnenden asiatischen Raum. Denkbar ist es selbst im bevölkerungsreichen China, das schon heute über ein modernes E-Commerce verfügt und bis 2025 technologisch in vielen weiteren Wirtschaftsfeldern führend sein möchte. Kurzfristig bremst die DSGVO Europa zwar bei der Anwendung der neuen Technologie, mittel- und längerfristig könnten sich die Sicherheitsstandards aber durchsetzen und Europa zum Vorteil gereichen.

Online-Umsatz in D steigt weiter

3



Quellen: Statistisches Bundesamt, HDE

<sup>3</sup> Zu Details vgl. HDE/girocard. Kontaktlose Zahlungen akzeptieren. Eine Anleitung für Händler. 29.12.2017.



## Multichannelhändler mit Zukunftschancen trotz Expansion des Online-Handels, digitaler Herausforderungen & Angriff der Big Techs

Seit Jahren expandiert der Online-Handel spürbar stärker als der klassische Einzelhandel. Auch 2018 schneiden die Online-Umsätze mit einem zu erwartenden Plus von 10% merklich besser ab als das stationäre Handelsgeschäft. Damit trägt der Online-Handel wesentlich zum nominalen Wachstum des gesamten Einzelhandels bei. Rund um die Digitalisierung haben sich mit Blick auf Angebot, Verfügbarkeit und Beratung vielfältige neue Möglichkeiten für den Online-Handel aufgetan, die zu den frühen Zeiten des Versandhandels noch nicht bestanden.

Das rapide und nachhaltige Wachstum des E-Commerce inspiriert nicht nur traditionelle Händler. Es findet auch das Interesse neuer innovativer Unternehmer. Die globale Expansion von Amazon hätte ohne die visionäre Kraft seines Managements nicht stattgefunden. Dabei war die steigende Amazon-Konkurrenz, die mittlerweile auch in Deutschland spürbar ist, nur ein Anfang. In letzter Zeit haben auch andere Größen der neuen Digitalwelt das E-Commerce als Wachstumsmarkt identifiziert; und versuchen in der neuen Handlungswelt dauerhaft Fuß zu fassen und für eigenes Wachstum zu nutzen.

Die Tatsache, dass sich heute nicht alle Internetgrößen gleichzeitig in Deutschland im E-Commerce versuchen, sollte nicht fehlinterpretiert werden. Wenn sich nämlich gegenwärtig Google an JD.com beteiligt, um in China zu expandieren, oder bereits zuvor mit der französischen Supermarktgröße Carrefour eine Partnerschaft vereinbarte, um im Nachbarland voranzukommen, sind dies ernste Vorzeichen auf Entwicklungen im Handel, die in nicht allzu ferner Zukunft auch für neuen und mehr Online-Wettbewerb in Deutschland sprechen. Indem Internetgrößen gezielte Partnerschaften mit lokal fokussierten Adressen eingehen, öffnen sich ihnen deren Nutzerdaten auf den lokalen Handelsmärkten. Und diese können sich als wertvolles Fundament für eine künftige Vorwärtsstrategie erweisen. Der Datenpool kann nämlich die Basis für eine Optimierung von Lieferketten, Sortimentspflege sowie kundenpräferenzorientierte Marketinginitiativen bilden.

Die HDE-Konjunkturumfrage<sup>4</sup> kommt zu dem Ergebnis, dass größere Unternehmen die Einzelhandelskonjunktur besser einschätzen als kleinere Einzelhändler. Hinzu kommt, dass die ursprünglich dem stationären Handel entstammenden Multichannelhändler, die in den letzten Jahren zusätzlich zu ihrem stationären Geschäft auch den Online-Handel gezielt ausgebaut haben, 2018 mehrheitlich (nämlich mit 57%) günstigere Geschäfte erwarten als im Vorjahr. Beide Trends – der zur Größe und der zu Multichannelanbietern – dürften anhalten.

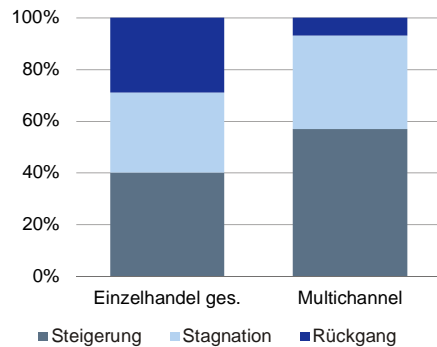
### In digitaler Welt ist Größe vorteilhaft

Kleinere Unternehmen haben in wichtigen Industriebranchen wie dem Maschinenbau dank ihrer raschen Wandlungsfähigkeit und hohen Flexibilität gute Überlebens- und Wachstumschancen. Im Gegensatz dazu aber geht im Einzelhandel der Trend seit Dekaden in die andere Richtung. Früher waren zuvorderst Kosten- und Effizienzgesichtspunkte die Treiber für Strukturanpassung im Handel. Heute ist es der Megatreiber Digitalisierung. Die neuen digitalen Möglichkeiten im Einzelhandel können nur erschlossen werden, wenn das Unternehmen ausreichend groß ist und damit die erforderliche Investitionskraft besitzt. Die seit Jahren zu beobachtende Schwäche kleinerer Händler – insbesondere in der Fläche – steigt wohl angesichts der neuen digitalen Herausforderungen weiter

Multichannel optimistischer als gesamter Einzelhandel

4

Anteil der Betriebe

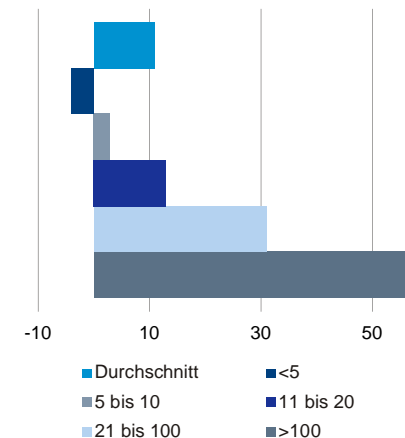


Quellen: HDE, Konjunkturumfrage 2018, Frühjahr

Umsatzerwartung steigt mit Größe der Einzelhändler

5

Salden aus %-Punkten "Steigerung" und "Rückgang"



Quellen: HDE, Konjunkturumfrage 2018, Frühjahr

<sup>4</sup> Vgl. HDE. Lage und Perspektiven im Einzelhandel. April 2018. S. 2/3.

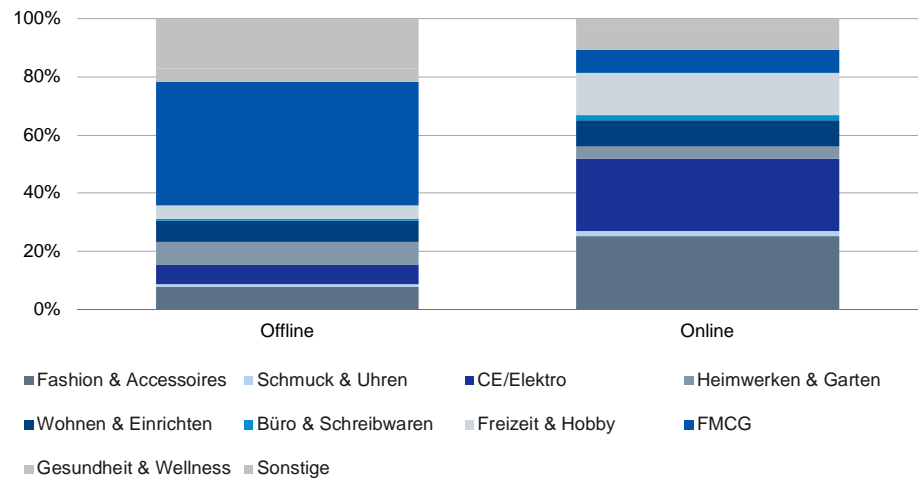


an. Treiber sind immer neue Wettbewerber im Internet, deren Waren durch öffentliche/private Dienste immer mehr auch auf dem Lande zugestellt werden.

Im Offlinehandel dominieren schnellelebige Konsumgüter und Online sind Fashion und Konsumelektronik gefragt

6

2017, Anteile der Konsumgruppen



Quelle: HDE, Online-Monitor 2018

Die Digitalisierung kann aber auch für kleine Franchisebetriebe in größeren Shoppingzentren in der Nähe städtischer Agglomerationen zur Investitionsfalle werden, wenn infolge der neuen digitalen Alternativen die Besucherzahlen im Einkaufszentrum abnehmen. Diese Gefahr addiert sich zu dem geschäftsspezifischen Risiko, dass sich der dem Franchise zugrunde liegende Konsum-/Produkttrend als schnell veraltender Hype entpuppt. Die Digitalisierung kann aber auch Basis neuer Produktideen und Franchisesysteme sein, also für Neuengagements sorgen.

### Multichannel ist eine intelligente Antwort auf digitale Gefahren

Während der Trend zu größeren Unternehmen im Einzelhandel bereits seit Dekaden zu beobachten ist, ist der Multichannel-Trend noch recht jung und eng mit der zunehmenden Digitalisierung aller Wirtschafts- und Handelsbereiche verbunden. Und er ist eine Reaktion auf den sich absehbar künftig noch intensivierenden Wettbewerb seitens der global agierenden Internetgrößen wie Amazon & Co. Was möglich ist, zeigt z.B. ein Unternehmen wie Zalando, das sich in einer Dekade von einem normalen Onlinehändler für Schuhe zu einem Multi-Modellanbieter mit Plattformzugang auch für Markenproduzenten weiterentwickelt hat.

Für den etablierten Einzelhandel kommt es darauf an zu erkennen, dass die Digitalisierung nicht nur Wettbewerbsgefahren birgt, sondern auch neue Chancen bietet, noch intensiver den sich ändernden Kundenwünschen zu genügen. Der gegenwärtige Erfolg der zu Multichannelhändlern aufgewerteten Supermärkte, die ihren Kunden neue Einkaufserlebnisse, Flexibilität und Variantenreichtum offerieren, zeigt, dass auch modernisierte alte Handelskonzepte durchaus überlebensfähig sind.

Künftig wird selbst der traditionelle Handel Kundeninformationen aktiver nutzen. Der smarte Einkaufsmarkt der Zukunft setzt wohl alle Techniken ein, um den



speziellen Kundenbedarf zu ermitteln und Käufe anzustoßen. Schon bald werden den Kunden intelligente Kameras durch den Laden begleiten und an dem von ihm ausgewählten Regal versorgt ihn personalisierte Werbung. Überdies motivieren intelligente Produktetiketten, die kommunizieren können, mittels dynamischer Preissetzung zum Kauf: Morgens locken sie Schnäppchenjäger, vor Ladenschluss „verticken“ sie frische Lebensmittel.

Digitalisierung und Onlinehandel, die in Zukunft an Bedeutung gewinnen, werden vielen Kundengruppen auch jenseits rein materieller Erwägungen helfen. Ältere können bequem online einkaufen, sparen also viel Aufwand, Zeit und Lebensenergie. Essenslieferanten können ihr Sortiment um Waren des Einzelhandels ergänzen. Und Kranken wie Diabetikern oder Allergikern offeriert der Supermarkt der Zukunft additive Informationen wie zuckerhaltig oder glutenfrei.

### Fazit: Lage im Handel anspruchsvoller, bleibt aber meisterbar

Die Demografie wird auf mittlere Sicht zu einer wirksamen Wachstumsbremse für den deutschen Einzelhandel. Und die Herausforderungen rund um die Digitalisierung nehmen flächendeckend weiter zu. Machen die Einzelhändler aber von ihrer Wandlungsfähigkeit sowie den Vorteilen der Digitalisierung noch unterschiedener Gebrauch, sollte trotz schärferen Wettbewerbs seitens Amazon & Co. doch ein auskömmliches Handelsgeschäft möglich sein.

Josef Auer (+49 69 910-31878, josef.auer@db.com)



## EZB: Spiel auf Zeit – und Spekulation auf Erholung

- Die EZB puffert ihre falkenhaften Schritte seit einiger Zeit mit taubenhaften Gegenmaßnahmen ab. In dieser Kunst hat sie jetzt ein neues Niveau erreicht. Sie will ihre Nettokäufe im Rahmen der QE zum Jahresende 2018 einstellen. Die Ankündigung war jedoch außerordentlich taubenhaft formuliert. So hieß es, die Verringerung der QE im vierten Quartal hänge davon ab, dass die Ausstiegskriterien auch im September noch erfüllt seien. Zugleich hat sich die EZB in ungewöhnlicher Weise darauf festgelegt, dass sie den Leitzins bis zum Sommer 2019 unverändert lassen wird. Der taubenhafte Kurs wurde einstimmig getragen.
- Angesichts der Richtung der Konjunkturdaten und der zunehmenden Makrorisiken hatten wir damit gerechnet, dass die EZB bei der Pressekonferenz eine ausgeglichene Botschaft verkünden werde. Die Zentralbank gab sich jedoch taubenhaft, weshalb wir den ersten Zinsschritt jetzt nicht mehr im Juni, sondern im September 2019 erwarten. Die Geldpolitik wird also frühestens in einem Jahr wirklich gestrafft. Dadurch verschafft sich die EZB ein Zeitfenster: Auch wenn sich die Konjunktur im Euroraum im Jahr 2018 vorübergehend verlangsamt, könnte sie sich danach wieder erholen, sodass dann der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik im kommenden Jahr im Konjunkturaufschwung stattfinden kann.
- Ein langsamerer Ausstieg der EZB erscheint angesichts der derzeitigen konjunkturellen Risiken angemessen. Nach einem enttäuschenden Wachstum von 0,4% gg. Vq. in Q1 prognostizieren wir immer noch eine Belebung auf 0,5% in Q2. Allerdings lassen unsere Modelle auf Basis der derzeit verfügbaren Daten nicht darauf schließen, dass sich die Konjunktur nach einem schwächer als erwarteten Q1 erholt. Derzeit deuten die Daten eher auf eine weitere Verlangsamung auf 0,3% bzw. eine möglicherweise unter der Trendrate liegende Expansion hin. Wir sind aber weiterhin der Auffassung, dass dies lediglich eine vorübergehende Delle sein sollte. Insgesamt bleiben die Treiber für die Konjunktur positiv; ein Beispiel wären die lockeren finanziellen Bedingungen.

Stimmungsindikatoren geben nach, Niveaus sind hoch

1



Quellen: IHS Markit, Eurostat, Macrobond, Deutsche Bank Research

### EZB: Eine weitere taubenhafte Straffung

Peter Praets Rede in der vergangenen Woche deutete bereits darauf hin, dass die EZB ihren Ausstieg aus der QE ankündigen werde. Wir hatten damit gerechnet, dass die EZB eine endgültige Entscheidung erst im Juli treffen werde. Dem war aber nicht so. Der Rat will die Nettokäufe im Rahmen der QE von derzeit EUR 30 Mrd. pro Monat auf EUR 15 Mrd. pro Monat im Schlussquartal reduzieren und dann zum Jahresende hin vollständig einstellen. Dieses Prozedere entspricht sowohl unseren als auch den Konsenserwartungen.

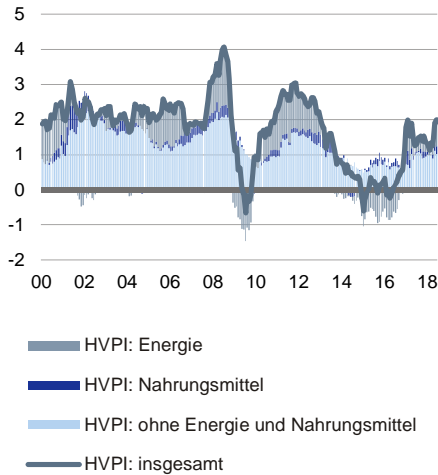
Die EZB hat zwar wie erwartet eine Beendigung der QE angekündigt, diese jedoch in taubenhaften Formulierungen verpackt. Wir hatten bereits in unserem „Preview“ darauf hingewiesen, dass eine frühere Ankündigung des QE-Ausstiegs nicht unbedingt auch eine raschere Beendigung des monetären Stimulus bedeutet. Dem Stand der Daten zufolge sind die Kriterien für einen QE-Ausstieg erfüllt. Die Richtung der Konjunkturdaten und der Anstieg der Makrorisiken mahnen jedoch zur Vorsicht. Die EZB bezeichnete die Konjunkturrisiken weiterhin als weitgehend ausgeglichen, führte aber neben der zunehmend protektionistischen Handelspolitik jetzt auch eine anhaltend hohe Finanzmarktvolatilität (ein indirekter Verweis darauf, dass die Entwicklung in Italien disruptiv wirken könne) als wichtiges Risiko an.



## Taubenhafte Elemente – erster Zinsschritt jetzt wohl im September 2019

### Eurozone: HVPI 2

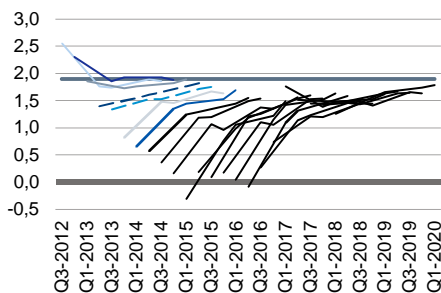
Gesamtinflationsrate, Komponenten, nsb., %-Punkte



Quellen: Eurostat, Haver Analytics LP, Deutsche Bank Research

### Inflationserwartungen normalisieren sich 3

HVPI, % gg. Vj. und SPF\* Erwartungsprofil



\* Survey of Professional Forecasters  
Quellen: EZB, Haver Analytics LP, Deutsche Bank Research

Mehrere taubenhafte Elemente der geldpolitischen Entscheidungen und der Pressekonferenz zeigten, dass der Rat vorsichtig vorgeht.

Erstens findet der Ausstieg aus der QE nur statt, wenn bestimmte Bedingungen erfüllt sind. Ob die Käufe ab September tatsächlich reduziert werden, hängt davon ab, ob die neuen Daten den mittelfristigen Inflationsausblick bestätigen. Dies steht mit dem in unserem „Preview“ beschriebenen ersten taubenhafte Szenario im Einklang: Die Ausstiegsriterien sind zwar derzeit erfüllt; damit die EZB ihre Käufe wirklich verringert, muss dies aber längerfristig der Fall sein.

Zweitens, und dies ist noch wichtiger, wurde die Forward Guidance der EZB taubenhafte formuliert. Zuvor hieß es, die Zinsen würden noch „längere Zeit“ und „weit“ über das Ende der Nettokäufe hinaus unverändert bleiben. Jetzt wurde ein klarer Zeitpunkt genannt: Die EZB geht davon aus, dass die Leitzinsen „mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden“, um sicherzustellen, dass die Inflation nachhaltig zum Zielwert zurückkehrt. Dies ist zweifelsohne eine taubenhafte Haltung. Es ist ungewöhnlich, dass sich die EZB vorab auf einen bestimmten politischen Kurs festlegt. Dies verrät etwas darüber, wie hoch die Nervosität im Rat ist. Die Festlegung wurde zudem ohne Vorbehalt getroffen; die Zinsen bleiben also anscheinend selbst dann unverändert, wenn sich die konjunkturelle Situation verbessern sollte.

Aufgrund dieses deutlichen Signals rechnen wir jetzt erst später mit dem ersten Zinsschritt. Ende Juli 2019 könnte das Kriterium zwar erfüllt sein, dass die Leitzinsen noch „über den Sommer“ unverändert bleiben sollen; für eine Anhebung müssten die Daten jedoch gut ausfallen. „Über den Sommer“ dürfte wohl eher auf den September 2019 hindeuten. Wir hatten ursprünglich mit einer ersten Leitzinsanhebung im Juni 2019 gerechnet (Einlagensatz + 20 Bp., Refinanzierungssatz + 25 Bp.). Jetzt erwarten wir den ersten Zinsschritt für September 2019 und danach Erhöhungen in Abständen von sechs Monaten. Der zweite Schritt stünde dann im März 2020 an. Auch bei einer solchen Verschiebung würde der erste Zinsschritt noch vor dem Ende von Draghis Amtszeit Ende Oktober 2019 erfolgen.

Drittens sagte Draghi, der Rat habe seine Entscheidung einstimmig getroffen und sich insbesondere einstimmig auf die verschiedenen Elemente des eher taubenhafte Kurs festgelegt, nämlich die Entscheidung zum Tapering der QE ggf. zu überdenken, die Zinsen ggf. über den kommenden Sommer hinaus unverändert zu lassen, ggf. länger Reinvestitionen durchzuführen usw. Das Rahmenwerk für die Geldpolitik ist insgesamt asymmetrisch: Bei stärkeren Daten wird die Geldpolitik nicht rascher gestrafft, bei schwächeren könnte sie jedoch gelockert werden. Über Zinsanhebungen wurde nicht diskutiert.

## EZB kauft sich Zeit für eine Konjunkturerholung nach der jüngsten Verlangsamung

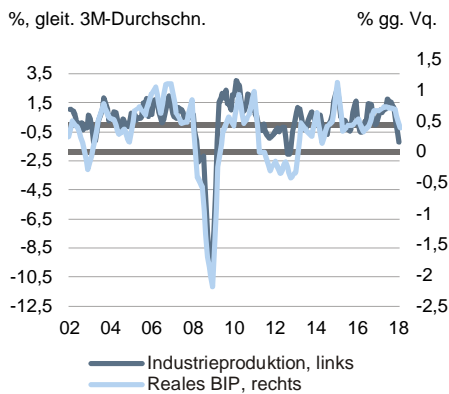
Sofern das Makroumfeld günstig bleibt – wovon sowohl die EZB als auch wir in unserem Basisszenario ausgehen –, wird die QE in Q4 verringert und eine Straffung der Geldpolitik erfolgt im Spätsommer 2019. Die Geldpolitik wird frühestens in einem Jahr wirklich gestrafft. Dadurch verschafft sich die EZB ein Zeitfenster: Auch wenn sich die Konjunktur vorübergehend verlangsamt, könnte sie sich danach wieder erholen, sodass dann der Ausstieg aus der expansiven Geldpolitik im kommenden Jahr im Konjunkturaufschwung stattfinden kann.



## Turbulenter Sommerauftakt

Industrieproduktion deutet auf schwächeres BIP-Wachstum in Q2

4

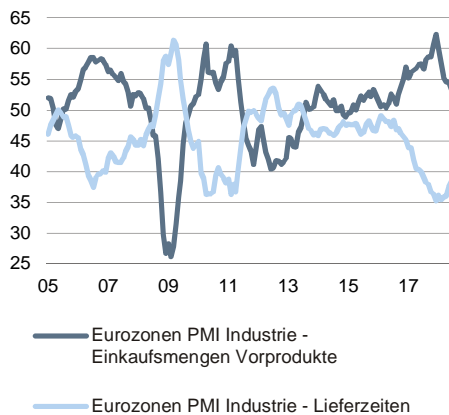


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Eurozonen PMI Industrie - Lieferzeiten haben ihren Höhepunkt überschritten

5

sb., 50 = keine Veränderung gg. Vm.



Quellen: IHS Markit, Deutsche Bank Research

Wir erwarten eine Wachstumsbelebung auf 0,5% gg. Vq. in Q2. Bisher deuten die Daten jedoch auf eine Expansion um 0,3% hin, was unter der Potenzialrate liegen könnte. Wenn das Wachstum unter der Trendrate verharrt, dürfte der Preisdruck (der soeben erst eingesetzt hat) wieder abklingen, statt sich zu verstärken. Die Lieferzeiten im Einkaufsmanagerindex sind ein gutes Beispiel. Sie haben ihren Höchststand erreicht, was dafür spricht, dass sich die zugrundeliegende Produzentenpreis-inflation vorerst nicht weiter beschleunigen wird.

Trotz der schwachen Wachstumssignale deuten jedoch (a) die Daten nicht auf einen richtiggehenden Wendepunkt im Konjunkturzyklus hin und sprechen (b) die Makrofundamentaldaten (z.B. weiterhin akkommodierende finanzielle Bedingungen) nach wie vor für ein kräftiges Wachstum. Die EZB hat sich Zeit für den Fall gekauft, dass möglicherweise keine rasche Erholung stattfindet.

### BIP-Wachstum im Euroraum in Q2: Stärkere Volatilität

Monatliche Umfragedaten deuten darauf hin, dass sich die Konjunkturverlangsamung des Q1 in Q2 fortsetzt. Damit entstehen Risiken für unsere Prognose, dass nach einem enttäuschenden Wachstum von 0,4% gg. Vq. in Q1 mit einer leichten Erholung auf 0,5% gg. Vq. in Q2 zu rechnen ist. Unsere Modelle für die Schätzung der aktuellen Lage, die anhand der monatlichen Daten ein BIP-Wachstumsprofil in Echtzeit erstellen (vgl. dazu einen früheren Artikel), deuten auf ein Wachstum von 0,3% gg. Vq. in Q2 hin. Zahlreiche volatile Faktoren könnten das BIP dämpfen, z.B. die ungewöhnlich milde Witterung im April, die Lage des Osterfests und eine ungewöhnliche Häufung von Feiertagen im Mai in Ländern wie Deutschland und Frankreich. Wir sind daher zuversichtlich, dass die konjunkturelle Schwäche im Euroraum nicht von Dauer sein sollte. Dennoch lässt sich das Gefühl nicht abschütteln, dass der Höhepunkt der Konjunkturerholung hinter uns liegt.

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

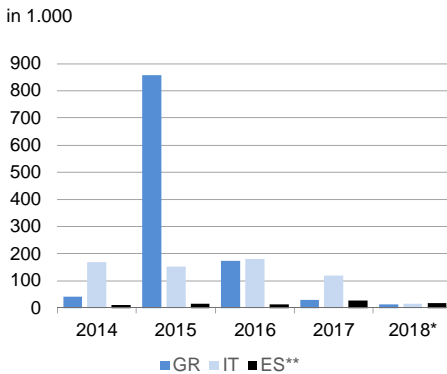
Clemente De Lucia (+44 20 754-11411, clemente.delucia@db.com)

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



## CDU/CSU: Einigung in letzter Minute

In Mittelmeerländern auf dem Seeweg  
angekommene Flüchtlinge u. Migranten **1**



\* 1. Januar bis 1. Juli;  
\*\* Spanien einschließlich Zuwanderung auf dem Landweg

Quelle: UNHCR

Die Spitzen von CDU und CSU haben sich gestern Abend auf einen Kompromiss in der Asylfrage geeinigt. Zur „besseren Ordnung, Steuerung und Verhinderung von Sekundärmigration“ sind nun drei Punkte vorgesehen. Der wichtigste Baustein ist der Aufbau von sogenannten Transitzentren an der deutsch-österreichischen Grenze, aus denen Asylbewerber, für deren Verfahren andere EU-Länder zuständig sind, direkt wieder zurückgeschickt werden können. Für Horst Seehofer ist dieser Kompromiss so weitreichend und wirkungsstark, dass er seinen Posten als Innenminister weiter ausüben wird, wie er gestern mitteilte.

Der Kompromiss zeigt freilich erst recht, dass die Regierungskrise in Deutschland zuletzt immer weniger mit einer Kontroverse über den asylpolitischen Kurs zu tun gehabt hatte. Die Beschlüsse des EU-Gipfels von letzter Woche haben genau für ein solches Vorgehen den politischen Rahmen geschaffen. Das Communiqué des Rates wird von einem deutlich skeptischeren Ton hinsichtlich der Migrationsfolgen für die EU getragen – wozu sicherlich auch der innenpolitische Druck in Deutschland beigetragen hat – und adressiert sowohl die Bedenken der Länder an den Außengrenzen der EU über den Strom von Asylsuchern als auch die anderer Mitgliedsländer über eine ungeordnete Binnenwanderung von Asylsuchenden im Schengenraum. Während europäische Lösungen nach dem Wunsch von Kanzlerin Merkel Priorität haben sollen – eine Position, in der Merkel während des Koalitionsstreits von ihrer Partei ausdrücklich bestärkt wurde –, sehen die EU-Schlussfolgerungen gleichzeitig vor, dass Mitgliedstaaten notwendige Maßnahmen gegen Binnenwanderung in enger Abstimmung mit den Partnern ergreifen können. Reine, unilaterale Maßnahmen ohne Abstimmung mit den EU-Partnern sind nach dem CDU/CSU-Kompromiss auch jetzt nicht vorgesehen, vielmehr sollen die Zurückweisungen auf Grundlage einer Vereinbarung mit Österreich stattfinden. Innenminister Seehofer kann nun bereits auf der nächste Woche anstehenden Sitzung der EU-Innenminister, die zum ersten Mal unter österreichischem EU-Vorsitz tagt, sein politisches Gewicht für entsprechende bilaterale Vereinbarungen einsetzen.

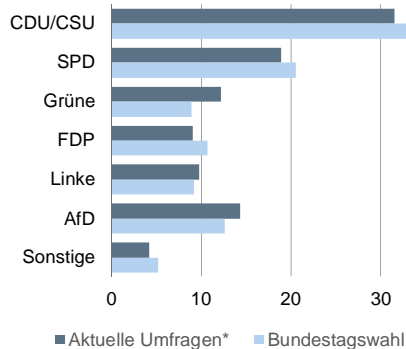
Die Einigung zwischen Merkel und Seehofer wurde auch auf Druck aus den eigenen Reihen, v.a. der CDU/CSU-Fraktion im Bundestag, erreicht. An einem Auseinanderbrechen der Fraktionsgemeinschaft und der damit verbundenen Schwächung der politischen Mitte bestand trotz inhaltlicher Differenzen auf verschiedenen Politikfeldern kein Interesse. Auch die CSU-Führung konnte in einer weiteren Zuspitzung der politischen Lage keine Vorteile für die Partei bzw. die anstehende Landtagswahl erkennen. Zudem signalisierten Meinungsumfragen (Forschungsgruppe Wahlen), dass die CSU, auch wenn deren Forderungen geteilt wurden, doch als Verursacher eines Koalitionsbruchs mit entsprechend negativen Auswirkungen auf die deutsche Parteienlandschaft gesehen würden. Wählergewinne für die Landtagswahlen waren nicht erkennbar. Wie sich das zerrüttete Verhältnis zwischen Merkel und Seehofer auf die Kabinettszusammenarbeit auswirkt, bleibt abzuwarten. Bis zu den Landtagswahlen dürfte nun aber eher Ruhe an dieser Front herrschen.

In dem heute Abend tagenden Koalitionsausschuss muss nun noch die SPD dem Kompromiss zustimmen. Wir erwarten ein positives Votum, da sich der jetzige Kompromiss von dem (von der SPD abgelehnten) Vorschlag in 2015 insofern unterscheidet, als die Transitzentren nur für bereits registrierte Asylbewerber vorgesehen sind und nicht wie damals alle Asylsuchenden aufnehmen sollten.

Barbara Böttcher (+49 69 910-31787, barbara.boettcher@db.com)  
Dieter Bräuninger (+49 69 910-31708, dieter.braeuninger@db.com)

Aktuelle Stärke der Parteien &  
Ergebnis der Bundestagswahl 2017 **2**

Stand 30.06.2018, %



\* Durchschnitt der Ergebnisse jüngster Umfragen führender Meinungsforschungsinstitute (Allensbach, Emnid, Forsa, Forschungsgruppe Wahlen, Infratest dimap, INSA)

Quelle: Wahlrecht.de





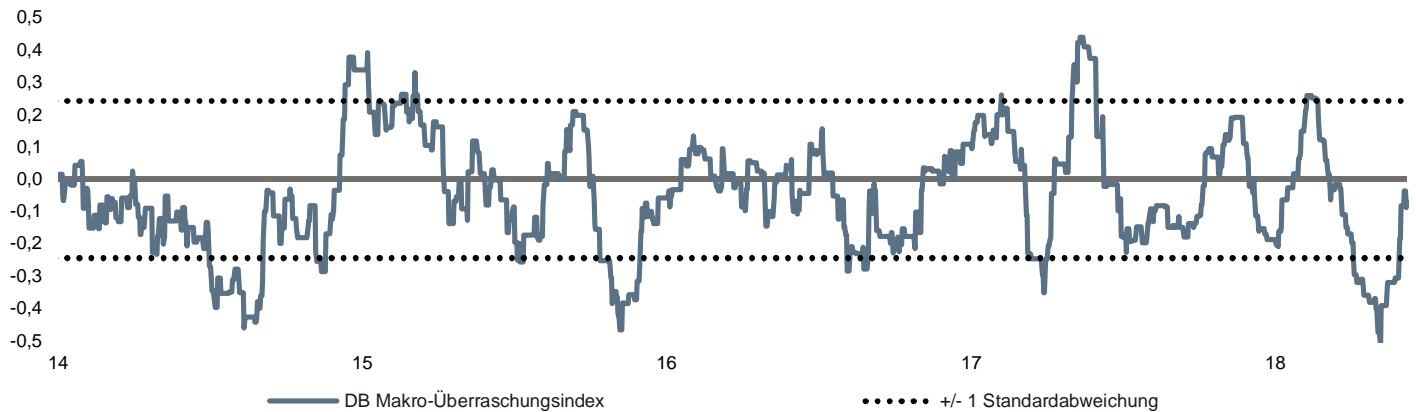
## Turbulenter Sommerauftakt

### 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

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

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.



## Turbulenter Sommerauftakt

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
5 Jul 2018	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Mai	1,1	-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	17,8	19,2
9 Jul 2018	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	-0,1	-3,1
9 Jul 2018	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	0,6	-1,3
24 Jul 2018	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juni	56,0	55,9
24 Jul 2018	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juni	54,4	53,9
25 Jul 2018	10:00	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juni	102,0	101,8
30 Jul 2018	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Juni	2,0	2,1
31 Jul 2018	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Mai	1,0	-2,1
31 Jul 2018	9:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juni	5,2	5,2

\*Ilt. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

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

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	1,875	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,26	1,00
Jun 18	1,875	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,26	1,00
Sep 18	2,125	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,50	0,05	0,75	1,50	0,15	1,25
Dez 18	2,375	-0,10	0,00	0,75	-0,75	-0,25	0,05	0,75	1,50	0,15	1,50

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	2,34	0,08	-0,33	0,68
Jun 18	2,34	0,08	-0,33	0,67
Sep 18	2,48	0,05	-0,30	0,55
Dez 18	2,73	0,05	-0,30	0,75

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,86	0,03	0,30	1,34
Jun 18	2,84	0,04	0,30	1,36
Sep 18	3,25	0,00	0,55	1,50
Dez 18	3,50	0,00	0,90	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	1,16	111,00	0,89	1,32	1,16	10,46	7,45	9,50	4,39	329,81	26,01
Jun 18	1,17	110,45	0,89	1,31	1,16	10,45		9,51	4,36	329,77	26,02
Sep 18	1,17	105,00	0,86	1,36	1,18	9,50		9,10	4,35	318,50	25,05
Dez 18	1,20	102,00	0,85	1,41	1,20	9,20	7,46	9,00	4,30	320,00	25,00

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



## Turbulenter Sommerauftakt

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	102,3	104,3	105,0	104,1	102,1	104,8	104,2	103,4	102,2	102,3	101,8
ifo Geschäftserwartungen	100,8	102,1	103,0	100,6	98,6	101,4	100,3	100,1	98,7	98,6	98,6
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	105,9	108,0	108,9	107,8	104,8	109,4	107,8	106,3	104,9	104,8	104,7
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	2,6		
ifo Bauhauptgewerbe	108,1	109,9	110,7	110,1	111,5	110,2	109,3	110,8	111,4	111,8	111,3
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	3,6	4,1	5,5	6,7	5,5	7,4	6,5	6,1	6,1	5,9	4,6
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,5	0,5	0,8	-0,6		-0,6	-0,1	0,2	1,6	-2,1	
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	2,6		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	60,5	62,0	64,3	62,6		21,5	19,4	21,6	19,0		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	5,7	5,7	5,5	5,4	5,2	5,4	5,4	5,3	5,3	5,2	5,2
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-45,3	-24,7	-54,7	-70,0	-40,0	-24,0	-21,0	-18,0	-8,0	-12,0	-15,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,4	1,5	1,4	1,4		1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	
ifo Beschäftigungsbarometer	102,6	103,3	104,0	104,8	103,8	105,5	105,0	103,9	103,3	104,1	104,0
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,6	1,7	1,6	1,4	1,9	1,4	1,2	1,5	1,4	2,2	2,1
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,4	1,5	1,3	1,3	1,2	1,3	1,4	1,3	1,0	1,5	1,2
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	2,8	2,7	2,5	2,0		2,1	1,8	1,9	2,0	2,7	
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	74,5
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	17,6	16,3	16,0	16,4	17,3	16,6	18,3	14,4	15,1	16,8	19,9
EC Unternehmensumfrage	11,4	10,2	14,2	15,0	13,8	16,3	14,5	14,2	14,6	12,1	14,6
<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	4,2	
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	-8,7		

% 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)

- „ Turbulenter Sommerauftakt ..... 3. Juli 2018
- „ 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 Koalitions-  
verhandlungen ..... 3. November 2017
- „ Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten .... 6. Oktober 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