



Deutschland

Nur moderater Rückgang des Leistungsbilanzüberschusses

6. September 2010

Die deutsche Wirtschaft profitiert derzeit vom äußerst dynamischen Welthandel. In Q2 sind die realen Güterexporte um über 20% gestiegen und das gesamtwirtschaftliche Wachstum erreichte mit einem Plus von 2,2% gegenüber dem Vorquartal einen neuen gesamtdeutschen Rekord.

Die deutsche Exportdynamik dürfte sich jedoch in H2 2010 und vor allem in 2011 spürbar abschwächen, da der internationale Lagerzyklus sowie die Nachholeffekte von in 2009 aufgeschobenen Investitionen langsam auslaufen und wohl auch die in wichtigen Absatzländern unterliegende konjunkturelle Entwicklung sich abschwächen wird.

Neben dieser zyklischen Entwicklung wird die stark exportabhängige deutsche Wirtschaft auch von den Anpassungen in den europäischen Krisenländern getroffen. Die Korrektur der Übertreibungen an den Immobilienmärkten sowie die teils drastischen Konsolidierungsprogramme werden die Importnachfrage dieser Länder auf längere Sicht massiv dämpfen.

Der Druck auf die deutsche Leistungsbilanz dürfte sich allerdings in Grenzen halten, da die Bedeutung der Problemländer für die deutsche Wirtschaft relativ niedrig ist, andere wichtige Absatzmärkte stabil sind sowie eine Kompensation durch die Schwellenländer, insbesondere in Asien, möglich ist.

Dennoch ist mittelfristig ein Abbau des hohen deutschen Leistungsbilanzüberschusses notwendig, denn die jüngste Krise hat gezeigt, dass vor allem strukturelle Fehlentwicklungen auf beiden Seiten die Ursache waren, d.h. nicht nur die Leistungsbilanzdefizite, sondern auch die entsprechenden Überschüsse. Alles in allem erwarten wir, dass der deutsche Leistungsbilanzüberschuss im laufenden Jahr zunächst noch von 5,0% auf knapp 5 ½% des BIP steigt, danach jedoch langsam abschmilzt. 2012 könnte er dann bei 4 ½% liegen.

www.
dbresearch.de

Autoren

Bernhard Gräf
+49 69 910-31738
bernhard.graef@db.com

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

Editor

Stefan Schneider

Publikationsassistentz

Manuela Peter

Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland

Internet: www.dbresearch.de

E-Mail: marketing.dbr@db.com

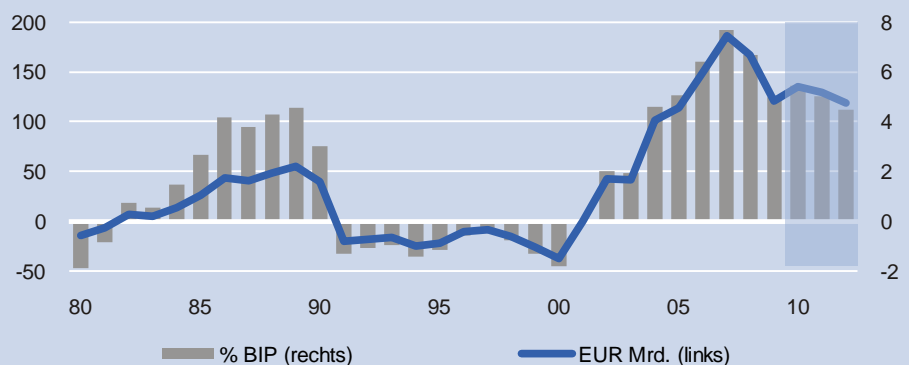
Fax: +49 69 910-31877

DB Research Management

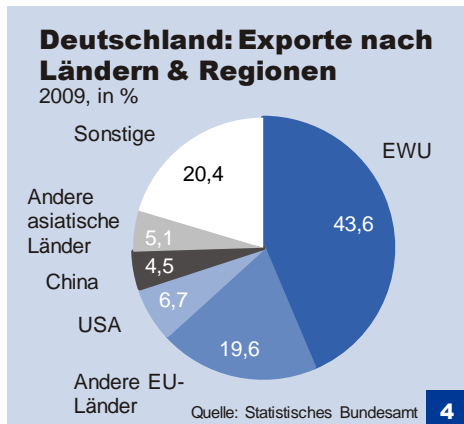
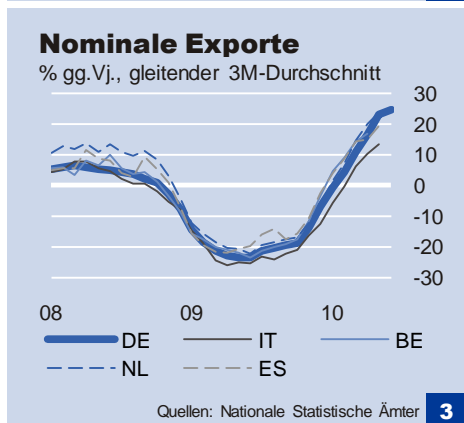
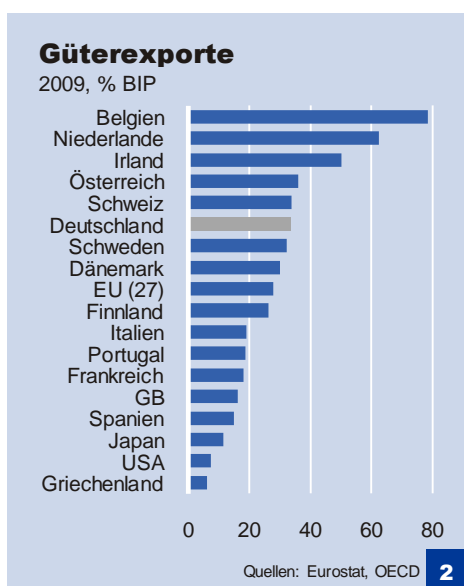
Thomas Mayer

Deutschland: Saldo der Leistungsbilanz

EUR Mrd. (links), % BIP (rechts)



Quelle: Statistisches Bundesamt



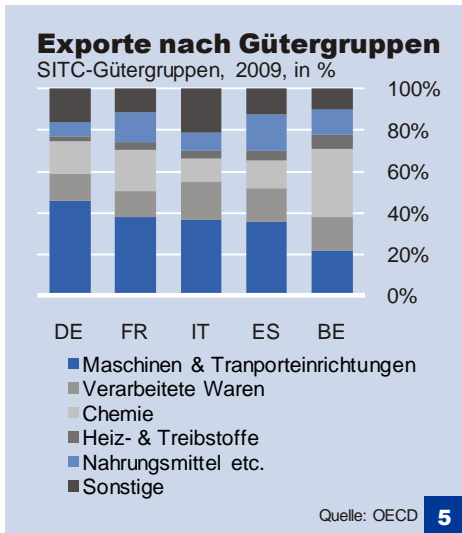
Die Finanzkrise und die nachfolgende tiefe globale Rezession haben die Verwundbarkeit der stark exportabhängigen Wirtschaft Deutschlands offengelegt und die Diskussion über die Notwendigkeit struktureller Anpassungen intensiviert. In Deutschland war die reale Wirtschaftsleistung, insbesondere aufgrund des drastischen Einbruchs des Exports sowie der stark exportabhängigen Investitionen, im vergangenen Jahr um 4,7% gesunken. Der Wachstumseinbruch, der stärkste in der Nachkriegszeit, war fast doppelt so stark wie in den USA und wurde in der Eurozone in nennenswertem Umfang nur von den kleineren Ländern Finnland und Irland übertroffen.

Der Länder- und Warenmix macht's

Der Grad der Offenheit der deutschen Wirtschaft hat dabei sicherlich eine große Rolle gespielt. Der Anteil der deutschen Güterexporte am BIP betrug 2009 gut 33% und wurde unter den größeren Euroländern nur von Belgien (79%) und den Niederlanden (63%) übertroffen. Es überrascht, dass obwohl die nominalen Exporteinbrüche in der Eurozone nahezu gleich waren, die Rückgänge des realen BIP in diesen Ländern – trotz ihres hohen Exportanteils – deutlich geringer als in Deutschland ausgefallen sind. Dabei spielte die Güterstruktur und deren Preiselastizität eine wesentliche Rolle.

So kann die Nachfrage nach langlebigen Industriegütern relativ leicht aufgeschoben werden. Entsprechend ist ihr Absatz während der Krise besonders stark eingebrochen. Während die gesamte nominale Ausfuhr in Deutschland 2009 um fast 18 ½% schrumpfte, ging die Ausfuhr von Maschinen und Transportausrüstungen um ein Viertel zurück. Maschinen und Transportausrüstungen machen aber fast die Hälfte des deutschen Exports aus, während ihr Anteil in Belgien und den Niederlanden nur rund 22% bzw. 27% betrug. Im Vergleich mit Deutschland weisen diese Länder dagegen mit rund 10% bzw. 12% fast doppelt so hohe Anteile an Nahrungsmitteln auf. Die Niederlande verfügt zudem mit gut 12% in der EU über den höchsten Exportanteil von mineralischen Brennstoffen (Deutschland: 2%). Der Gütermix hat überdies einen hohen Einfluss auf die Reaktion der Exportpreise auf Nachfrageveränderungen. Die Preise für Nahrungsmittel und Konsumgüter reagieren in Bezug auf die Nachfrage wesentlich stärker als die Preise für Investitionsgüter. Zudem sind die Preise für Rohöl bzw. Gas 2009 um rund ein Drittel gesunken. Entsprechend führte der Nachfrageeinbruch zu einem Exportpreiserückgang bei Konsumgütern von gut 2 ½% in Deutschland, während die Exportpreise für deutsche Investitionsgüter während der Krise sogar noch um 1% zulegen konnten. Insgesamt sind die deutschen Exportpreise lediglich um 2% gesunken, die holländischen dagegen um über 8%. Das heißt, dass trotz der annähernd gleichen nominalen Exportrückgänge der für das BIP-Wachstum relevante reale Export in Deutschland wesentlich stärker gesunken ist.

Aber genauso wie Deutschland unter den größeren Industrieländern durch die globale Rezession mit am stärksten getroffen worden war, profitiert nun die deutsche Wirtschaft auch überproportional von der wiedererstarteten Weltkonjunktur bzw. dem Welthandel. Deutschland verfügt genau über die Palette von Produkten, die besonders von den jetzt wieder dynamisch wachsenden Schwellenländern nachgefragt werden und deren Käufe in 2009 vielfach aufgeschoben wurden. Die Auftragseingänge, insbesondere aus dem Ausland, sind seit ihrem Tiefstand im Frühjahr 2009 wieder um fast 40% gestiegen und die Exporte liegen rund 30% über ihrem Vorjahresniveau. Zudem sorgt der in Deutschland im Vergleich zu anderen europäischen Ländern schwächere Exportpreisanstieg dafür, dass bei in etwa gleichem nominalem Exportanstieg die aus dem Export resul-

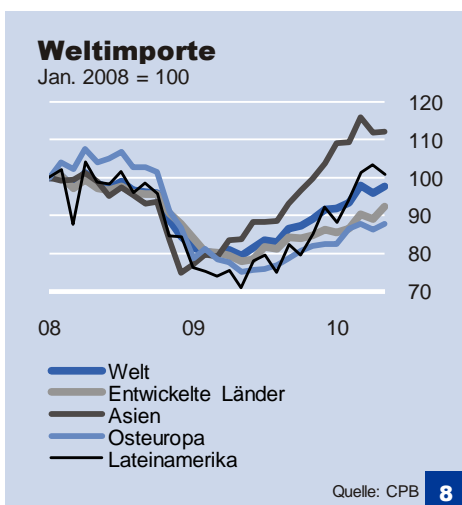
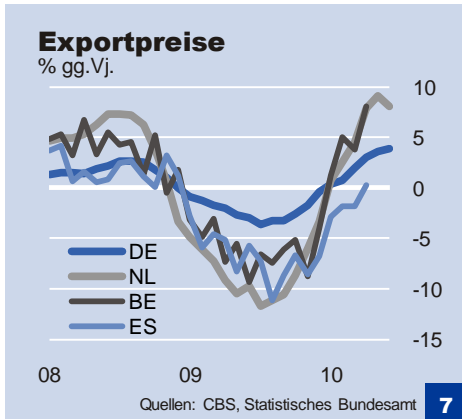


Güterexporte

Nach VGR, 2009, % gg. Vj.

	Deutschland	Niederlande
Nominal	-18,6	-16,4
Preise	-2,4	-8,3
Real	-16,5	-8,9

Quellen: CBS, Statistisches Bundesamt **6**



tierenden Wachstumsimpulse in Deutschland stärker als in den Niederlanden sind. So sind die Exporte in Q2 in beiden Ländern nominal um rund 24 ½% gestiegen. Während sich die niederländischen Exportpreise allerdings um 8 ½% erhöhten, nahmen sie in Deutschland lediglich um 3 ½% zu. Entsprechend legten die niederländischen Exporte in realer Rechnung lediglich um etwa 15% zu, während die deutschen um 20 ½% stiegen. Alles in allem dürfte die reale Ausfuhr von Gütern und Diensten im Gesamtjahr 2010 um 12% steigen und das reale BIP um rund 3 ½% zulegen. Deutschland wäre damit Wachstumsspitzenreiter in der Eurozone.

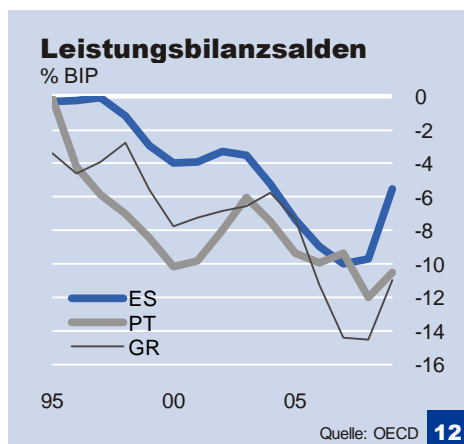
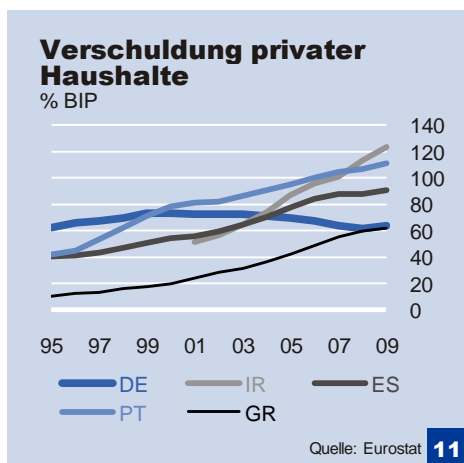
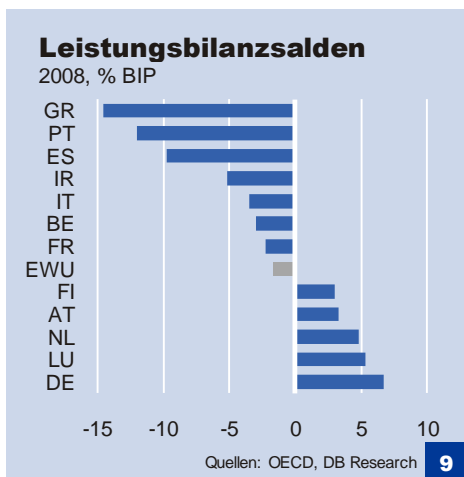
Verbesserungen derzeit vor allem zyklischer Natur

Ist damit die Krise überwunden und haben wir wieder „business as usual“? Wohl kaum, denn die derzeit günstige Entwicklung ist vor allem zyklischer Natur und überwiegend der kräftigen Importnachfrage der asiatischen Schwellenländer geschuldet. Diese liegt heute schon wieder gut 10% über ihrem Vorkrisenniveau. Dagegen stellen die aus den Krisen resultierenden notwendigen strukturellen Anpassungen in vielen europäischen Ländern die deutsche Wirtschaft mittelfristig vor erhebliche Herausforderungen. Lagen doch ihre Ursachen in den strukturellen Fehlentwicklungen und den daraus entstandenen Ungleichgewichten.

Zu diesen zählen nicht nur die hohen Leistungsbilanzdefizite, sondern auch die entsprechenden Leistungsbilanzüberschüsse. So war die Leistungsbilanz der Eurozone seit der Euroeinführung zwar im Durchschnitt in etwa ausgeglichen und wies lediglich in 2008 ein nennenswertes Defizit von 1,7% des BIP auf. Innerhalb der Eurozone gab es allerdings erhebliche Divergenzen. Im Jahr 2008 reichte die Spanne von Leistungsbilanzdefiziten im Umfang von gut 14 ½% des BIP in Griechenland, 12% in Portugal und fast 10% in Spanien bis zu einem Überschuss von 6 ¾% des BIP in Deutschland. Divergierende Leistungsbilanzentwicklungen sind zwar auch zyklisch bedingt, spiegeln aber vor allem die strukturellen Unterschiede bzw. Besonderheiten der Länder wider, wie beispielsweise den Immobilienboom im Falle Spaniens.

Ursachen der Krise: strukturelle Fehlentwicklungen und arglose Finanzmärkte

Niedrige Zinsen infolge der Zinskonvergenz im Vorfeld der Euroeinführung und der Zinssenkungen der EZB von 2001 bis 2003 sowie eine oft lockere Fiskalpolitik führten in vielen Ländern der Eurozone zu einer kräftig steigenden Kreditnachfrage von privater und staatlicher Seite mit entsprechenden Effekten auf die Immobiliennachfrage und Hauspreise. Der private Konsum wurde zusätzlich durch Vermögenseffekte getrieben, was das Wirtschaftswachstum und die Importnachfrage förderte und zu hohen Leistungsbilanzdefiziten führte. Prominente Beispiele hierfür sind die USA und in der Eurozone Irland und Spanien. In Spanien stieg die Verschuldung der privaten Haushalte von rund 50% des BIP in 2000 bis Ende 2008 auf etwa 90% an, die Hauspreise erhöhten sich im gleichen Zeitraum um 145%, der private Konsum expandierte wie das reale BIP um durchschnittlich 3 ½% p.a. und das Leistungsbilanzdefizit, 1999 noch bei knapp 3% des BIP, weitete sich auf rund 10% des BIP aus. Dazu trug auch die Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit bei. So sind in Spanien die Lohnstückkosten im verarbeitenden Gewerbe von 2000 bis 2008 um 25% gestiegen, während sie in Deutschland um gut 10% zurückgingen. Entsprechend expandierten die spanischen Exporte in diesem Zeitraum im Vergleich zum Welthandel bzw. den deutschen Exporten unterdurchschnittlich. Ähnliche Entwicklungen gab es auch in Portugal, Griechenland und Irland. An den Finanzmärkten wurden diese Fehlentwicklungen ig-



noriert, so dass es nicht zu einem Anstieg der Risikoaufschläge beispielsweise für Staatsanleihen der Problemländer kam.

In Deutschland dagegen gab es keinen monetären Schub durch die Währungsunion und entsprechend keine übermäßige Kreditnachfrage. Im Gegensatz zu vielen anderen europäischen Ländern verringerte sich die Verschuldung der deutschen privaten Haushalte sogar von 73% auf 63% des BIP. Entsprechend verlief die Entwicklung am Immobilienmarkt äußerst gedämpft und die Lohnzurückhaltung erhöhte die preisliche Wettbewerbsfähigkeit, was den Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands in 2007 auf den Rekordwert von fast EUR 190 Mrd. oder 7,7% des BIP trieb.

Anpassungen in den Defizitländern in vollem Gange ...

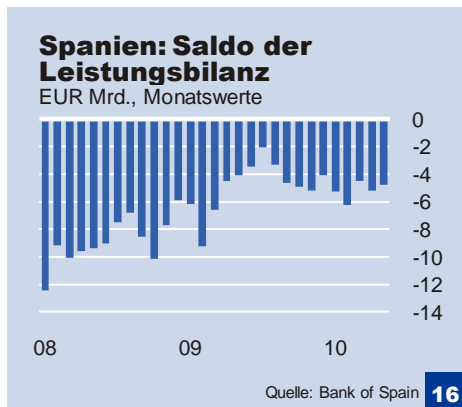
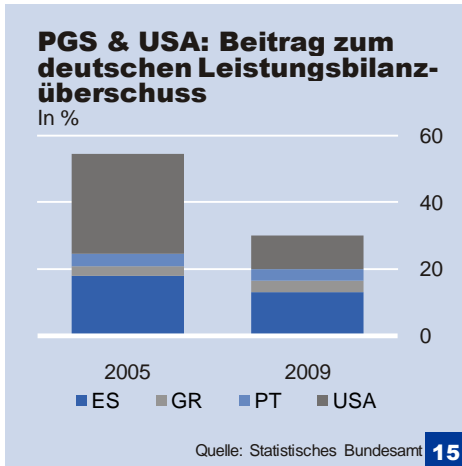
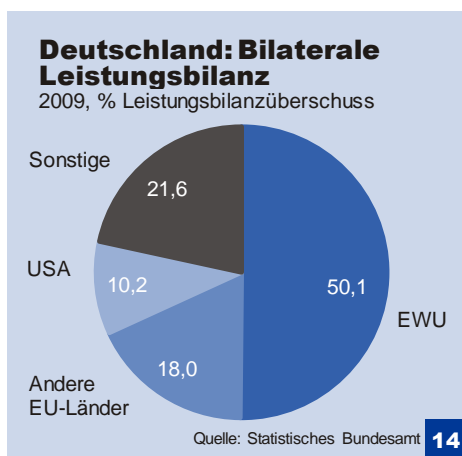
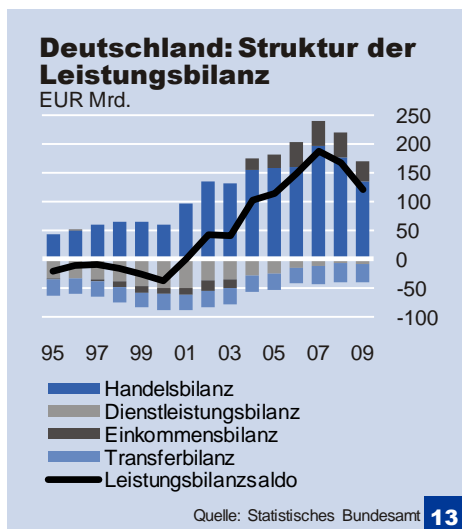
Mit dem Platzen der Immobilienblasen, den Bereinigungen am Wohnungsmarkt und den geplanten bzw. in vielen Ländern der Eurozone schon eingeleiteten Konsolidierungsmaßnahmen, insbesondere in den Problemländern Griechenland, Portugal, Spanien und Irland, sind die Anpassungen in den europäischen Leistungsbilanzen schon in vollem Gange. So hat sich beispielsweise das spanische Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr schon um 4,2% des BIP zurückgebildet und der griechische Fehlbetrag ist um 3,6% gesunken. Kaum wahrgenommen von den Märkten ist das früher als das „Damoklesschwert“ für die Weltwirtschaft bezeichnete amerikanische Leistungsbilanzdefizit im vergangenen Jahr weiter um 2%-Punkte geschrumpft und betrug nur noch 2,7% des BIP, gegenüber noch 6% in 2006. Angesichts der Konsolidierungsanstrengungen ist damit zu rechnen, dass die Leistungsbilanzdefizite der europäischen Problemländer weiter sinken. Ist damit ein rascher Abbau des deutschen Überschusses, mit entsprechenden Wachstumsdämpfungen verbunden? Wohl nur bedingt.

... Druck auf deutsche Exportwirtschaft hält sich aber noch in Grenzen

Ungeachtet dieses Drucks von außen würde eine ausgewogenere gesamtwirtschaftliche Entwicklung über eine stärkere Binnenwirtschaft die Verwundbarkeit durch externe Entwicklungen reduzieren. Von 2000 bis 2008 trug der Nettoexport durchschnittlich fast zwei Drittel zum Wirtschaftswachstum von 1,5% p.a. bei. In manchen Jahren, wie beispielsweise in 1994 und 1995, wurde das Wachstum sogar vollständig vom Außenbeitrag bestimmt. In den Jahren nach der Wiedervereinigung bis 1999 war es dagegen nahezu ausschließlich die Binnenwirtschaft. Mit Blick auf die schrumpfenden Leistungsbilanzdefizite der Problemländer der Eurozone hält sich der Anpassungsdruck auf die deutsche Wirtschaft allerdings derzeit noch in engen Grenzen. So ist die Bedeutung der Problemländer, d.h. der Länder mit sehr hohem Konsolidierungsbedarf und hohen Leistungsbilanzdefiziten, für die deutsche Exportwirtschaft relativ gering. Zudem erscheint eine (teilweise) Kompensation durch andere außereuropäische Länder (insbesondere Asien/China) möglich, und die Anpassungen in für den deutschen Export wichtigen europäischen Zielländern (wie beispielsweise Frankreich, Österreich, Schweiz und Großbritannien) werden wohl nur sehr moderat ausfallen.

Deutscher Leistungsbilanzüberschuss schmilzt nur langsam

Der deutsche Leistungsbilanzüberschuss dürfte im laufenden Jahr zunächst noch auf EUR 130 Mrd. oder 5 ¼% des BIP steigen. Bis 2012 könnte er dann auf 4 ½% des BIP sinken. Alles in allem dürfte sich der daraus resultierende Anpassungsdruck für die deutsche Wirtschaft insgesamt zunächst in engen Grenzen halten.



Fakten und Einschätzungen

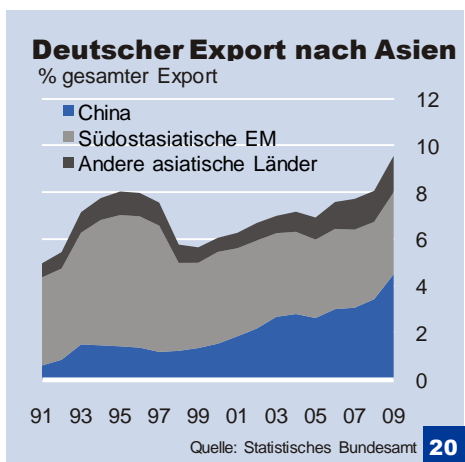
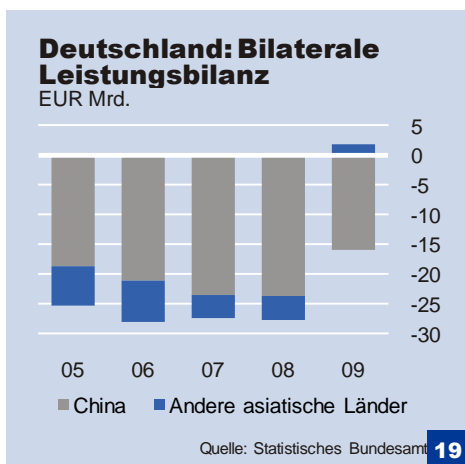
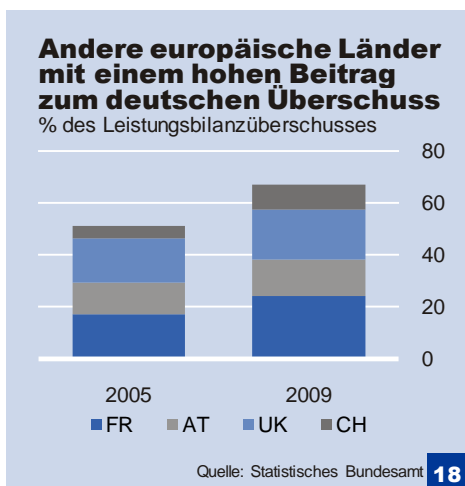
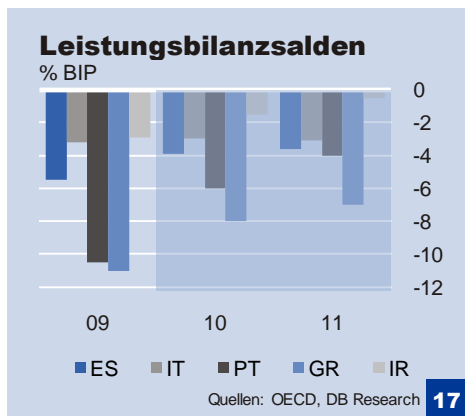
1. Seit 2000 Überschüsse in deutscher Leistungsbilanz

Nach vor allem wiedervereinigungsbedingten Fehlbeträgen schließt die deutsche Leistungsbilanz seit 2000 wieder mit Überschüssen, die 2007 mit fast EUR 190 Mrd. oder 7,7% des BIP einen Rekordstand erreichten. Bis 2009 hat sich der Überschuss auf EUR 120 Mrd. oder 5% des BIP zurückgebildet. In den ersten 6 Monaten dieses Jahres hat er sich allerdings wieder um fast EUR 12 Mrd. ausgeweitet. Treiber der Leistungsbilanz war die Handelsbilanz, deren Überschuss sich seit Anfang der 90er Jahre von rund EUR 10 Mrd. auf fast EUR 200 Mrd. in 2007 erhöht hat und den deutschen Exporterfolg widerspiegelt. So konnte Deutschland von 2003 bis 2008 den Titel des Exportweltmeisters erringen und wurde erst 2009 von China abgelöst. Seit 2004 schließt auch die Bilanz der Erwerbs- und Vermögenseinkommen mit einem positiven Saldo, während die Dienstleistungsbilanz weiter – wenn auch einen nur geringen – Fehlbetrag aufweist.

2. Bedeutung von „Problemländern“ hat abgenommen

Ein Blick auf die bilateralen Leistungsbilanzsalden zeigt, dass Deutschland im Jahr 2009 etwa 50% seines Leistungsbilanzüberschusses mit den Mitgliedsländern der Eurozone erwirtschaftet hat, 18% mit den anderen EU Ländern, rund 10% mit den USA und knapp 22% mit den übrigen Ländern. Die wichtigsten Zielländer für den deutschen Export sind in Europa Frankreich (gut 10% des Gesamtexports), die Niederlande und Großbritannien (jeweils 6 ¾%), Italien (6 ½%), Österreich und Belgien (rund 6%) sowie die Schweiz (4 ½%). Auf die Problemländer, d.h. die Länder in Europa mit hohem Konsolidierungsbedarf und entsprechend hohen Leistungsbilanzdefiziten (Spanien, Portugal, Irland und Griechenland), entfallen lediglich etwas mehr als 5% der gesamten deutschen Ausfuhr. Ihr Anteil am gesamten Leistungsbilanzüberschuss hält sich dementsprechend in engen Grenzen. Mit Spanien erwirtschaftete Deutschland 2009 13% seines Leistungsbilanzüberschusses, mit Portugal und Griechenland jeweils rund 3 ½%. Gegenüber Irland hatte Deutschland dagegen ein in den letzten Jahren zunehmendes Defizit. Selbst unter Hinzurechnung des bilateralen Leistungsbilanzüberschusses mit den USA (rund 10%) werden lediglich 30% des gesamten Überschusses durch diese Länder bestimmt. Zudem hat die Bedeutung der Problemländer schon merklich abgenommen. In 2005 entfielen schon auf die USA 30% des deutschen Leistungsbilanzüberschusses und einschließlich Spanien, Portugal und Griechenland, waren es sogar nahezu 55%. Kaum Veränderungen erwarten wir in der italienischen Leistungsbilanz, die 2009 mit einem Defizit von rund 3% des BIP schloss. Angesichts eines öffentlichen Fehlbetrags von „nur“ 5,3% des BIP in 2009 und eines nur moderaten Konsolidierungspfades in Richtung des Maastrichter Budgetkriteriums ist dies allerdings wenig überraschend.

Zudem ist festzustellen, dass das vor allem rezessionsbedingt hohe Tempo der Leistungsbilanzverbesserungen, insbesondere in den Problemländern, aber auch in vielen anderen europäischen Ländern, zuletzt merklich abgenommen hat bzw. die Verbesserung zum Stillstand gekommen ist. So hat sich das Leistungsbilanzdefizit in den ersten 5 Monaten dieses Jahres in Spanien nur noch um EUR 4,6 Mrd. verbessert, gegenüber einem Rückgang von fast EUR 20 Mrd. in der entsprechenden Vorjahresperiode. In Griechenland, Portugal und Italien schlossen die Leistungsbilanzen nahezu unverändert, und in Irland hat sich das Leistungsbilanzdefizit jüngst sogar wieder ausgeweitet. Alles in allem erwarten wir, dass sich das spanische Leistungsbilanzdefizit bis 2011 um weitere fast 2%-Punkte



auf dann -3,6% des BIP zurückbildet, das portugiesische Defizit um 6 ½%-Punkte auf -4% des BIP sinkt und der außenwirtschaftliche Fehlbetrag Griechenlands um 4%-Punkte auf -7% des BIP schrumpft. Diese Entwicklungen sollten zu nur mäßigem Druck auf die deutsche Leistungsbilanz führen.

3. Andere Handelspartner bedeutsamer

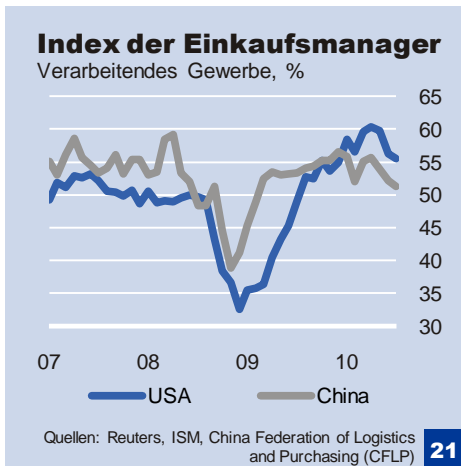
Im Vergleich zu den Problemländern sind für den deutschen Leistungsbilanzüberschuss andere europäische Länder wichtiger, deren Leistungsbilanzsalden relativ klein sind bzw. sich in den kommenden Jahren wohl kaum stark verändern dürften. Dazu gehören Frankreich, Österreich, die Schweiz und Großbritannien. Großbritannien hat zwar einen enormen Konsolidierungsbedarf. So lag das Defizit des öffentlichen Sektors 2009 bei gut 11% des BIP. Das Land wies allerdings 2009 nur einen Fehlbetrag in der Leistungsbilanz von etwas mehr als 1% aus. Ein nachhaltiger starker außenwirtschaftlicher Anpassungsdruck mit Auswirkungen auf die deutsche Leistungsbilanz besteht somit für Großbritannien nur sehr begrenzt. Mit den genannten Ländern erwirtschaftete Deutschland 2009 einen Leistungsbilanzüberschuss, der fast 70% des gesamten deutschen Aktivsaldos entsprach. 2005 waren es dagegen nur gut 50% gewesen. Entsprechend dürfte sich dieser Teil der deutschen Leistungsbilanz auch in Zukunft als stabilisierendes Element erweisen.

4. Kompensationen möglich

Die bilaterale Leistungsbilanz mit den asiatischen Schwellenländern ist chronisch defizitär, zeigt allerdings die Tendenz zur Verbesserung. Nach einem Rekorddefizit von fast EUR 30 Mrd. in 2006 hat sich der Fehlbetrag mit den asiatischen Ländern bis 2009 auf gut EUR 14 Mrd. in etwa halbiert. Dies ist auf ein sinkendes Defizit in den außenwirtschaftlichen Beziehungen mit China und der Aktivierung der bilateralen Leistungsbilanz mit den anderen asiatischen Schwellenländern zurückzuführen. Gerade diese Länder wachsen aber überdurchschnittlich stark, und Deutschland besitzt genau die Produktpalette, die diese Länder für ihre Entwicklung benötigen. So ist der Anteil von Maschinen und Transportausrüstungen an den gesamten deutschen Exporten in diese Länder mit etwa 60% überdurchschnittlich (Welt: 44 ½%), für China beträgt er sogar fast 70%. Für die deutschen Exporte hat die Bedeutung der asiatischen Länder merklich zugenommen. Seit Anfang der 90er Jahre hat sich der Anteil der Ausfuhren nach Asien auf fast 10% verdoppelt, wobei Chinas Anteil von rund ½% auf 4 ½% gestiegen ist. Damit sind die asiatischen Schwellenländer bedeutsamer als die USA geworden. Es bestehen gute Chancen für eine weitere Intensivierung der Handelsbeziehungen und damit zum weiteren Abbau des bilateralen Leistungsbilanzdefizits, was zur Stabilisierung des deutschen Leistungsbilanzüberschusses beitragen dürfte.

Fazit: Abbau des Leistungsbilanzüberschusses notwendig

Die außenwirtschaftlichen Anpassungen vieler Länder werden auch den Druck auf den deutschen Leistungsbilanzüberschuss verstärken. Allerdings dürfte sich dieser zunächst noch in engen Grenzen halten und der Aktivsaldo nur langsam abschmelzen. Eine Verringerung des Überschusses ist ohnehin für eine ausgewogenere gesamtwirtschaftliche Entwicklung notwendig und mit Blick auf die strukturellen Fehlentwicklungen in den vergangenen Jahren, die die Ursachen der jüngsten Krise waren, wichtig. Dazu gehört nicht nur die Korrektur der Leistungsbilanzdefizite, sondern auch der Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse. Die deutsche Wirtschaft steht damit vor erheblichen Herausforderungen. Auch auf kürzere Sicht er-



21

scheint uns die derzeitige Euphorie über die deutschen Export- und Wachstumserfolge übertrieben, da die derzeitige zyklische Exporterholung merklich an Schwung verlieren dürfte. Noch profitieren die deutschen Exporte von Lagerbestandsanpassungen, Nachholeffekten und der zugrunde liegenden konjunkturellen Nachfragebelegung, insbesondere in Asien/China. Lagerbestandsanpassungen und Nachholeffekte dürften aber schon auf kürzere Sicht auslaufen, und die jüngsten Indikatoren, wie beispielsweise die Befragungsergebnisse der Einkaufsmanager, signalisieren eine sich abschwächende Konjunktur in den USA und China, was sicherlich nicht ohne Wirkung auf die deutschen Exporte bleibt. Daher rechnen wir nach dem überaus starken zweiten Quartal mit einem nur noch moderaten Wachstum in H2 und in 2011 nur noch mit einer durchschnittlichen BIP-Zunahme von $1\frac{3}{4}\%$ nach $3\frac{1}{2}\%$ im laufenden Jahr.

Bernhard Gräf (+49 69 910-31738, bernhard.graef@db.com)

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

Deutsche Wohnimmobilien: Zu Recht wieder geschätzt? Nr. 491.....	3. September 2010
Obamas Gesundheitsreform: Mehr Versicherungsschutz, höhere Kosten Nr. 490.....	10. August 2010
Der Pirat in uns: In den Tiefen des Urheberrechts Nr. 489.....	16. Juli 2010
Immobilienmärkte in Asien: Keine erschreckenden Blasen – bisher! Nr. 488.....	5. Juli 2010
Betriebliche Altersversorgung: Raum für weitere Expansion Nr. 487.....	30. Juni 2010
Innovative Köpfe hat das Land! Vorhang auf ... Nr. 486.....	16. Juni 2010
OTC-Derivate: Grundlagen und aktuelle Entwicklungen Nr. 485.....	25. Mai 2010
Responsible Investments: Mehr als eine Modeerscheinung Nr. 484.....	17. Mai 2010
Nachhaltige Gebäude: Von der Nische zum Standard Nr. 483.....	11. Mai 2010

Unsere Publikationen finden Sie kostenfrei auf unserer Internetseite www.dbresearch.de
Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

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

© Copyright 2010. Deutsche Bank AG, DB Research, D-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 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority 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 Limited, Tokyo Branch, 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