



# Ausblick Deutschland

## Trendwachstum der Beschäftigung – auf längere Sicht negativ

1. August 2013

**Autoren**

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

Heiko Peters  
+49 69 910-21548  
heiko.peters@db.com

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

**Editor**

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG  
DB 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**

Ralf Hoffmann | Bernhard Speyer

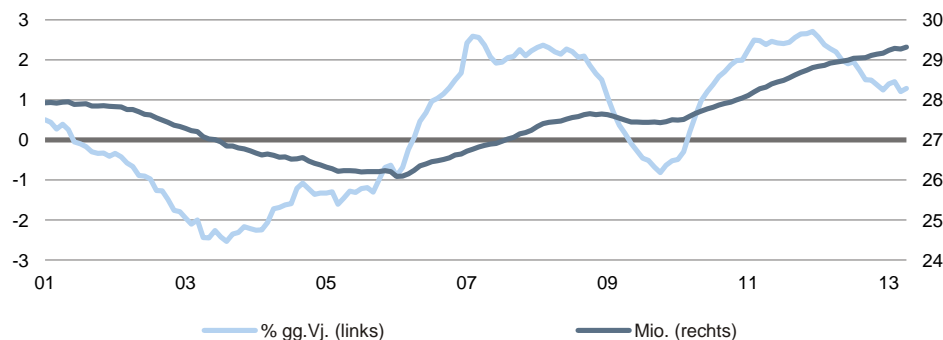
- Die Beschäftigung ist seit 2007 um durchschnittlich knapp 2% gestiegen, und die Arbeitslosenquote hat sich seit ihrem Höchststand im März 2005 nahezu halbiert.
- Die Alterung und das Schrumpfen der Bevölkerungszahl stellen in den kommenden Dekaden eine enorme Herausforderung für den Arbeitsmarkt dar.
- Aufgrund der aus dem Arbeitsmarkt ab 2020 ausscheidenden geburtenstarken Baby-Boomer-Generationen wird die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter bis 2050 mehr als doppelt so stark sinken wie die der Gesamtbevölkerung.
- Selbst in unserem optimistischsten Szenarium, das Nettozuwanderungen von 200.000 Personen p.a. sowie den Anstieg der Erwerbspersonenquoten auf internationale Spitzenwerte vorsieht, wird das Trendwachstum der Beschäftigung etwa ab 2030 negativ.
- Die in diesem Szenarium unterstellten Anpassungen sind gewaltig und setzen einen gesellschaftlichen sowie politischen Konsens voraus, dessen Erreichen derzeit noch fraglich ist.

**Inhaltsverzeichnis**

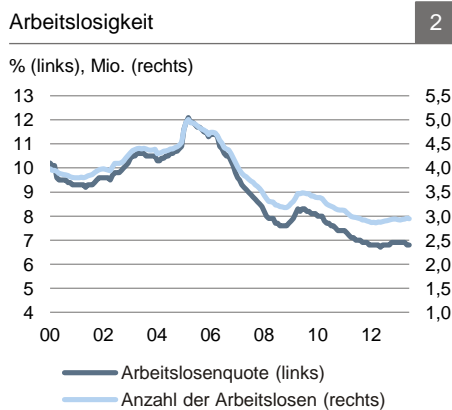
	Seite
Trendwachstum der Beschäftigung – auf längere Sicht negativ .....	1
Prognosetabellen .....	10
Grafik des Monats .....	11
Chartbook: Konjunktur .....	13
Chartbook: Branchen .....	16
Chartbook: Finanzmärkte .....	17
Chartbook: Wirtschaftspolitik .....	22
Eventkalender .....	23
Datenkalender .....	24
Finanzmarktprognosen .....	25
Datenmonitor .....	26

Sozialversicherungspflichtig Beschäftigte

% gg.Vj. (links), Mio. (rechts), sb.



Quelle: Deutsche Bundesbank



Quelle: Deutsche Bundesbank

Der deutsche Arbeitsmarkt entwickelte sich in den letzten Jahren äußerst günstig. Die Anzahl der Erwerbspersonen erhöhte sich seit 2004 kontinuierlich und hat mit rund 42 Mio. im Jahr 2012 einen Rekordstand erreicht. Zudem ist die Anzahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten seit dem Jahr 2007 (mit Ausnahme des Jahres 2009<sup>1</sup>) durchschnittlich um knapp 2% gestiegen, die Zahl der Arbeitslosen von ihrem Höhepunkt von gut 5 Mio. im März 2005 auf zuletzt etwas mehr als 2,9 Mio. gesunken, und die Arbeitslosenquote hat sich seither von über 12% auf 6,8% nahezu halbiert. Dazu haben neben konjunkturellen Effekten und moderaten Lohnabschlüssen auch die Hartz-Reformen der Jahre 2003 bis 2005 beigetragen. Das Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB) kommt in einer aktuellen Studie zu dem Schluss, dass die Effekte strukturell und permanent sind.<sup>2</sup> Allerdings hat sich zuletzt konjunkturell bedingt das Wachstum der Beschäftigung verlangsamt. Nachdem es im September 2012 noch bei rund 2% gelegen hatte, betrug die Zunahme in den ersten vier Monaten dieses Jahres nur noch etwa 1 ¼% – wenig verwunderlich bei einem Rückgang der realen Wirtschaftsleistung von 0,7% im vierten Quartal 2012 und einem nur sehr moderaten Wirtschaftswachstum von 0,1% im ersten Quartal 2013.

## Die demographische Herausforderung

Sieht man von den zyklischen Schwankungen ab und betrachtet das Trendwachstum der Beschäftigung, stellt sich die Frage, wie sich die Beschäftigung angesichts der demographischen Veränderungen in den kommenden Dekaden entwickeln wird, wenn das Durchschnittsalter der Bevölkerung weiter kräftig steigt und die geburtenstarken Jahrgänge der Baby Boomer aus dem Arbeitsmarkt ausscheiden. Unseren Berechnungen zufolge wird die Bevölkerung insgesamt bis 2030 zwar nur um knapp 3% abnehmen, die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter allerdings um fast 12% sinken.<sup>3</sup> Um die Frage zu beantworten, haben wir auf ein Konzept zurückgegriffen, das u.a. 2006 von der Federal Reserve Bank of Kansas City<sup>4</sup> und 2013 von der Federal Reserve Bank of Chicago<sup>5</sup> zur Analyse des Trendwachstums der US-amerikanischen Beschäftigung herangezogen wurde.

## Die Identitätsgleichung der Beschäftigung

Ausgangspunkt ist die sogenannte „Employment Identity“, also die Identitätsgleichung, die die Beschäftigung mit der Bevölkerung, der Erwerbspersonenquote und der Beschäftigungsquote verbindet.

<sup>1</sup> Aber selbst in 2009 nahm die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung trotz der tiefen Rezession (reales BIP -5,1%) lediglich um 0,1% ab, während in nahezu allen anderen Industrieländern die Arbeitslosenquoten kräftig angestiegen waren.

<sup>2</sup> Durch eine effizientere Vermittlung, mehr Aktivierung und Eigenverantwortung sowie höhere Flexibilität sollte die Funktionsfähigkeit des Arbeitsmarktes verbessert werden, was sich seit 2006 in höheren Chancen, aus Arbeitslosigkeit in Erwerbsfähigkeit zu wechseln, zeigt. Vgl. Klinger, S., Rothe, T., Weber, E. (2013). Makroökonomische Perspektive auf die Hartz-Reformen. Die Vorteile überwiegen. IAB-Kurzbericht 11/2013. Ein Working Paper des IWF legt die Vermutung nahe, dass die Hartz-Reformen die strukturelle Arbeitslosenquote um 1,4 Prozentpunkte abgesenkt haben. Vgl. Krebs, T., Scheffel, M. (2013). Macroeconomic evaluation of labor market reforms in Germany. IMF Working Paper 13/42.

<sup>3</sup> Dabei haben wir eine konstante Geburtenrate von 1,4, eine mittlere Zunahme der Lebenserwartung sowie eine Nettozuwanderung von 200.000 Personen ab 2015 unterstellt.

<sup>4</sup> Vgl. Clark, T.E., Nakata, T. (2006). The Trend Growth Rate of Employment: Past, Present, and Future. Federal Reserve Bank of Kansas City. Economic Review. First Quarter.

<sup>5</sup> Vgl. Aaronson, D., Brave, S. (2013). Estimating the trend in employment growth. Chicago Fed Letter 312.



Es gilt:

$$(i) \text{ Beschäftigung} = \text{Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter} \\ * \text{Erwerbspersonenquote} \\ * \text{Beschäftigungsquote}$$

Unter der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter werden üblicherweise die Personen im Alter von 15 bis 64 Jahren verstanden. Entsprechend der Gesetzeslage in Deutschland, die von 2012 bis 2030 eine schrittweise Anhebung des gesetzlichen Rentenalters von 65 auf 67 Jahre vorsieht, wurde die Obergrenze dieser Altersgruppe in unserer Untersuchung für die Übergangszeit flexibel angepasst.

Die Erwerbspersonenquote umfasst jenen Anteil an der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter, der dem Arbeitsmarkt auch tatsächlich zur Verfügung steht. Dieser Teil setzt sich aus den Erwerbstätigen sowie den Erwerbslosen zusammen.

$$(ii) \text{ Erwerbspersonenquote} = \text{Erwerbspersonen} / \text{Bevölkerung im} \\ \text{erwerbsfähigen Alter} * 100 \\ \text{mit} \\ \text{Erwerbspersonen} = \text{Erwerbstätige} + \text{Erwerbslose}$$

Die dritte Komponente der Identitätsgleichung, die Beschäftigungsquote, verbindet die Anzahl der Erwerbspersonen mit der Anzahl der Beschäftigten und ist der (prozentuale) Anteil der Erwerbspersonen, der einer Beschäftigung nachgeht.

$$(iii) \text{ Beschäftigungsquote} = \text{Erwerbstätige} / \text{Erwerbspersonen} * 100$$

Da sich die Beschäftigungsquote und die Erwerbslosenquote zu 100 aufaddieren, entspricht die Beschäftigungsquote dem Term  $100 - \text{Erwerbslosenquote}$ . Entsprechend kann zur Abschätzung der langfristigen Entwicklung der Beschäftigungsquote alternativ auch die Erwerbslosenquote verwendet werden, was wir im Folgenden auch getan haben.

## Die Vorgehensweise

Das Trendwachstum der Beschäftigung wird dementsprechend durch die Entwicklung der Bevölkerung, der Erwerbspersonenquote sowie der Beschäftigungs- bzw. Erwerbslosenquote determiniert. Folglich müssen diese drei Komponenten bzw. deren Entwicklung langfristig abgeschätzt werden.

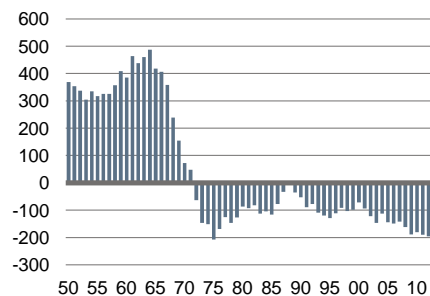
Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter haben wir mit unserem Bevölkerungsmodell nach Altersjahren auf Grundlage der Daten des Zensus 2011 berechnet. Dabei haben wir bis 2050 eine konstante Geburtenrate von 1,4 Kindern pro Frau und eine mittlere Zunahme der Lebenserwartung bei der Geburt von gut 7 Jahren für Männer und knapp 7 Jahren für Frauen<sup>6</sup> unterstellt. Da im Gegensatz zum natürlichen Bevölkerungssaldo, d.h. der Differenz zwischen Geburten und Sterbefällen, die Höhe der Zuwanderung in den vergangenen Dekaden stark schwankte und damit eine erhebliche Unsicherheit für die Vorhersage für die kommenden Dekaden besteht, haben wir zwei Varianten für den Wanderungssaldo durchgerechnet. Variante 1 geht ab 2015 von Nettozuwanderungen von 100.000 Personen pro Jahr aus, Variante 2 von 200.000 Personen.

Die Abschätzung der Entwicklung der altersspezifischen Erwerbspersonenquoten haben wir auf Basis der Daten des Mikrozensus vorgenommen und zwei

Natürlicher Bevölkerungssaldo

3

Geborene minus Gestorbene, 1.000 Personen

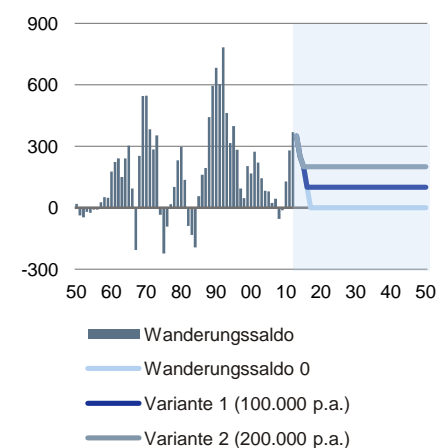


Quelle: Statistisches Bundesamt

Zuwanderungsszenarien

4

Mio. Personen



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

<sup>6</sup> Die Zunahme entspricht in etwa der Basisannahme der 12. koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamtes, die Anstiege um 7,8 Jahre (Männer) und 6,8 Jahre (Frauen) unterstellt. Vgl. Statistisches Bundesamt (2009). Bevölkerung Deutschlands bis 2060. 12. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung.

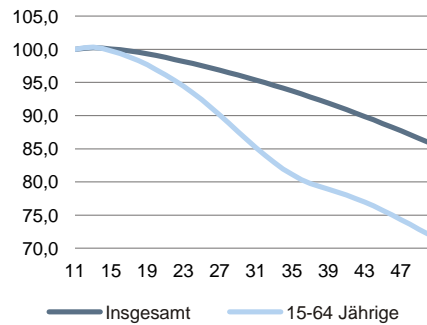


Ausblick Deutschland

Bevölkerungsprojektion

5

2011 = 100



Variante 1 - Annahmen:  
1) Geburtenrate 1,4  
2) Lebenserwartung bis 2055:  
Männer +7,2, Frauen +6,6 Jahre  
3) Nettozuwanderung ab 2015 100.000 p.a.

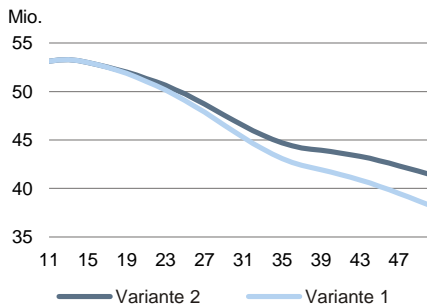
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Alternativen berechnet. Zum einen handelt es sich um ein „Status Quo“-Szenarium, d.h. für die kommenden Dekaden bleiben die altersspezifischen Erwerbspersonenquoten unverändert, zum anderen um das Szenario „Die drei Besten“, in dem wir bis 2030 einen Anstieg der Erwerbspersonenquoten auf das Niveau des Durchschnitts der drei Industrieländer mit den höchsten Erwerbspersonenquoten der entsprechenden Altersgruppe modelliert haben.

Für die langfristige Entwicklung der Beschäftigungsquote haben wir alternativ die Arbeitslosenquote und für die Abschätzung des Trends das Konzept der natürlichen oder strukturellen Arbeitslosigkeit verwendet. Während diese üblicherweise in Form einer inflationsstabilen Arbeitslosenquote (NAIRU, non accelerating inflation rate of unemployment) aus einer Phillipskurve abgeleitet wird, haben wir eine Analyse auf Basis der Arbeitslosenquoten nach Bildungsabschlüssen vorgenommen, die uns angesichts der Probleme bei der empirischen Ermittlung der NAIRU – insbesondere in den letzten Jahren – sinnvoller erschien.

Bevölkerung im Alter von 15 bis 64 Jahren

6



Annahmen:  
1) Geburtenrate 1,4  
2) Lebenserwartung bis 2055:  
Männer +7,2, Frauen +6,6 Jahre  
3) Nettozuwanderung ab 2015:  
Variante 1: 100.000 p.a.  
Variante 2: 200.000 p.a.

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Baby Boomer dominieren Entwicklung der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter

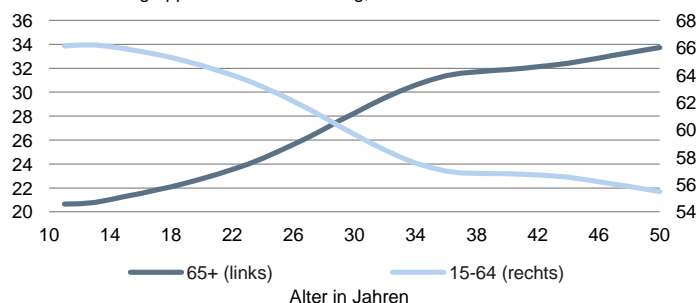
Unseren Berechnungen zufolge sinkt die Zahl der Bevölkerung von derzeit rund 80,5 Mio. bis 2030 um 4,4% auf knapp 77 Mio. (Variante 1 mit Nettozuwanderung 100.000 p.a.) bzw. um 2,7% auf gut 78 Mio. (Variante 2 mit Nettozuwanderung 200.000 p.a.). Bis 2050 summiert sich der Rückgang auf knapp 10% (Variante 2) bzw. rund 14% (Variante 1). Die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter schrumpft dagegen aufgrund des Baby-Boomer-Effekts deutlich stärker. Unter den Baby-Boomer-Generationen werden in Deutschland die geburtenstarken Jahrgänge der im Zeitraum von 1955 bis Ende der 60er Jahre Geborenen bezeichnet. Diese erreichen etwa ab 2020 das Rentenalter, scheiden damit entsprechend aus der Gruppe der 15- bis 64-Jährigen aus und werden durch die nachfolgenden geburtenschwachen Jahrgänge nur zum Teil ersetzt. So nimmt die Zahl der 15- bis 64-Jährigen bis 2030 um 14% (Variante 1) bzw. 12% (Variante 2) ab und verringert sich bis 2050 noch einmal um 16,5% bzw. 12%. Bis 2050 nimmt damit die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter um fast 15 Mio. (Variante 1) bzw. 12 Mio. (Variante 2) ab.

Die Alterung der Bevölkerung bewirkt damit erhebliche Änderung in der Bevölkerungsstruktur. So sinkt der Anteil der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter in Szenario 1 bis 2050 um über 10 Prozentpunkte auf 55,5%, während der Anteil der über 65-Jährigen um 13 Prozentpunkte auf fast 34% steigt. Damit würde sich der Altenquotient, d.h. die Anzahl der Personen über 65 Jahre im Verhältnis zu den Personen im erwerbsfähigen Alter von 15 bis 64 Jahren bis 2050 auf über 60% nahezu verdoppeln.

Bevölkerungsstruktur

7

Anteil der Altersgruppe an der Bevölkerung, %



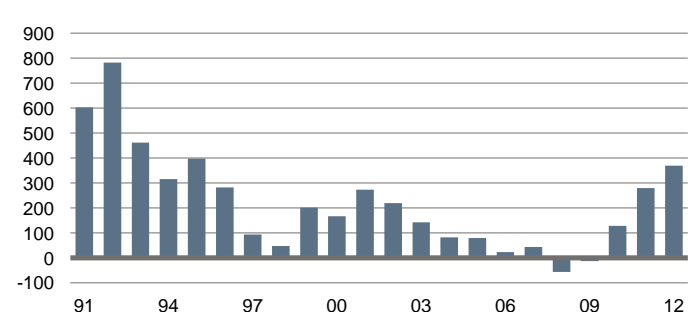
Variante 1: Nettozuwanderung ab 2015: 100.000 p.a.

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Nettozuwanderung

8

1.000 Personen



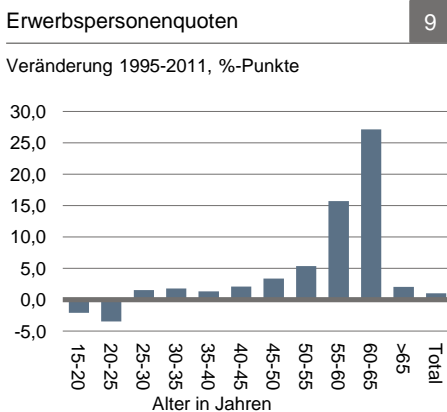
Quelle: Statistisches Bundesamt



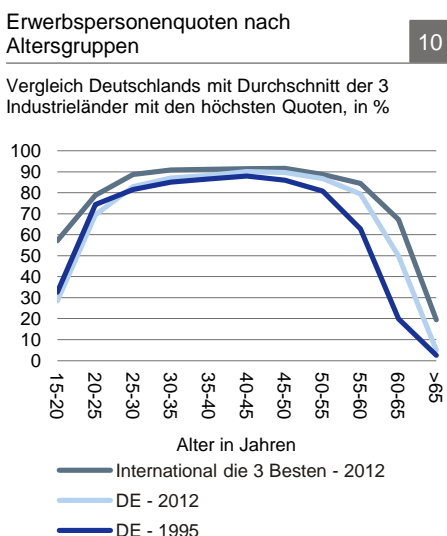


Insgesamt halten wir die Variante 1 mit einer Nettozuwanderung ab 2015 von 100.000 Personen pro Jahr für die wahrscheinlichere. Zwar lag die Nettozuwanderung insbesondere in den letzten beiden Jahren mit knapp 280.000 (2011) und fast 370.000 (2012) deutlich darüber und dürfte auch im laufenden Jahr noch wesentlich höher liegen. Dies war und ist allerdings größtenteils dem Ende der Beschränkungen der Arbeitnehmerfreizügigkeit für Arbeitnehmer aus den 2004 der EU beigetretenen Staaten Mitteleuropas und der tiefen Rezession in den Peripherieländern der Eurozone und den angesichts der dramatischen Erhöhung der Arbeitslosigkeit drastisch verschlechterten dortigen Beschäftigungsperspektiven geschuldet. Mit einer allmählichen Erholung in den Peripherieländern und der Normalisierung der Zuwanderung aus den Staaten Mitteleuropas sollte auch der Strom an Migranten nach Deutschland kleiner werden. Von Mitte der 90er Jahre bis 2010 wanderten netto lediglich gut 100.000 Personen p.a. nach Deutschland zu.

### Arbeitskräfteangebot sinkt langfristig selbst im optimistischsten Szenario



Quelle: Statistisches Bundesamt



Quellen: OECD, Statistisches Bundesamt, DB Research

Während die Bevölkerung je nach Variante bis 2050 um knapp 10% (Zuwanderung 200.000 p.a.) bis 20% (Wanderungssaldo von 0 ab 2017) zurückgeht, hängt die Entwicklung des Arbeitsangebots<sup>7</sup> neben der Höhe der Zuwanderung zusätzlich davon ab, wie sich die Erwerbspersonenquoten entwickeln, d.h. wie stark das Potenzial der Personen im erwerbsfähigen Alter ausgeschöpft wird. Im Folgenden betrachten wir unterschiedliche Szenarien der Erwerbspersonenentwicklung bei Variation der Zuwanderung und der Entwicklung der Erwerbspersonenquoten, da die Treffsicherheit von Prognosen über die Zuwanderung und die Entwicklung der Erwerbspersonenquote deutlich geringer ist als die der natürlichen Bevölkerungsentwicklung. Bei einer Langfristprognose der Wanderungsströme müsste nicht nur die wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland, der Herkunftsländer und alternativer Zielländer beachtet werden, sondern auch weitere sozio-ökonomische Faktoren. Die Entwicklung der Erwerbspersonenquoten hängen ebenfalls von zahlreichen Faktoren, wie beispielsweise den Präferenzen und der Vereinbarkeit von Familie und Beruf, ab, die langfristig nur sehr schwer zu prognostizieren sind.

Seit Mitte der 1990er Jahre stieg die Erwerbspersonenquote insgesamt an. Nach Altersgruppen gab es allerdings unterschiedliche Entwicklungen: Während die Erwerbspersonenquote der 15- bis 24-Jährigen durch die höhere Bildungsbeteiligung gefallen ist, stieg die der über 25-Jährigen an. Insbesondere die Erwerbspersonenquote der über 55-Jährigen erhöhte sich kräftig. Beigetragen haben dazu die strukturellen Veränderungen nach den Arbeitsmarktreformen, mehr Flexibilität bei Arbeitszeitmodellen auf Seiten der Unternehmen und die Abschaffung der Förderung von Altersteilzeit durch die Bundesagentur für Arbeit zu Beginn des Jahres 2010. Im Vergleich mit dem Durchschnitt der drei Industrieländer mit den höchsten Erwerbspersonenquoten der jeweiligen Altersgruppen zeigt sich, dass Deutschland sein Potenzial bei den Jüngeren und Älteren bei weitem noch nicht ausschöpft.

<sup>7</sup> In unserer Analyse verzichten wir auf die Berechnung der sog. Stillen Reserve, d.h. Personen, die weder erwerbstätig noch arbeitslos sind, aber bei geänderter Arbeitsmarktlage eine Erwerbstätigkeit aufnehmen würden, und setzen die Anzahl der Erwerbspersonen mit dem potenziellen Arbeitsangebot gleich. Nach Schätzungen des IAB befanden sich im Jahr 2012 1,4 Mio. Personen in der Stillen Reserve (Siehe Fuchs, J. et al. (2013), IAB Prognose 2013: Der Arbeitsmarkt bekommt konjunkturellen Rückenwind, IAB-Kurzbericht 6/2013).



Ausblick Deutschland

Altersspezifische Erwerbspersonenquoten – die jeweils 3 Besten, 2012, %

11

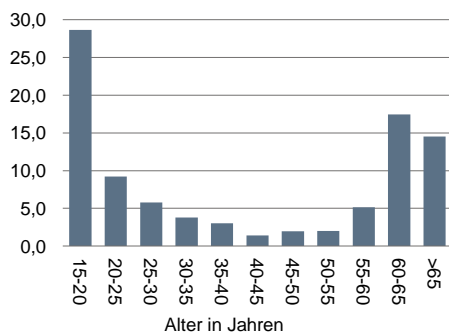
	15-20	20-25	25-30	30-35	35-40	40-45	45-50	50-55	55-60	60-65	>65
NL	61,1	AU 79,1	CH 89,2	PT 91,9	SE 92,7	SE 92,9	SE 92,1	SE 89,9	SE 86,2	NZ 70,7	JP 19,9
DK	55,5	CH 78,8	PT 88,9	CH 90,5	PT 91,2	AT 91,0	FI 91,5	CH 89,2	CH 84,3	SE 68,1	NZ 19,9
AU	54,9	NL 78,3	NL 88,2	SE 90,2	AT 89,9	FI 90,7	CH 91,3	FI 87,3	DK 83,0	NO 62,8	NO 18,7
Ø	57,2	78,8	88,8	90,8	91,3	91,5	91,6	88,8	84,5	67,2	19,5
DE	28,5	69,5	83,0	87,1	88,2	90,1	89,7	86,8	79,4	49,8	5,0

Quelle: OECD

Erwerbspersonenquoten

12

Abstand Deutschlands zum Durchschnitt der 3 Industrieländer mit den jeweils höchsten Quoten, 2012 in %



Quelle: OECD

So beträgt der Abstand der 15- bis 20-Jährigen zu den internationalen Spitzenwerten fast 30 Prozentpunkte und bei den 60- bis 65-Jährigen 17 ½ Prozentpunkte.

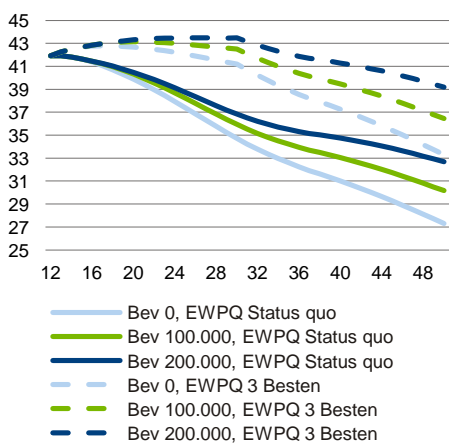
Bei Personen im Haupterwerbsalter liegt die deutsche Erwerbspersonenquote dagegen bereits relativ nahe an den internationalen Spitzenwerten. Für die künftige Entwicklung der Erwerbspersonenquote unterscheiden wir daher zwischen einer konstanten Erwerbspersonenquote auf dem heutigen Niveau (Szenario „Status Quo“) und einer Steigerung der Erwerbspersonenquoten der jeweiligen Altersgruppe auf den Durchschnitt der drei Industrieländer mit der höchsten Quote (Szenario „Die drei Besten“) bis zum Jahr 2030. Insgesamt betrachten wir daher mit den drei unterschiedlichen Annahmen über den Wanderungssaldo – 0, 100.000 und 200.000 Personen pro Jahr – sechs Szenarien für die Entwicklung der Anzahl der Erwerbspersonen.

Wird nur der reine Demographieeffekt (Nettozuwanderung von 0 ab dem Jahr 2017; Erwerbspersonenquoten nach dem Szenario „Status Quo“) ermittelt, fällt das Arbeitskräfteangebot bis zum Jahr 2050 um 35% oder etwa 15 Mio. Personen. Mit einem derartigen Einbruch des Arbeitsangebots ist allerdings künftig nicht zu rechnen.

Szenarien der Erwerbspersonenentwicklung

13

Mio. Personen



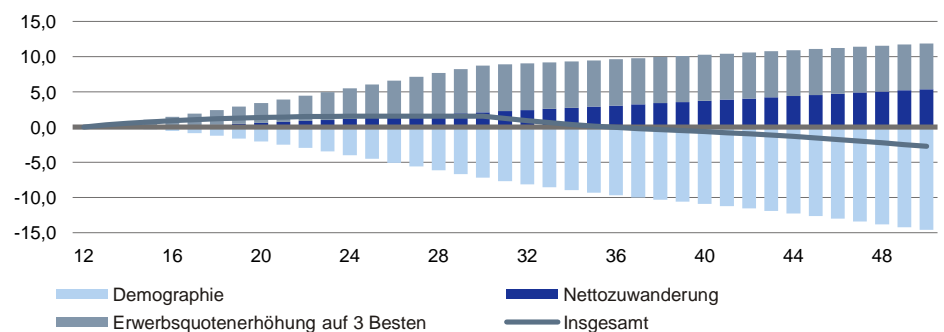
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Am oberen Ende liegt unser optimistischstes Szenario mit Nettozuwanderungen von 200.000 Personen p.a. und dem Anstieg der Erwerbspersonenquoten nach dem Szenario „Die drei Besten“. Danach steigt die Anzahl der Erwerbspersonen noch bis Anfang der 2030er Jahre an. Da die Erwerbspersonenquote nach Erreichen der internationalen Spitzenwerte dann wohl nicht weiter steigt und der negative Demographieeffekt größer als der positive Zuwanderungseffekt ist, sinkt die Anzahl der Erwerbspersonen anschließend selbst in diesem Szenario kontinuierlich. Im Jahr 2050 liegt die Anzahl der Erwerbspersonen rund 3 Mio. Personen unter dem Niveau von rund 42 Mio. Personen des Jahres 2012. Der Rückgang ergibt sich aus dem Demographieeffekt von -15 Mio. Personen, der Zuwanderung +5 Mio. und der Erwerbsquotenerhöhung +7 Mio.

Demographieeffekt überwiegt in der langen Frist selbst im optimistischsten Szenario

14

Veränderung der Erwerbspersonen ggü. dem Jahr 2012, Mio. Personen



Basierend auf Bevölkerungsfortschreibung mit Nettozuwanderung von 200 Tsd. und Steigerung der Erwerbsquoten auf die der Besten 3 bis zum Jahr 2030

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

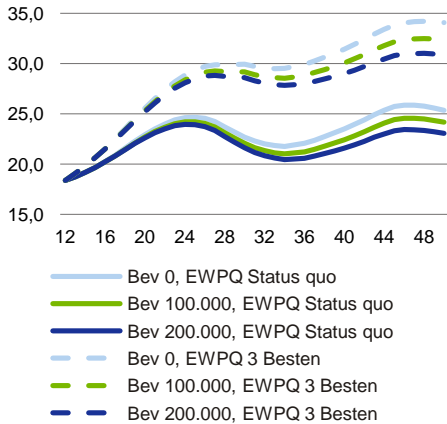


## Ausblick Deutschland

Anteil der Älteren (55+) an den Erwerbspersonen

15

Mio. Personen



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

## Anteil der Älteren am Arbeitsangebot wird rapide steigen

Der demographische Wandel verändert zudem die Altersstruktur des Arbeitsangebots. Der Anteil der Älteren steigt dabei umso mehr, je geringer die Nettozuwanderung ist und je höher die Erwerbsbeteiligung der Älteren. Die Spannweite des Anteils der Erwerbspersonen, die älter als 55 Jahre alt sind, liegt im Jahr 2050 zwischen 23% und 34% und damit in allen Szenarien deutlich über dem Wert von 18% im Jahr 2012.

Die betrachteten Szenarien machen deutlich, dass langfristig das Arbeitsangebot selbst bei optimistischen Annahmen langfristig wohl rückläufig ist und der Anteil der Älteren deutlich steigen wird.

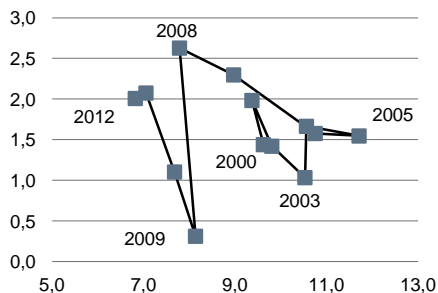
## Beschäftigung auch bei optimistischen Annahmen ab etwa 2030 rückläufig

Bislang wurde die Arbeitsangebotsseite betrachtet. Wie sich künftig die Beschäftigung und die Arbeitslosigkeit entwickeln werden, hängt von der Interaktion mit der Arbeitsnachfrage ab. Die Unsicherheit einer Langfristprojektion der Arbeitsnachfrage ist im Vergleich zu der des Arbeitsangebots deutlich höher.<sup>8</sup> Die Arbeitsnachfrage hängt maßgeblich von der Entwicklung der Attraktivität des Standortes Deutschland ab.

Arbeitslosigkeit & Inflation

16

x-Achse: Arbeitslosenquote, %  
y-Achse: Inflation, % gg. Vj.



Quellen: Deutsche Bundesbank, DB Research

Das Zusammenspiel zwischen Arbeitsangebot und -nachfrage bestimmt die strukturelle Erwerbslosenquote. Bei der Langfristschätzung wählen wir zwei Szenarien für die Entwicklung der natürlichen oder strukturellen Erwerbslosenquote, wodurch dann mit dem Zusammenhang Beschäftigungsquote = 100 – Erwerbslosenquote auch der Pfad der Beschäftigungsentwicklung vorgegeben wird.<sup>9</sup> Dabei schätzen wir die strukturelle Erwerbslosenquote auf Basis des beruflichen Abschlusses ab. Im ersten Szenario nehmen wir an, dass die Unternehmen künftig bei rückläufigem Arbeitsangebot ihre Rekrutierungsbemühungen und Qualifizierungsanstrengungen intensivieren und dadurch die Arbeitslosenquote von Arbeitskräften mit einem beruflichen Abschluss von etwa 4 ½% im Jahr 2012 auf das Vollbeschäftigungsniveau von 3% Ende der 2020er Jahre sinkt. Die Integration von Arbeitskräften ohne beruflichen Abschluss in den Arbeitsmarkt dürfte hingegen bei weiter zunehmendem Globalisierungsdruck und dem fortgesetzten Wirken des faktorverzerrenden technologischen Wandels eine Herausforderung bleiben. Die Erwerbslosenquote dieser Gruppe halten wir über den Projektionszeitraum konstant bei etwa 14 ½%. Mit diesen Annahmen sinkt die Erwerbslosenquote von etwa 6% im Jahr 2012 auf 4 ½% Ende der 2020er Jahre.<sup>10</sup>

Im alternativen Szenario unterstellen wir, dass die Erwerbslosenquote konstant auf dem heutigen Niveau von etwa 6% bleibt. Dieser Wert entspricht in etwa der NAIUR.<sup>11</sup> Im Zeitablauf verändert sich diese bei Strukturbrüchen allerdings relativ stark. Seit den Arbeitsmarktreformen Mitte der 2000er Jahren ist die NAIUR rückläufig.

<sup>8</sup> SVR (2009), Herausforderungen des demografischen Wandels, Expertise Mai 2011.

<sup>9</sup> Hierbei unterstellen wir, dass eine entsprechende Arbeitsnachfrage vorhanden ist.

<sup>10</sup> Die Erwerbslosenquoten basieren auf den Daten des Mikrozensus und weichen wegen unterschiedlicher Abgrenzungen von den qualifikationsspezifischen Arbeitslosenquoten des IAB ab. Nach Angaben des IAB liegt die Arbeitslosenquote der Personen mit beruflicher Ausbildung im Jahr 2011 bei 5,1% und die der Personen ohne Ausbildung bei 19,6%. Siehe Weber, B., Weber, E. (2013), Bildung ist der beste Schutz vor Arbeitslosigkeit, IAB-Kurzbericht 4/2013.

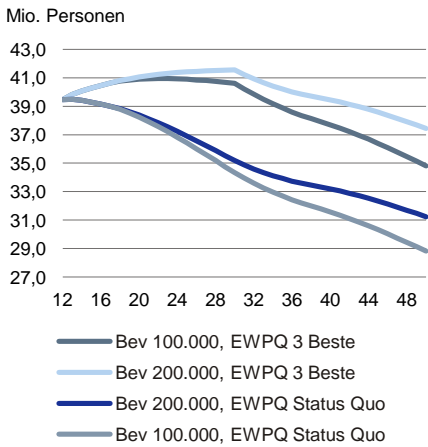
<sup>11</sup> Siehe OECD (2013) Economic Outlook 93, Annual Projections; De la Serve, M-E., Lemoine, M. (2011), Measuring the NAIUR: a complementary approach, Banque de France Working papers 342; Kajuth, F. (2010), NAIUR estimates for Germany: new evidence on the inflation-unemployment trade-off, Deutsche Bundesbank, Discussion Paper 19/2010; Fitzenberger et al. (2008), The Phillips Curve and NAIUR Revisited: New Estimates for Germany, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, 228 (5+6), S. 465-496.



## Ausblick Deutschland

### Beschäftigungsprojektionen

17

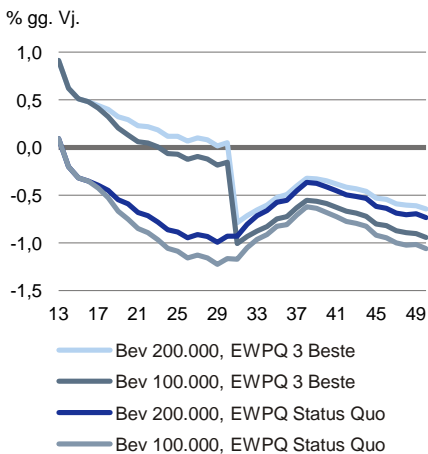


Annahme: Natürliche Arbeitslosenquote sinkt von 5,9% (2012) auf 4,5% (2030)

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

### Trendwachstum der Beschäftigung

18



Annahme: Natürliche Arbeitslosenquote sinkt von 5,9% (2012) auf 4,5% (2030)

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Die Spannweite der Beschäftigungsentwicklung hängt dann von der Entwicklung der Erwerbspersonen und der Annahmen über die Arbeitslosenquoten ab. Unter Ausklammerung des Szenarios mit einem Wanderungssaldo von Null, das nur zur Veranschaulichung des Demographieeffekts mit betrachtet wurde, steigt die Beschäftigung im optimistischen Erwerbspersonenszenario (Erwerbspersonenquote „Die drei Besten“, Wanderungssaldo 200.000 p.a.) durch Erhöhung der Partizipation und Fallen der Arbeitslosenquote auf 4 ½% bis 2030 zwar noch an, geht danach aber selbst in diesem Szenario zurück. Im Jahr 2050 liegt die Beschäftigung um etwa 5% oder 2 Mio. unter dem Niveau des Jahres 2012. Im Szenario mit einer konstanten Erwerbspersonenquote („Status Quo“) und einem jährlichen Wanderungssaldo von 100.000 Personen sinkt die Beschäftigung kontinuierlich und fällt bis 2050 um rund 11 Mio. Personen oder 27%.<sup>12</sup>

### Fazit: Gedämpfter Ausblick

Das Trendwachstum der Beschäftigung wird demographisch bedingt in den kommenden Dekaden negativ werden. Wann dies geschieht, hängt davon ab, welche, und vor allem in welchem Ausmaß, Maßnahmen zur Dämpfung der demographischen Effekte ergriffen werden. Selbst in unserem optimistischsten Szenarium, das bis 2030 die quasi volle Ausschöpfung des Potenzials an erwerbsfähigen Menschen sowie eine Nettozuwanderung von jährlich 200.000 Personen vorsieht, lassen sich die Effekte nur so lange kompensieren, wie die Maßnahmen durchgeführt werden. Danach fällt die Entwicklung wieder auf ihren zugrundeliegenden Pfad zurück. Überdies sind die in diesem Szenarium unterstellten Anpassungen gewaltig. Dies bedeutet, dass Deutschland zu den jeweils führenden Ländern hinsichtlich des Eintritts ins und den Austritt aus dem Erwerbsleben sowie bei der Beschäftigung von Frauen und Müttern aufschließt. So hat beispielsweise Japan die höchste Erwerbspersonenquote bei Personen im Alter von über 65 Jahren, und das tatsächliche Renteneintrittsalter von japanischen Männern lag 2011 bei beachtlichen 69,3 Jahren! Zwar ist das Renteneintrittsalter in Deutschland im vergangenen Jahr ebenfalls auf einen Spitzenwert von 61 Jahre gestiegen – mit Blick auf die nach dem Szenarium notwendigen Anpassungen bleibt allerdings noch viel zu tun. Das Szenarium setzt damit einen gesellschaftlichen und politischen Konsens für Maßnahmen voraus, der wohl nicht ohne weiteres selbstverständlich ist, was die nach wie vor bestehende Diskussion über die Anhebung des gesetzlichen Rentenalters innerhalb der nächsten drei Dekaden von 65 auf 67 Jahre zeigt. Zwar besteht die Chance, dass auf längere Sicht die Arbeitslosenquote sinkt. Allerdings sind dem Grenzen (nach unten) und somit auch bei der Beschäftigung (nach oben) gesetzt, denn angesichts des zunehmenden internationalen Wettbewerbs und des fortgesetzten Wirkens des faktorverzerrenden technologischen Wandels dürfte die Arbeitslosenquote von Geringqualifizierten, insbesondere diejenige von Personen ohne Berufsabschluss, kaum sinken.

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

Heiko Peters (+49 69 910-21548, [heiko.peters@db.com](mailto:heiko.peters@db.com))

<sup>12</sup> Für das alternative Szenario mit einer konstanten Arbeitslosenquote liegt die Beschäftigung im Jahr 2050 je nach Erwerbspersonenszenario zwischen 380.000 und rund 490.000 Personen unter den in Abbildung 16 angegebenen Beschäftigungsprojektionen. Da der Verlauf sich qualitativ nicht grundlegend unterscheidet, wurde auf die Darstellung verzichtet.





Ausblick Deutschland

Ergebnisse der Szenarien

Variation	Bevölkerung		Erwerbspersonen				Beschäftigung			
	Nettozuwanderung		Altersspezifische Erwerbspersonenquote				Natürliche Arbeitslosenquote			
	100.000 p.a.		"Status Quo" c	"Die drei Besten" d	"Status Quo" c	"Die drei Besten" d	Szenario 1 f		Szenario 2 g	
	Total	Alter: 15+	Erwerbspersonen-				"Status Quo" c	"Die drei Besten" d	"Status Quo" c	"Die drei Besten" d
Mio.	Mio.	Mio.	Mio.	quote, %	Mio.	Mio.	Mio.	Mio.		
2012	80,4	69,9	41,9	41,9	60,0	60,0	39,5	39,5	39,5	39,5
2015	80,4	70,1	41,6	42,7	59,4	60,9	39,3	40,3	39,3	40,2
2020	79,6	69,6	40,3	43,1	58,0	62,0	38,2	40,9	38,0	40,7
2025	78,3	68,7	38,2	42,9	55,7	62,5	36,4	40,9	36,1	40,5
2030	76,9	67,6	35,9	42,5	53,2	62,9	34,3	40,6	33,9	40,1
2035	75,3	66,4	34,2	40,7	51,5	61,2	32,7	38,9	32,3	38,4
2040	73,4	65,1	33,1	39,5	50,8	60,6	31,6	37,7	31,2	37,2
2045	71,3	63,5	31,7	38,1	50,0	60,0	30,3	36,4	29,9	35,9
2050	69,1	61,6	30,2	36,4	49,0	59,1	28,8	34,8	28,4	34,4

Variation	Bevölkerung		Erwerbspersonen				Beschäftigung			
	200.000 p.a.		"Status Quo" c	"Die drei Besten" d	"Status Quo" c	"Die drei Besten" d	Szenario 1 f		Szenario 2 g	
	Total	Alter: 15+	Erwerbspersonen-				"Status Quo" c	"Die drei Besten" d	"Status Quo" c	"Die drei Besten" d
	Mio.	Mio.	Mio.	Mio.	quote, % e	Mio.	Mio.	Mio.	Mio.	
2012	80,4	69,9	41,9	41,9	60,0	60,0	39,5	39,5	39,5	39,5
2015	80,4	70,1	41,6	42,7	59,4	60,9	39,3	40,3	39,3	40,2
2020	79,8	69,8	40,5	43,3	58,0	62,0	38,4	41,1	38,2	40,8
2025	79,1	69,3	38,7	43,5	55,9	62,7	36,9	41,4	36,5	41,0
2030	78,3	68,8	36,8	43,5	53,6	63,3	35,2	41,5	34,7	41,0
2035	77,3	68,1	35,5	42,1	52,2	61,8	33,9	40,2	33,5	39,7
2040	76,1	67,3	34,7	41,3	51,7	61,4	33,2	39,4	32,8	38,9
2045	74,7	66,3	33,9	40,4	51,1	61,0	32,3	38,6	31,9	38,1
2050	73,1	65,0	32,7	39,2	50,3	60,3	31,2	37,4	30,8	37,0

Annahmen für Bevölkerungsprojektionen: Geburtenrate 1,4, mittlere Zunahme der Lebenserwartung  
a) Nettozuwanderung 100.000 p.a.  
b) Nettozuwanderung 200.000 p.a.  
c) Altersspezifische Erwerbspersonenquoten konstant auf Niveau von 2012  
d) Altersspezifische Erwerbspersonenquoten steigen bis 2030 auf Durchschnitt der 3 Industrieländer mit höchsten Quoten  
e) Bezogen auf Personen älter als 15 Jahre  
f) Natürliche Arbeitslosenquote sinkt bis 2030 von knapp 6% auf 4,5%  
g) Natürliche Arbeitslosenquote konstant  
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2012	2013P	2014P	2012	2013P	2014P	2012	2013P	2014P	2012	2013P	2014P
Euroland	-0,6	-0,6	1,0	2,5	1,5	1,5	1,3	1,6	1,6	-3,7	-3,0	-2,5
Deutschland	0,7	0,1	1,5	2,0	1,6	1,6	7,0	7,0	6,9	0,2	-0,3	-0,1
Frankreich	0,0	-0,2	1,1	2,2	1,1	1,5	-2,2	-2,2	-1,9	-4,8	-3,9	-3,3
Italien	-2,4	-2,0	0,5	3,3	1,6	1,5	-0,5	0,6	0,9	-3,0	-3,4	-3,0
Spanien	-1,4	-1,5	0,5	2,4	1,6	1,6	-1,1	0,5	0,3	-10,6	-6,2	-5,3
Niederlande	-1,3	-0,7	0,8	2,8	2,6	1,7	10,1	8,2	8,0	-4,1	-3,8	-3,0
Belgien	-0,3	-0,1	0,9	2,6	1,2	1,5	-1,6	0,5	1,0	-3,9	-3,0	-3,0
Österreich	0,8	0,4	1,4	2,6	2,0	1,8	1,8	2,5	2,8	-2,5	-2,1	-1,8
Finnland	-0,8	-0,7	1,1	3,2	2,3	2,1	-1,8	-1,0	-1,0	-1,9	-2,3	-1,8
Griechenland	-6,4	-4,5	0,5	1,0	-0,5	-0,2	-3,4	-1,0	0,0	-10,0	-4,9	-3,7
Portugal	-3,2	-2,6	0,5	2,8	0,6	1,1	-1,8	0,5	1,5	-6,4	-5,7	-4,6
Irland	0,2	0,7	1,8	1,9	0,8	1,3	4,4	4,0	4,0	-7,6	-7,6	-5,3
Großbritannien	0,2	1,1	1,8	2,8	2,7	2,1	-3,8	-2,8	-2,4	-5,5	-6,5	-6,0
Dänemark	-0,4	0,4	1,5	2,4	1,1	1,8	5,6	5,0	5,0	-4,4	-2,0	-2,0
Norwegen	3,0	2,3	2,6	0,7	1,8	1,9	14,1	13,0	12,5	10,1	12,0	12,0
Schweden	1,1	1,5	2,0	0,9	0,2	1,4	6,9	7,0	7,0	-0,7	-1,0	-0,5
Schweiz	1,0	1,5	1,5	-0,7	-0,4	0,5	13,6	13,0	13,0	0,4	0,3	0,3
Tschech. Rep.	-1,2	0,0	2,0	3,3	1,7	1,9	-2,5	-2,3	-2,5	-4,4	-3,1	-2,7
Ungarn	-1,7	0,4	1,1	5,7	1,9	2,5	1,7	1,2	0,5	-2,0	-2,7	-2,6
Polen	1,9	0,8	2,5	3,7	1,3	2,2	-3,5	-2,3	-3,1	-3,9	-3,6	-3,3
USA	2,2	1,8	3,2	2,1	1,7	2,3	-2,8	-3,0	-3,2	-6,8	-3,9	-3,3
Japan	1,9	2,0	0,6	0,0	-0,1	2,3	1,1	1,2	2,4	-9,5	-9,3	-7,4
Welt	2,9	2,8	3,8	3,3	3,0	3,5						

\*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.

	2010					2011					2012					2013				
	2010	2011	2012	2013P	2014P	2010	2011	2012	2013P	2014P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2P	Q3P	Q4P		
BIP	4,2	3,0	0,7	0,1	1,5	0,6	0,2	0,2	-0,7	0,1	0,5	0,3	0,3	0,1	0,5	0,3	0,3			
Privater Konsum	0,9	1,7	0,8	1,0	1,0	0,4	0,1	0,1	-0,3	0,8	0,3	0,4	0,3	0,8	0,3	0,4	0,3			
Staatsausgaben	1,7	1,0	1,2	0,3	0,6	0,5	-0,4	0,7	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1	-0,1	0,1	0,1	0,1			
Anlageinvestitionen	5,9	6,2	-2,5	-1,7	3,1	-0,9	-1,9	-0,4	-1,1	-1,5	1,7	0,4	0,6	-1,5	1,7	0,4	0,6			
Ausrüstungen	10,3	7,0	-4,8	-3,2	4,0	-1,1	-3,0	-2,2	-2,0	-0,6	0,3	0,5	1,0	-0,6	0,3	0,5	1,0			
Bau	3,2	5,8	-1,5	-0,2	2,3	-0,6	-1,4	0,5	-0,7	-2,1	3,0	0,3	0,3	-2,1	3,0	0,3	0,3			
Lager, %-Punkte	0,6	0,2	-0,4	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0			
Exporte	13,7	7,8	3,8	0,7	6,5	1,2	3,1	1,4	-2,4	-1,8	2,0	2,0	2,3	-1,8	2,0	2,0	2,3			
Importe	11,1	7,4	2,2	1,1	6,8	-0,2	2,3	0,6	-1,3	-2,1	2,2	2,3	2,7	-2,1	2,2	2,3	2,7			
Nettoexport, %-Punkte	1,7	0,6	0,9	-0,1	0,3	0,7	0,6	0,4	-0,7	0,1	0,1	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0			
Konsumentenpreise*	1,1	2,1	2,0	1,6	1,6	2,1	1,9	2,0	2,0	1,5	1,5	1,6	1,5	1,5	1,5	1,6	1,5			
Arbeitslosenquote, %	7,7	7,1	6,8	6,8	6,6	6,8	6,8	6,8	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8	6,9	6,8	6,8	6,8			
Budgetsaldo, % BIP	-4,1	-0,8	0,2	-0,3	-0,1															
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,2	6,2	7,0	7,0	6,9															

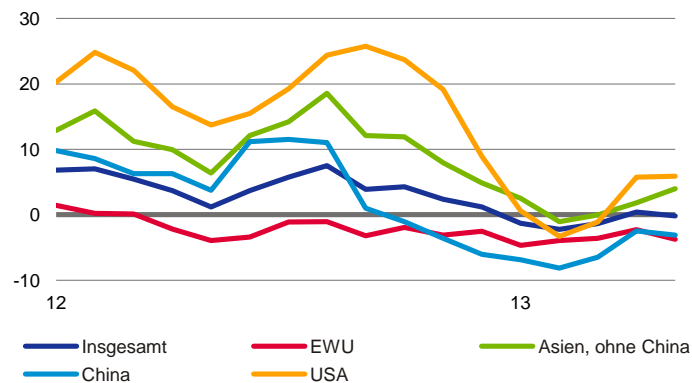
\*Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.  
Quellen: Bundesbank, DB Research



## Grafik des Monats

Exporte in die USA (und mit Abstrichen nach Asien) scheinen wieder etwas Fahrt aufzunehmen

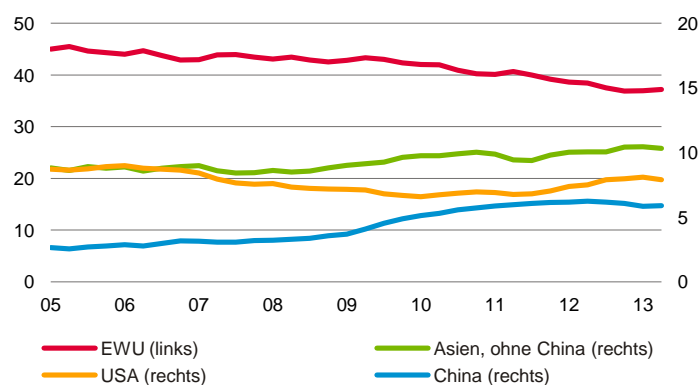
Deutsche Warenexporte, % gg. Vj., gl. 3M-Schnitt



Quellen: Deutsche Bundesbank, DB Research

US-Exportanteil erholt sich wieder; der chinesische könnte seinen Gipfel erreicht haben

Anteil an deutschen Warenexporten nach Ländern/Regionen, %, gl. 3Q-Schnitt



Quellen: Deutsche Bundesbank, DB Research

### Importiert Uncle Sam wieder mehr deutsche Güter?

Die Prognose für das deutsche BIP-Wachstum 2013 – wie jene für die meisten anderen Länder – setzt eine Erholung des Welthandels in der zweiten Jahreshälfte voraus. Auch wenn zum Beispiel die ifo-Exporterwartungen auf eine gewisse Erholung hindeuten, lassen die deutschen Warenexporte insgesamt wie auch der Auftragseingang aus dem Ausland davon bislang wenig erkennen. Das Exportwachstum schwankte in den letzten Monaten recht deutlich; geglättet blieben die Exporte im Vorjahresvergleich im Mai allerdings nahezu unverändert.

Die deutschen Exporte zeigen zumindest für einige Regionen leichte Anzeichen für eine positivere Entwicklung. So haben sich die Exporte in die USA von den negativen Wachstumsraten Anfang 2013 wieder merklich erholt und lagen im April/Mai knapp 6% über Vorjahr (geglättete Werte). In etwas abgeschwächter Form gilt dies auch für die Exporte nach Asien (ohne China), während die Exporte nach China ggü. Vorjahr zuletzt zumindest langsamer schrumpften. Die Exporte in die EWU sanken mit ungefähr gleichem Tempo weiter.

Diese etwas positivere Entwicklung der Exporte in die USA und nach Asien in den letzten drei Monaten sollte jedoch noch mit Vorsicht betrachtet werden, denn: 1) Monatliche Schwankungen sind hoch und generell vorsichtig zu interpretieren. Dies gilt besonders für die deutschen Exporte in die USA, bei denen die kräftige Erholung der Wachstumsrate (gg. Vj.) zumindest zum Teil ein Ergebnis zweier starker Monate (Exporte stiegen im März um 4,4% gg. Vm. und um 3,8% im April, aber fielen um 3% im Mai) und eines Basiseffekts ist; 2) Im Mai haben sich die Gesamtexporte trotz besserer Exporte in die USA und nach Asien noch nicht beschleunigt; 3) Die Exportaufträge sind laut Einkaufsmangerumfrage (PMI) im Gegensatz zum ifo-Index eher abwärts gerichtet; 4) Die Wachstumsprognosen für China, so auch die der Deutschen Bank, wurden kürzlich leicht gesenkt und 5) Angesichts der Zunahme der Exporte in die USA (vor allem des Autosektors) sind die Erwartungen an deren Beitrag zum Wachstum recht hoch. Zwar dürfte sich das US-BIP-Wachstum in der zweiten Jahreshälfte unseres Erachtens nach beschleunigen; das erste Halbjahr hat jedoch teilweise enttäuscht und die Diskussion um einen Einstieg in den Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik der Fed könnte ebenfalls Spuren hinterlassen. Zudem



gaben die US-Importe insgesamt im ersten Halbjahr sogar leicht nach, was darauf hindeutet, dass die besseren deutschen Exporte in die USA auf spezifisch deutsche Faktoren (möglicherweise Einmaleffekte) zurückgehen. Insgesamt erwarten wir zwar, dass sich die deutschen Exporte in der zweiten Jahreshälfte beschleunigen. Das Tempo dürfte vor allem angesichts der schwachen inländischen Nachfrage in der EWU aber gedämpft bleiben.

Die Exporte in die USA und nach Asien haben die Dynamik der deutschen Ausfuhren 2012 entscheidend geprägt. So gingen im letzten Jahr knapp 70% des Exportwachstums von 3,4% auf diese Regionen zurück, der mit Abstand höchste Beitrag der letzten 10 Jahre.<sup>13</sup> Die linke Grafik zeigt jedoch, dass dies vor allem auf das Wachstum in der ersten Jahreshälfte 2012 zurückging. Denn in der zweiten Jahreshälfte hat sich insbesondere das Wachstum der Exporte in die USA von über 20% (im Vorjahresvergleich) bis in den leicht negativen Bereich verlangsamt, was angesichts der beständig fallenden Nachfrage aus den EWU-Ländern den deutschen Export stark bremste. Die sich andeutende Beschleunigung der Exporte nach Asien und in die USA dürfte dafür sorgen, dass diese Regionen erneut das deutsche Exportwachstum entscheidend antreiben.

Aufgrund der unterschiedlichen Dynamiken der Regionen haben sich auch deren Anteile an den deutschen Ausfuhren verschoben. So scheint sich der Anteil der Exporte in die USA dank der dortigen wirtschaftlichen Erholung wieder auf über 8% zu erholen, nachdem er 2009 auf unter 7% gefallen war. Dagegen ist der Anteilswachstum der Exporte nach China wohl zum Stillstand gekommen. Der Anteil stieg während der letzten (Krisen-)Jahre auf knapp über 6%, ist aber zuletzt (Q1 2013) wieder leicht darunter gefallen. Das dürfte auch daran liegen, dass das BIP-Wachstum dort etwas zurückging und die chinesische Regierung weniger auf investitionsgetriebenes Wachstum setzt, was z.B. deutsche Maschinenexporte bremsen dürfte. Die zunehmende Bedeutung Asiens für die deutschen Exporteure ist aber wohl dennoch nicht gefährdet. Rechnet man die Exporte nach China heraus, ist der Anteil der Exporte nach Asien seit 2008 graduell angestiegen und lag zuletzt bei über 10%. Der kumulierte Anteilsgewinn der drei Regionen steht einem sogar etwas größeren Rückgang des EWU-Anteils gegenüber. Dieser ist seit Anfang 2008 von über 43% auf zuletzt 38% gefallen, da sich viele Länder in der EWU in einer Rezession befinden.

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

---

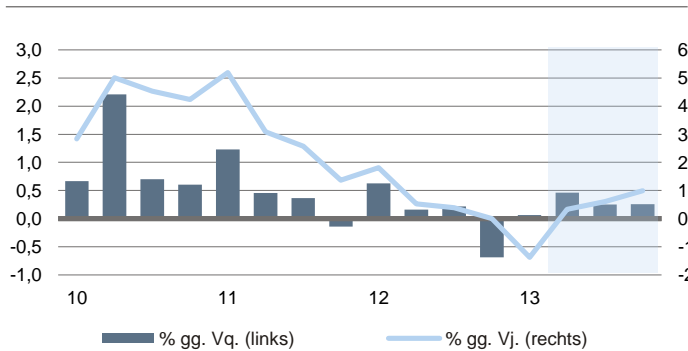
<sup>13</sup> Siehe auch: Deutsches Exportwachstum 2012 stützt sich auf wenige Branchen und Regionen. Aktueller Kommentar. 23. November 2012.





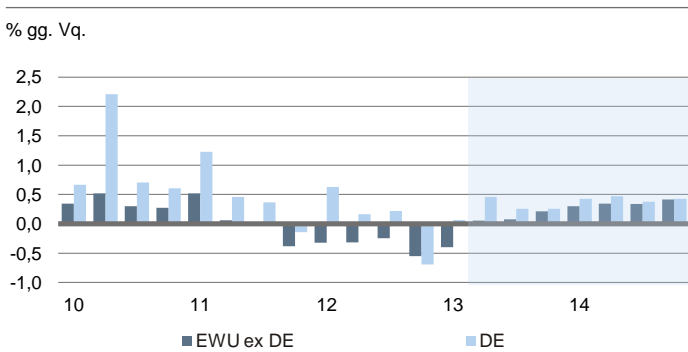
Chartbook: Konjunktur (1)

Entwicklung des realen BIP



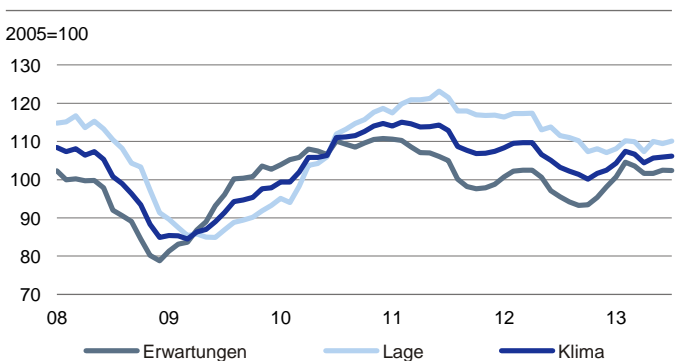
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

BIP Entwicklung: DE vs. EWU



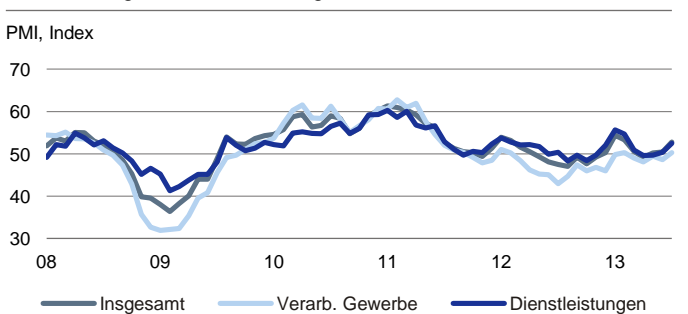
Quelle: Eurostat

Ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt



Quelle: ifo

Einschätzung der Einkaufsmanager



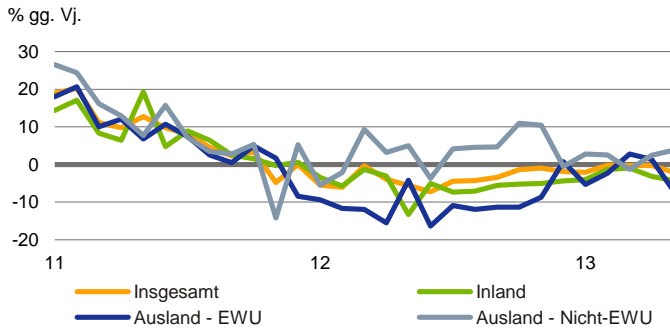
Quelle: Markit

- Mit +0,1% gg. Vq. enttäuschte das BIP-Wachstum in Q1. Nach -0,7% in Q4 dürfte dennoch der Tiefpunkt durchschritten sein. Nach einem kräftigen Anstieg (wetterbedingte Aufholeffekte) in Q2 sollte das Wachstum in H2 nahe der Trendlinie liegen. Aufgrund des statistischen Unterhangs erwarten wir 2013 im Jahresdurchschnitt aber nur ein Wachstum von +0,1%.
- Der negative Vorjahresvergleich in Q1 entstand durch einen Arbeitstageeffekt, der die Schwäche überzeichnet.
- Das Wachstum dürfte 2013 vom Konsum getragen werden, dagegen dämpft der Außenhandel. Investitionen gehen erneut zurück.
- Angesichts des verbleibenden Anpassungsbedarfs in einigen EWU-Ländern dürfte die EWU in H1 2013 in der Rezession verharren und danach nur auf einen sehr flachen Wachstumspfad einschwenken.
- Insgesamt dürfte das BIP in 2013 trotz der erwarteten Erholung im Jahresverlauf erneut sinken (-0,6%; 2012: -0,5%). *Die Risiken für diese Prognose sind zuletzt ausgewogener geworden.*
- Dank einer positiveren Bewertung der Geschäftslage zog das Ifo Geschäftsklima im Juli erneut an – der dritte moderate Anstieg in Folge – und markiert einen guten Start ins Q3. Die Geschäftserwartungen haben sich im Juli jedoch minimal eingetrübt. Ihr Niveau deutet auf ein BIP-Wachstum von etwa ½% gg. Vq. in Q3 hin.
- Der recht kräftige Anstieg des Geschäftsklimas im Einzelhandel glich die leichte Abschwächung im Bau mehr als aus. Der Einzelhandels- und Bauindex befinden sich spürbar über ihren historischen Durchschnitt, was auf eine robuste inländische Konjunktur hindeutet. Das Geschäftsklima im wichtigen Verarbeitenden Gewerbe blieb unverändert leicht über historischem Schnitt. Hier dämpft der schwache Welthandel das Geschäftsklima.
- Der Composite Einkaufsmanagerindex (PMI) stieg im Juli kräftig an und verringerte dadurch die Lücke zum Ifo-Index. Dieser war in den letzten Monaten positiver als die Ergebnisse der Einkaufsmanager-Umfrage.
- In der Industrie lag der Index im Juli wieder über der Wachstumsschwelle (50,3 gg. 48,6 zuvor). Die Aufträge insgesamt waren im leicht expansiven Bereich (50,6); die Aufträge aus dem Ausland gingen hingegen nur langsamer zurück (48,3 gg. 47,0). Im Dienstleistungssektor war der Anstieg ebenfalls kräftig (52,5 gg. 50,4) mit deutlichen Anstiegen beim Neugeschäft, den Erwartungen und der Beschäftigungskomponente.



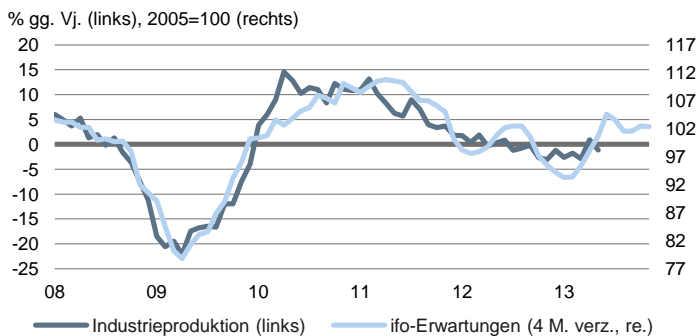
Chartbook: Konjunktur (2)

Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe



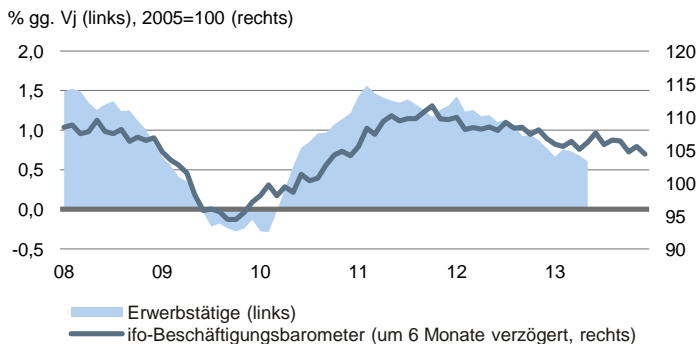
Quelle: Statistisches Bundesamt

Industrieproduktion und ifo-Erwartungen



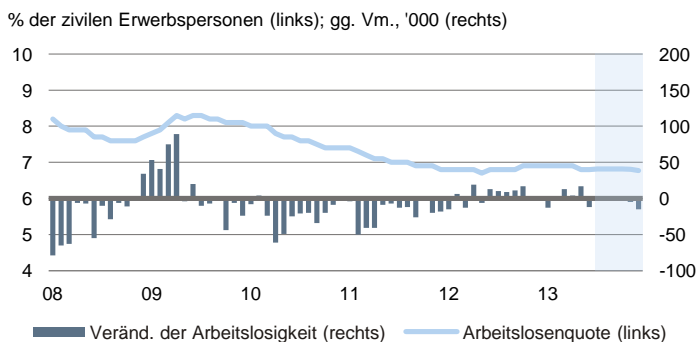
Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Erwerbstätige und ifo-Beschäftigungsbarometer



Quellen: ifo, Bundesagentur für Arbeit

Arbeitslosigkeit



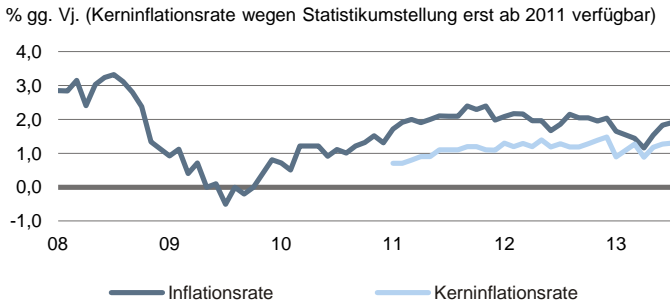
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, DB Research

- Die Auftragsdaten deuten 2013 bislang nicht auf eine starke Erholung der Industrie im Jahresverlauf hin. Im Mai ist der Auftragseingang um 1,3% gg. Vm. gefallen, nachdem schon im April ein kräftiges Minus (-2,2%) anfiel. Das Auftragsplus der Vormonate ist damit weitgehend rückgängig gemacht und im Vorjahresvergleich blieb das Auftragsniveau im Minus.
- Zwar waren die Daten durch volatile Großaufträge beeinflusst. Zudem deuten der ifo bzw. PMI auf eine positive Auftragsentwicklung hin. Die Umfragen waren zuletzt jedoch „zu positiv“. Wir erwarten daher nur eine schwache Erholung.
- Die Industrieproduktion fiel im Mai um 1,0% gg. Vm. In den Vormonaten verzeichnete die Industrie aber recht kräftige Produktionsanstiege, wobei das 2%-Plus im April stark durch wetterbedingte Nachholeffekte im Bau (+8,3%) geprägt war. Zudem war der schwache Mai wohl durch Brückentageeffekte negativ beeinflusst.
- In Q2 dürfte die Industrie kräftig zum BIP-Wachstum beitragen. Auf Basis der Daten für April und Mai dürfte das Plus für die Investitionsgüter (derzeit +4,6% gg. Vq.) sehr kräftig, bei Konsum- (+0,1%) und Zwischengütern (+0,7%) hingegen nur gering ausfallen.
- Momentan belastet die schwache Konjunktorentwicklung während des Winterhalbjahrs (BIP-Wachstum Q4: -0,7% gg. Vq.; Q1: +0,1% gg. Vq.) den der Konjunktur nachlaufenden Arbeitsmarkt.
- Im Mai 2012 stieg die Beschäftigung noch um 1,2% gg. Vj. Im Mai 2013 waren es nur noch 0,6% gg. Vj. Die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten lag zuletzt 1,3% über Vj.
- Aufgrund der auf Monatebene leicht zunehmenden Beschäftigtenzahl markiert die Zahl der Erwerbstätigen weiter historische Höchststände (saisonbereinigt 41,8 Mio. Personen).
- Im Juni verringerte sich die Zahl der Arbeitslosen um 12 Tsd., nachdem sie in den drei Vormonaten um in Schnitt 11 Tsd. angestiegen war. Trotz des leichten Anstiegs der Arbeitslosenzahl in den letzten Monaten lag die Arbeitslosenquote im Mai und Juni bei 6,8% und damit niedriger als zuvor (6,9%). Dies lag an der jährlichen Neuberechnung der Erwerbspersonen (die Basis der Quote) im Mai. Ihre Zahl stieg im Vorjahresvergleich um 580 Tsd.
- Frühindikatoren stiegen im Juli, deuten aber insgesamt auf eine Seitwärtsbewegung des Arbeitsmarktes in den nächsten Monaten hin. Ab Herbst 2013 dürfte sich die Situation auf dem Arbeitsmarkt wieder verbessern. Die Arbeitslosenquote dürfte im Jahresdurchschnitt 2013 6,8% betragen, genauso wie im Vorjahr.



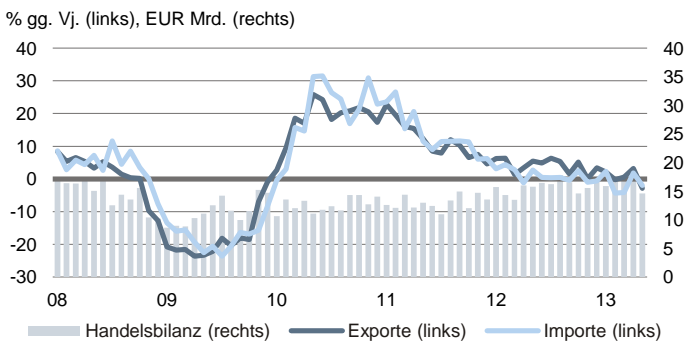
Chartbook: Konjunktur (3)

Inflationsrate und Kerninflationsrate



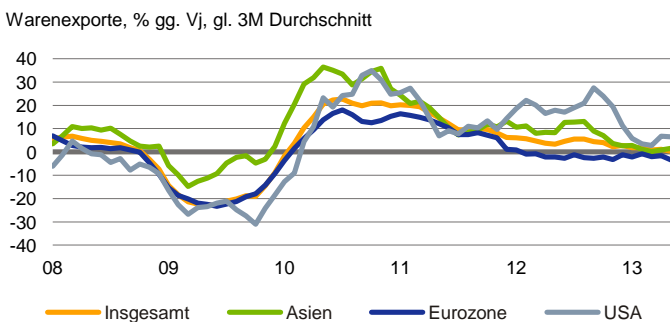
Quellen: Statistisches Bundesamt

Warenhandel



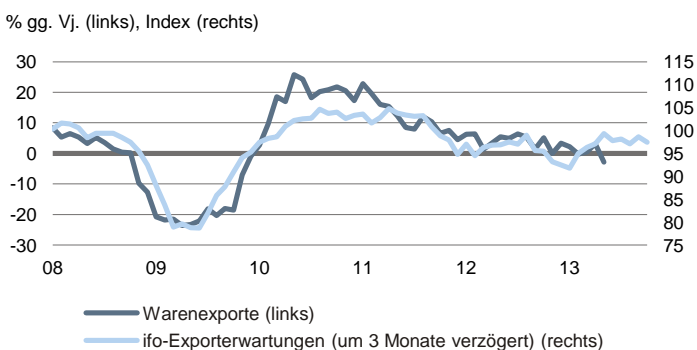
Quelle: Deutsche Bundesbank

Deutsche Warenexporte



Quelle: Deutsche Bundesbank

Exporte & ifo-Exportserwartungen



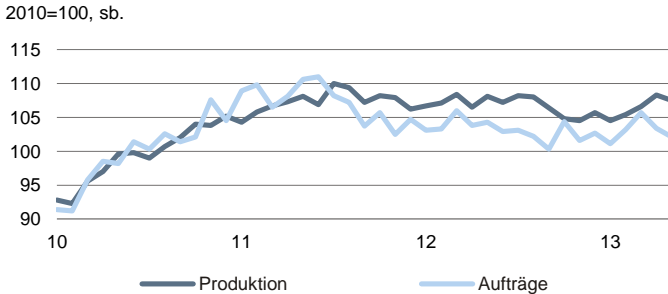
Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo

- Die Inflation beschleunigte sich im Juli auf 1,9% gg. Vj. nach 1,8% im Vormonat (April: 1,2%). Der Anstieg im Juli wurde durch die Nahrungsmittel getrieben (+5,7% nach +5,4%). Die recht hohe Rate geht aber auf einen Basis-effekt zurück, da die Nahrungsmittelpreise im Vormonatsvergleich leicht sanken. Die Kerninflation (ohne Nahrungsmittel u. Energie) blieb voraussichtlich bei 1,3%.
- Angesichts des moderaten BIP-Wachstums und stabiler Ölpreise erwarten wir eine gedämpfte Inflationsentwicklung in den nächsten Monaten. Für 2013 erwarten wir eine Inflationsrate von 1,4%, wobei von den Nahrungsmittelpreisen trotz auslaufenden Basiseffekts Aufwärtstendenzen ausgehen (instabiles Wetter/Überschwemmung).
- Der Handelsbilanzüberschuss sank im Mai kräftig auf EUR 14,1 Mrd., den tiefsten Stand seit Dezember 2011, nach noch EUR 17,5 Mrd. im April. Die Exporte (-2,4% gg. Vm.) gingen im Mai deutlich zurück. Die Importe stiegen hingegen den dritten Monat in Folge (+1,6%).
- Im Vorjahresvergleich fielen Exporte (-4,8%) und Importe (-2,6%) im Mai merklich, wobei auch die große Zahl der Brückentage eine Rolle gespielt haben könnte. In der Periode Jan./Mai stagnierten die Exporte (-0,3%), während die Importe, vor allem wegen Energieimporten, um 1,7% unter Vorjahr lagen. Der Unterschied hängt auch mit dem starken Rückgang der Importpreise (Jan./Mai: -2,2%) bei nahezu stabilen Exportpreisen zusammen.
- Die deutschen Exporte bewegten sich zuletzt weitgehend seitwärts, da die seit Mitte 2012 deutlich rückläufige Dynamik der Exporte in die USA und nach Asien (insbesondere China) nicht mehr ausreichte, um die im Vorjahresvergleich sinkenden Exporte in die EWU-Länder über zu kompensieren. Am aktuellen Rand gibt es Anzeichen, dass sich die Exporte in die USA und nach China wieder beschleunigen.
- Seit dem Beginn der Eurokrise ist der Anteil der EWU-Exporte an den gesamten deutschen Exporten um nahezu 10%-Punkte auf zuletzt etwa 37% gefallen (Asien 16% und USA 8%), da die Krisenländer ihre Importe ggü. 2008 stark einschränkten (2012 – Spanien: -36%; Italien: -10%; Portugal: -24%).
- Trotz des moderaten Rückgangs im Juli (nach kräftigem Plus im Juni) blieben die ifo-Exportserwartungen über ihrem Q2-Schnitt. Sie deuten in den nächsten Monaten nur auf eine verhaltende Exportdynamik hin. Die Exportaufträge laut PMI und der globale PMI (<50) lassen jedoch keine starke Erholung des Welthandels erwarten.
- Die Importe dürften bei einer Stabilisierung der Rohstoffpreise, dem Ende des Lagerabbaus sowie einem recht hohen Beschäftigungsniveau und realen Einkommenszuwächsen relativ zum Export leicht stärker wachsen.
- Der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte war in Q1 2013 knapp positiv (Q1: +0,1%-Punkte, Q4: -0,7%-Punkte), dürfte im Gesamtjahr aber leicht negativ werden.



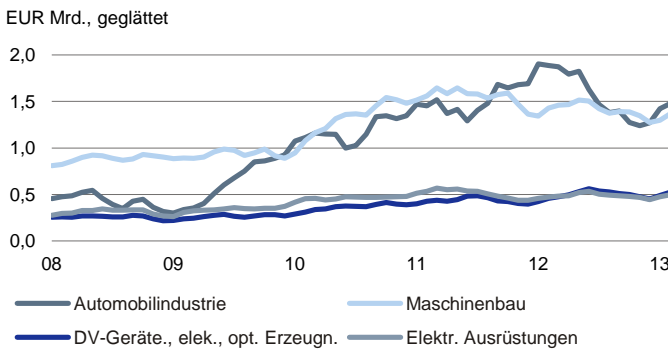
Chartbook: Branchen

Verarbeitendes Gewerbe: Produktion und Aufträge



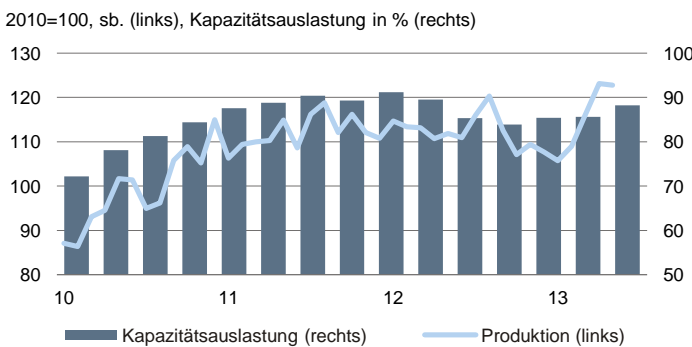
Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsche Exporte nach China nach Branchen



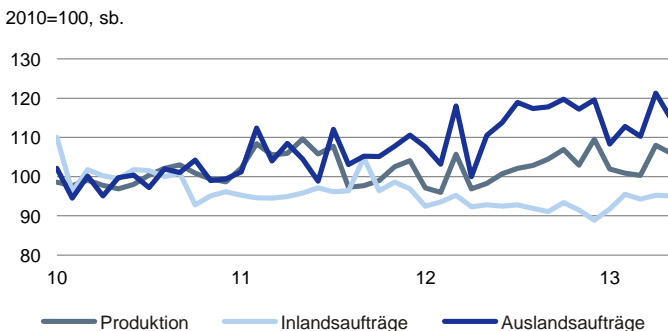
Quelle: Statistisches Bundesamt

Automobilindustrie: Produktion & Kapazitätsauslastung



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Pharmaindustrie: Produktion und Aufträge



Quelle: Statistisches Bundesamt

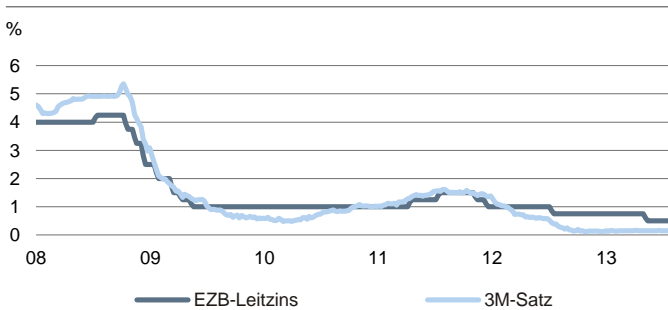
- Die reale Produktion des Verarbeitenden Gewerbes lag im Zeitraum März bis Mai 2013 um 2,2% über dem Niveau von Dez. 2012 bis Feb. 2013. Die Auftragseingänge überstiegen im gleichen Zeitraum das Niveau der Vorperiode um 1,4%, tendierten im Verlauf aber zuletzt zweimal nach unten.
- Impulse dürften im Jahresverlauf vor allem aus dem außereuropäischen Ausland kommen. Die Nachfrage aus der Eurozone schrumpfte zuletzt wieder.
- Für 2013 rechnen wir mit einem Produktionswachstum von 1% (2012: -1%).
- Der für die deutschen Unternehmen wichtige Absatzmarkt China zeigte 2012 Schwächen. Dementsprechend mussten deutsche Automobilproduzenten und Maschinenbauer bei den Ausfuhren empfindliche Einbußen hinnehmen.
- Seit Jahresbeginn haben die Ausfuhren dieser wichtigen Exportbranchen jedoch wieder angezogen – trotz der gemischten Nachrichten aus China. Demnach dürften die Exporte nach China die Produktion jener Sektoren 2013 stützen. Dies gilt auch für die Ausfuhren in die USA, in die die deutschen Automobilproduzenten und Maschinenbauer ebenfalls seit Jahresbeginn wieder mehr liefern.
- In der Automobilindustrie konnte im Mai das hohe Produktionsniveau des Vormonats gehalten werden. Im Zeitraum März/Mai 2013 lag die reale Fertigung um 12,3% über dem Niveau der drei Vormonate.
- Dieser unerwartet starke Anstieg der inländischen Fertigung, der primär durch Exporte und die Nutzfahrzeugkonjunktur getrieben wurde, bildet die Basis dafür, dass die inländische Produktion in der Automobilindustrie im Gesamtjahr 2013 um real 4% zulegen dürfte.
- Die Geschäftserwartungen in der Automobilindustrie liegen knapp im positiven Bereich. Die Kapazitätsauslastung der Branche nahm im 3. Quartal zu dritten Mal in Folge zu.
- Die Impulse für die deutsche Pharmaindustrie kamen in den letzten Jahren vorwiegend aus dem Ausland. Demgegenüber tendierte der Inlandsmarkt u.a. aufgrund der strikteren Regulierung schwächer.
- Seit Jahresbeginn hat sich die Auftragslage im Inland verbessert (Jan.-Mai 2013 vs. Aug.-Dez. 2012: real +3,4%). Auch die Auslandsaufträge sind nach einem Einbruch zu Beginn des Jahres zuletzt wieder gestiegen (Apr./Mai vs. Feb./März: +5,8%).
- Insgesamt erwarten wir aber für die pharmazeutische Industrie aufgrund des schwierigen Umfelds im Inland 2013 nur ein reales Produktionsplus von 0,5%.





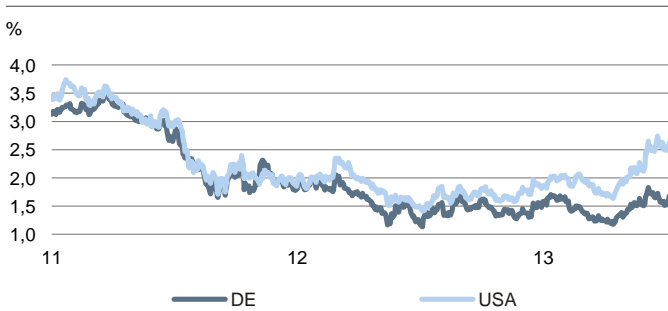
Chartbook: Finanzmärkte (1)

EWU: Leitzins & 3M-Satz



Quellen: EZB, Global Insight

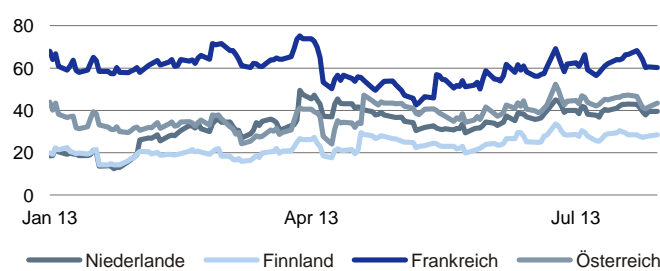
Renditen 10-jähriger deutscher und amerikanischer Staatsanleihen



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände

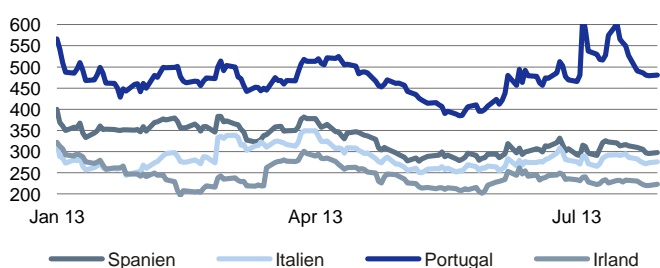
Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände

Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



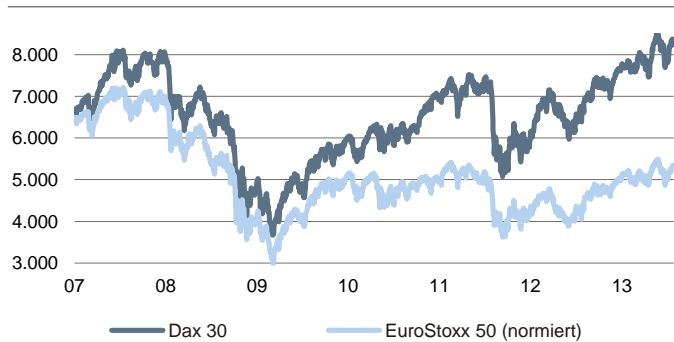
Quelle: Global Insight

- Laut EZB-Präsident Draghi gab es Forderungen nach einer weiteren Zinssenkung bei der Ratssitzung der EZB am 4. Juli, allerdings waren wohl einige „Nord-Länder“ dagegen. In Anlehnung an ähnliche Maßnahmen der Fed und der BoE versucht die EZB die Zinsstrukturkurve durch die Aussage, dass die Zinsen für einen längeren Zeitraum auf dem aktuellen oder niedrigeren Niveau bleiben werden, zu beeinflussen (forward guidance).
- Basierend auf Euribor-Kontrakten erwarten die Märkte, dass der 3-M Satz auf 0,5% zum Jahresende 2014 und auf 0,9% zum Jahresende 2015 steigen dürfte. Das war allerdings bereits vor Draghis forward guidance der Fall.
- Andeutungen von Bernanke, die Fed könnte ihre monatlichen Anleihekäufe in den kommenden Monaten reduzieren und womöglich Mitte 2014 gänzlich einstellen, erhöhten die Volatilität an den Märkten. Die z.T. widersprüchlichen Botschaften aus den Protokollen der letzten Fed-Sitzung und jüngste Äußerungen von Bernanke haben diese noch verstärkt. Die Renditen der 10-jährigen Treasuries stiegen seit Anfang Mai von 1,6% bis auf 2,6% an.
- Dies zog die Rendite 10-jähriger deutscher Anleihen nach oben. Seit Anfang Mai stiegen die Renditen von 1,2% auf 1,7%. Der Renditeabstand zwischen US- und deutschen Anleihen hat sich mehr als verdoppelt auf rund 100 Bp.
- Ausgehend von der Debatte über den QE3-Ausstieg der Fed hat sich der globale Zinszyklus wahrscheinlich gedreht. Zudem stiegen die Anleiherenditen europäischer Länder durch die politische Unsicherheit in Portugal, Griechenland, Italien und Spanien.
- Seit Anfang Mai erhöhten sich die Renditen der Kernländer der Eurozone um 40 bis 60 Bp. Gegenüber deutschen Anleihen stieg der Renditeabstand für Frankreich um etwa 10 Bp. und blieb für Finnland, die Niederlande und Österreich etwa konstant.
- Die Renditen von italienischen, spanischen und irischen 10-jährigen Staatsanleihen stiegen seit Anfang Mai zwischen rund 30 Bp. (Irland) und 55 Bp. (Spanien), so dass sich die Renditeabstände ggü. deutschen Staatsanleihen für Italien (8 Bp.) und Spanien (10 Bp.) erhöhten.
- Portugal wurde zwischenzeitlich durch die Regierungskrise am stärksten getroffen und der Renditeabstand vergrößerte sich bis Mitte Juli ggü. Mai um fast 150 Bp. Seitdem beruhigte sich die Lage und der Renditeabstand fiel wieder um 120 Bp.



Chartbook: Finanzmärkte (2)

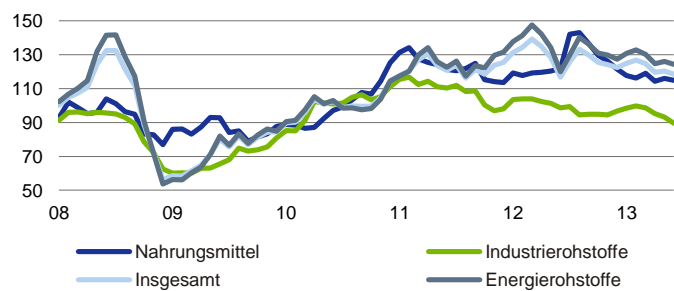
Aktienindizes



Quellen: Global Insight, DB Research

Rohstoffpreise

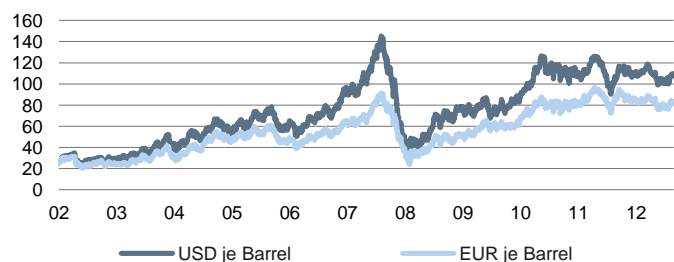
HWWI Index, 2010=100, EUR Basis



Quelle: HWWI

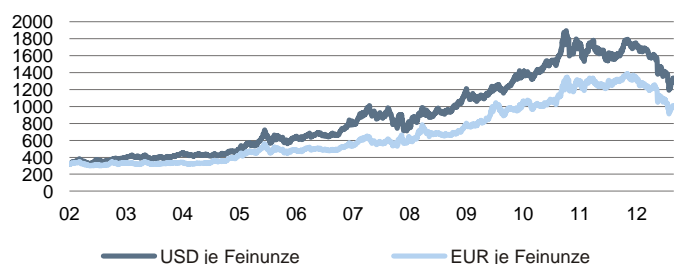
Ölpreis

Brent Blend, USD oder EUR je Barrel



Goldpreis

USD oder EUR je Feinunze



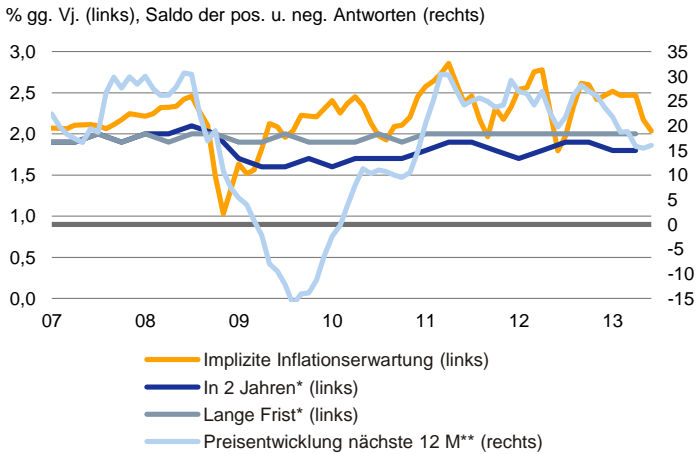
Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

- Derzeit liegt der DAX bei etwa 8300 Punkten. Der DAX hat sich zuletzt gut gehalten, wohl auch, da es bei teilweise negativen Realzinsen am deutschen Anleihemarkt an Anlagealternativen fehlt. Der Abstand der Dividenden- zur Anleiherendite liegt auf hohem Niveau.
- Momentan läuft die Q2-Berichtssaison. Bei EPS und Umsätzen lagen die europäischen Zahlen unter dem historischen Durchschnitt. Erste Zahlen der deutschen Unternehmen waren gemischt (Umsätze +; EPS -; 27 Unternehmen). Im Gegensatz dazu fielen die Q2-Berichte in den USA in etwa wie erwartet aus, und in Asien gab es positive Überraschungen.
- Unsere Aktien-Analysten erwarten einen Stand des DAX von 8000 und des Stoxx 600 von 315 zum Jahresende.
- Rohstoffpreise fielen wegen Sorgen über das Wachstum in China und der Debatte über den QE3-Ausstieg der Fed bis Anfang des Monats kräftig, da eine Verbindung zwischen QE und Kapitalflüssen in Rohstoffe bestehen dürfte. Durch das erwartete etwas höhere Wachstum Chinas und der Weltwirtschaft in H2 dürften Rohstoffpreise wieder moderat steigen.
- Seit dem Hochpunkt im August 2012 fielen die Nahrungsmittelpreise um fast 1/3. Obwohl der Rückgang sich 2013 verlangsamt, liegen sie etwa 20% unter dem Vorjahresniveau. Basiseffekte werden gg. Vj. im Juli/Aug. sogar für noch stärkere Rückgänge sorgen. Allerdings verzeichneten viele EWU-Länder zuletzt deutliche Anstiege der Nahrungsmittelpreise auf VPI-Ebene.
- In H2 2013 dürfte sich die Nachfrage nach Öl im Zuge der weltweiten Konjunkturbelebung erhöhen. Zusätzliche preistreibende Wirkungen könnten von der Angebotsseite (z.B. geopolitische Risiken, Iran) ausgehen.
- In Folge der deutlichen Ausweitung des Angebots insb. durch die höhere Produktion an Schieferöl in den USA erwarten unsere Rohstoffstrategen einen Ölpreis von USD 107 per Barrel im Q4 2013. Aktuell notiert der Ölpreis bei etwa USD 110 per Barrel Brent.
- Der Goldpreis liegt momentan bei etwa USD 1300 per Feinunze und damit rund 30% unter dem Höchststand des vergangenen Jahres (4. Okt 2012; USD 1792 per Feinunze). Belastend wirken die Ankündigung der Fed, QE3 im Laufe des Jahres zu reduzieren, die Erhöhung der realen Zinsen, ein stärkerer USD und nachlassende Inflations Sorgen.
- Unsere Rohstoff-Analysten erwarten einen Goldpreis von USD 1300 per Feinunze zum Q4 2013. Trotzdem wäre dies der größte Preisrückgang gg. Vj. (eop) seit dem Jahr 1997.



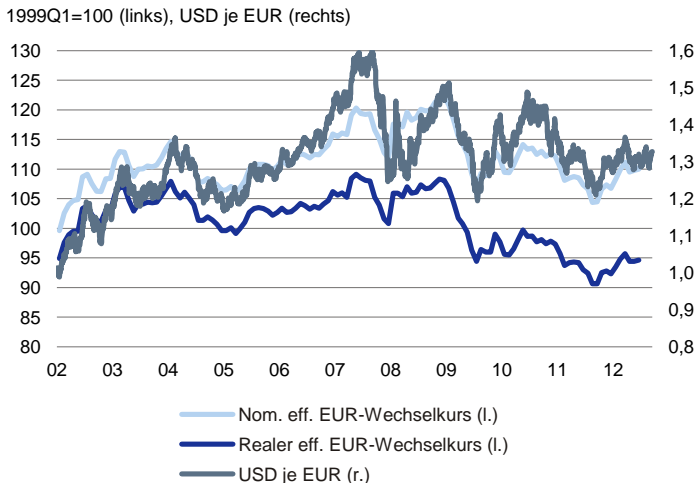
Chartbook: Finanzmärkte (3)

Inflationserwartungen Eurozone



\* ECB Survey of Professional Forecasters, \*\* EC Consumer Survey  
 Quellen: EZB, Europäische Kommission, Bloomberg

Wechselkursentwicklung des Euro



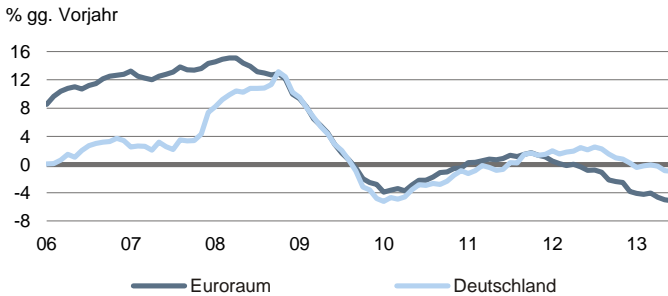
Quellen: EZB, Reuters

- Trotz der öffentlichen Sorge über Inflationsgefahren, erwarten die von der EZB befragten privaten Prognostiker keinen Anstieg der Inflation. Ihre Erwartungen über die Inflationsrate (EWU) in 2 Jahren blieben konstant bei 1,8%. Unverändert wird in 5 Jahren eine Inflationsrate von 2,0% erwartet.
- Die aus der Differenz 10-jähriger nomineller deutscher Staatsanleihen und der Rendite inflationsgeschützter Anleihen berechnete Inflationserwartung für die nächsten 10 Jahre schwankt seit Anfang 2011 zwischen 2 und gut 2 ½%.
- Allerdings dürfte diese „implizite Inflationserwartung“ verzerrt sein. Zum einen ist der derzeitige Realzins nahe Null ökonomisch nur schwer zu erklären. Zum anderen sind die Anleiherenditen durch massive Käufe einiger großer Zentralbanken und bestehender „Safe haven“-Käufe wohl nach unten verzerrt.
- Nachdem der EUR/USD im Februar das Hoch von 1,37 erreicht hatte, bewegt sich der EUR/USD im Q2 in dem relativ engen Band von 1,28 bis 1,34. Die zuletzt z.T. widersprüchlichen Botschaften der Fed führen zur relativ volatilen Seitwärtsbewegung des EUR/USD Wechselkurses.
- In H2 2013 dürfte sich das Wachstum der USA auf etwa 3% erhöhen und die Fed die QE3-Käufe verringern. Dies dürfte für einen stärkeren USD sorgen – unsere Strategen rechnen daher mit einem EUR/USD Kurs von 1,23 Ende Q4 (1,26 Ende Q3). Sie sehen die aktuelle USD-Stärke als Beginn eines mehrjährigen USD-Aufwertungszyklus und prognostizieren das Erreichen der USD/EUR Parität im Jahr 2017.



Chartbook: Finanzmärkte (4)

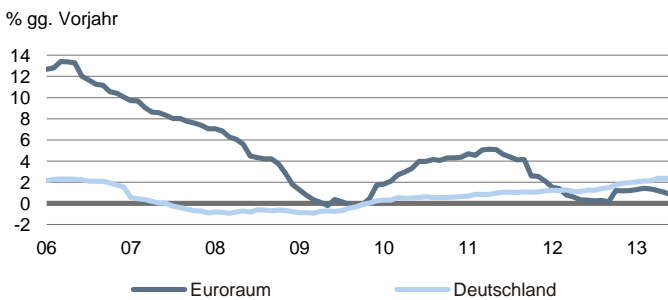
Kredite an Unternehmen



Quellen: EZB, DB Research

- Die schwache Entwicklung bei Unternehmenskrediten setzte sich auch im Juni fort. Erneut -0,9% gg. Vj (EUR -8,6 Mrd.).
- Obwohl die Schrumpfrate nach wie vor deutlich unter dem Durchschnitt des Euroraums liegt, schlägt sich die bis zum ersten Quartal 2013 rückläufige Investitionstätigkeit im Kreditvolumen nieder. Teilweise auch Substitution durch Anleiheemission.
- Im Euroraum nochmals beschleunigter Rückgang auf -5,1% gg. Vorjahr im Juni (Mai: -5%), bedingt durch anhaltendes Deleveraging und Rezession in Krisenländern.

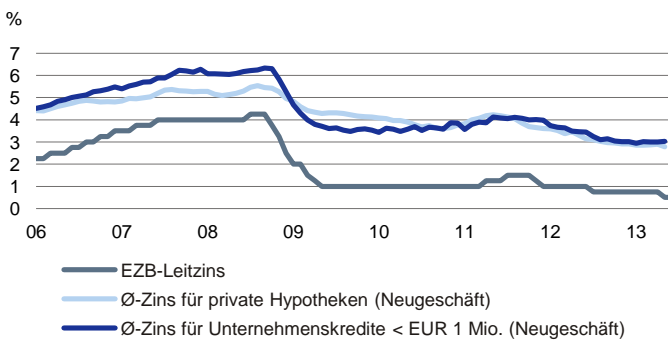
Privates Hypothekenvolumen



Quellen: EZB, DB Research

- Im Juni stieg das Hypothekenvolumen um +2,4% gg. Vorjahr (EUR +23,3 Mrd. gg. Vj). In Q2 damit durchgehend Zuwächse auf dem Niveau der Vorkrisenperiode aber kaum weitere Beschleunigung.
- Das anhaltend niedrige Zinsniveau sowie eine stabile Einkommens- und Beschäftigungssituation stärken die Immobiliennachfrage auf Seiten der Haushalte.
- Nach wie vor höheres Hypothekarkreditwachstum in Deutschland als in der EWU (+0,8% im Juni).

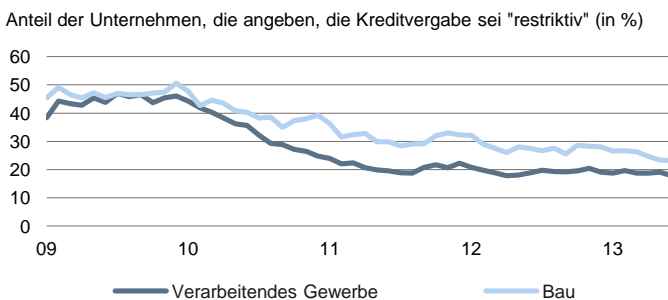
Zinsen für Kredite



Quellen: EZB, Bundesbank

- Zinssätze für Unternehmens- und Hypothekarkredite in Deutschland seit Jahresbeginn weitgehend unverändert und auf historisch niedrigem Stand: Mai 2,8% für Hypothekar- und 3% für Unternehmenskredite.
- Das niedrige Leitzinsniveau senkt Refinanzierungskosten der Banken, was wiederum auch an Kunden weitergegeben wird.

Kredithürde



Quelle: ifo

- Unternehmen schätzen Kreditvergabe weiter als unproblematisch ein.
- Im Juni Anteil der Industrieunternehmen, die Kreditvergabe als restriktiv einstufen, nach wie vor auf niedrigem Niveau bei weiterem Rückgang gg. Vormonat (-1,2 Prozentpunkte). Bei Bauunternehmen ebenfalls historisch niedriger Stand sowie leichter Rückgang (-0,2 Prozentpunkte).

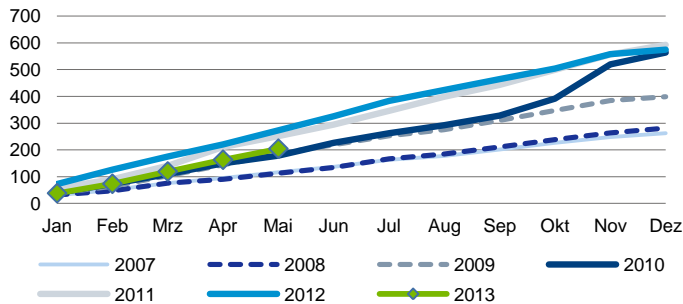




Chartbook: Finanzmärkte (5)

Bruttoemissionen von Staatsanleihen

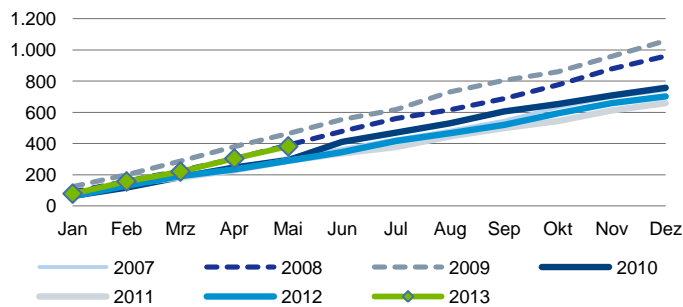
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Bankanleihen

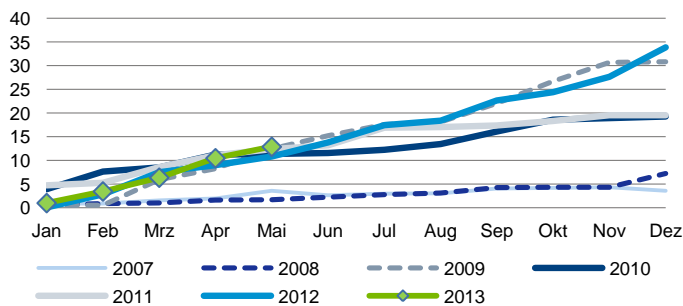
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Unternehmensanleihen

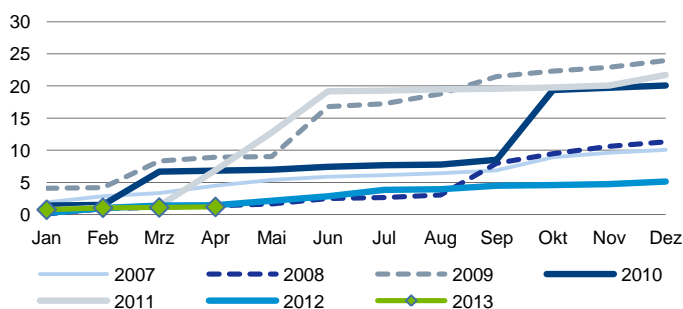
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Aktien

Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



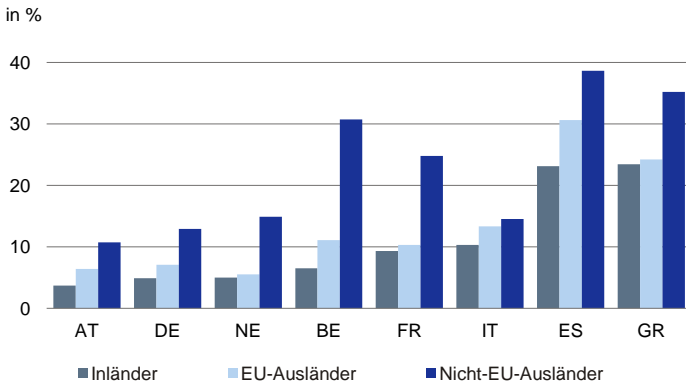
Quellen: Bundesbank, DB Research

- Die Ausgabe von Schuldverschreibungen des öffentlichen Sektors in Deutschland blieb im Vergleich zu den beiden Vorjahren gedämpft. Die deutschen Länder und die Bundesregierung erlösten dabei rund EUR 41 Mrd. im Mai 2013.
- In den ersten 5 Monaten des Jahres 2013 betragen die kumulierten Emissionen von Staatsanleihen EUR 204 Mrd, gegenüber EUR 274 Mrd. im Vorjahr.
- Der öffentliche Sektor in Deutschland profitiert als Emittent noch immer vom "Safe-haven"-Effekt.
- Die bislang starke Aktivität bei der Ausgabe von Bankanleihen im Jahr 2013 hielt auch im Mai mit einem Ausgabevolumen von EUR 78 Mrd an.
- Die Ausgabe von Bankanleihen erreichte dabei den bislang höchsten Wert für die ersten fünf Monate eines Jahres seit 2009 mit EUR 382 Mrd.
- Die Tatsache, dass die Zinsen von Bankanleihen auf die tiefsten Stände seit 2008 gefallen sind, gab den Banken Anreiz, ihre Kapitalstruktur und ihre Liquidität zu verbessern.
- Die Unternehmen nutzten für ihre Finanzierung auch weiterhin die Anleihemärkte, wobei das Ausgabevolumen im Mai EUR 2,4 Mrd. betrug.
- Die kumulierten Emissionsvolumen im bisherigen Jahr summieren sich auf etwa EUR 13 Mrd. (+19.4%)
- Die Ausgabe von Unternehmensanleihen bewegt sich auf dem Niveau des langfristigen Durchschnitts der letzten vier Jahre.
- Mit einem Wert von EUR 93 Mio. stieg die Emissionstätigkeit am Aktienmarkt im April verglichen zum Vorjahreswert von EUR 66 Mio. leicht an.
- Die Aufnahme von Eigenkapital durch Unternehmen in den ersten 4 Monaten des Jahres lag dennoch und trotz des unterstützenden Börsenumfelds bei lediglich EUR 1,2 Mrd., dem niedrigsten Wert der letzten sechs Jahre.



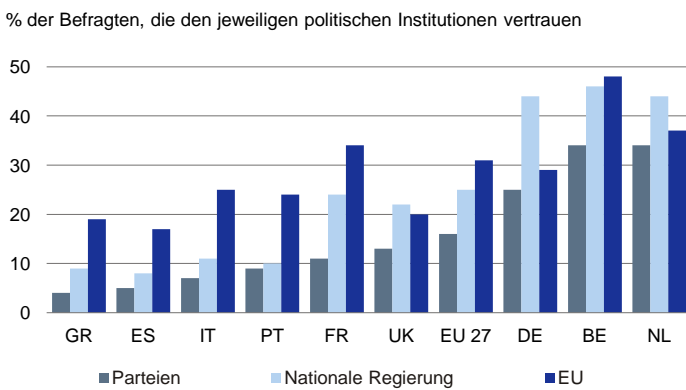
Chartbook: Wirtschaftspolitik

Arbeitslosigkeit in der Eurozone nach Staatsangehörigkeit



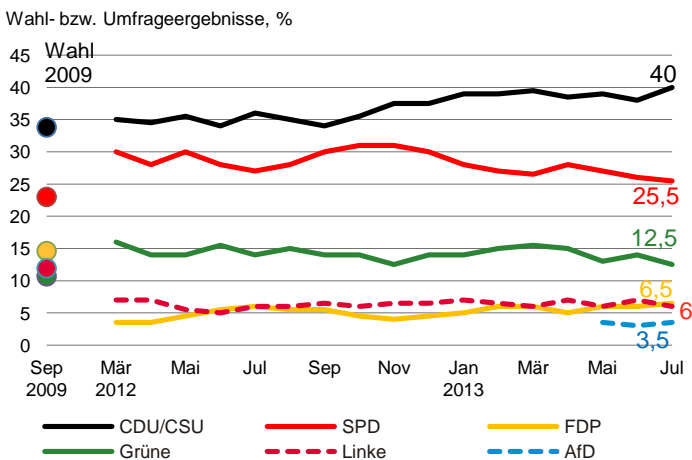
Quelle: Eurostat

Geringes Vertrauen in politische Institutionen



Quelle: Eurobarometer

Deutscher Bundestag, wenn morgen gewählt würde



Quelle: IfD Allensbach

- Die südeuropäischen Euro-Länder haben seit längerem mit immer weiter steigenden Arbeitslosenquoten zu kämpfen. Die allgemeine Arbeitslosenquote verdeckt allerdings, dass bestimmte Gruppen davon besonders betroffen sind. Neben den Jugendlichen sind dies vor allem ausländische Arbeitnehmer.
- Die Arbeitslosenquoten von Einheimischen und EU-Ausländern unterscheiden sich in den meisten Ländern kaum. Dagegen haben Zuwanderer aus Nicht-EU-Ländern im Durchschnitt ein geringeres Qualifikationsniveau und somit schlechtere Arbeitsmarktchancen. In Griechenland, Spanien, aber auch in Belgien sind über 30% der Nicht-EU-Ausländer aktuell ohne Job. Aufgrund der besseren Arbeitsmarktlage sind es in Deutschland und Österreich hingegen lediglich 12,9% bzw. 10,7%.
- Das neueste Eurobarometer belegt, dass die Bürger in den europäischen Krisenstaaten nur wenig Vertrauen in ihr politisches System und ihre politischen Institutionen haben. Am anderen Ende der Skala finden sich die Benelux-Länder.
- In den GIPS-Staaten geben zum Teil weniger als 10% der Befragten an, den Parteien und nationalen Regierungen zu vertrauen. Die EU schneidet in diesen Ländern zwar besser ab als die nationalen Institutionen, aber erreicht absolut betrachtet auch nur geringe Zustimmungswerte.
- Neben den traditionell EU-skeptischen Briten gaben auch die Befragten in Deutschland und den Niederlanden an, mehr Vertrauen in die eigene Regierung als in die EU zu haben.
- Insgesamt konnte die Regierungskoalition ihren Vorsprung auf Rot-Grün wieder leicht ausbauen. Zusammen kommen CDU und FDP auf 46,5% der Stimmen, was für die absolute Mehrheit im Bundestag bereits ausreichen könnte.
- Die CDU hat weiterhin einen deutlichen Vorsprung zur SPD. Kanzlerin Angela Merkel wird in Umfragen nach wie vor deutlich besser bewertet als ihr Herausforderer Peer Steinbrück.
- Die im März gegründete AfD – deren Hauptforderung eine Neuordnung der Eurozone ist – liegt weiterhin deutlich unterhalb der 5%-Hürde.



## Ausblick Deutschland

### Ansprechpartner für die Chartbooks:

#### *Konjunktur und Finanzmärkte:*

Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)

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

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

#### *Branchen:*

Antje Stobbe (+49 69 910-31847, antje.stobbe@db.com)

#### *Wirtschaftspolitik:*

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

Frank Zipfel (+49 69 910-31890, frank.zipfel@db.com)

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
1. Aug.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
1. Sep.	TV-Kanzlerduell	Höhepunkt des Wahlkampfes, der (1) Sozialpolitik, (2) NSA-Skandal und (3) Eurokrise als Hauptthemen hatte. Letzte Konfrontation der Spitzenkandidaten.
3. Sep.	1. Lesung im Bundestag des Entwurfs Bundeshaushalt 2014	Entwurf sieht 2014 Ausgaben von EUR 295,4 Mrd. vor (2013: EUR 310 Mrd., einschließl. 8 Mrd. wegen Flutschäden (Fonds „Aufbauhilfe“)). Nettokreditaufnahme sinkt von EUR 25,1 Mrd. 2013 auf EUR 6,2 Mrd.
5. Sep.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
5./6. Sep.	G20-Gipfel in St. Petersburg	Schwerpunkte russischer G20-Präsidentschaft: mehr Wachstum und Beschäftigung u.a. durch Investitionen und effiziente Regulierung. Dabei geht es u.a. um Finanzmarktregulierung und nachhaltige Fiskalpolitik.
13./14. Sep.	Informeller ECOFIN in Litauen	
15. Sep.	Landtagswahl in Bayern	Horst Seehofer dürfte mit hoher Wahrscheinlichkeit Ministerpräsident bleiben. Offen ist jedoch, ob die CSU die Mehrheit der Sitze im Landtag erreichen wird.
22. Sep.	Landtagswahl in Hessen	Auch ein möglicher Regierungswechsel würde keine entscheidende Veränderung der Mehrheitsverhältnisse im Bundesrat herbeiführen.
22. Sep.	Bundestagswahl	Zu aktuellen Umfrageergebnissen siehe Grafik im Chartbook Wirtschaftspolitik.
2. Okt.	Sitzung des EZB-Rates mit Pressekonferenz in Paris	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
11.-13. Okt.	Jahrestreffen IWF und Weltbank	Diskussion des weltwirtschaftlichen Ausblicks und der Lage an den Finanzmärkten.
14./15. Okt.	Eurogroup/ECOFIN-Sitzung	Bewertung des Reformfortschritts der Programmländer, Vorbereitung des Eur. Rats.
24./25. Okt.	Europäischer Rat in Brüssel	Sozialgipfel. Zudem Debatte über Maßnahmen für mehr Wettbewerbsfähigkeit, Wachstum und Beschäftigung in EU.

Quelle: DB Research

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

Nicolaus Heinen (+49 69 910-31713, nicolaus.heinen@db.com)



## Ausblick Deutschland

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
6. Aug. 2013	12:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Juni	1,5	-1,3
7. Aug. 2013	12:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Juni	0,7	-1,0
8. Aug. 2013	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Juni	15,1	14,6
8. Aug. 2013	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juni	-1,9 (-3,9)	-2,0 (-2,9)
8. Aug. 2013	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juni	-3,0 (-3,0)	1,4 (-2,0)
14. Aug. 2013	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q2 2013	0,5	0,1
22. Aug. 2013	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Aug	50,5	50,3
22. Aug. 2013	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Aug	53,0	52,5
27. Aug. 2013	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Aug	106,5	106,2
29. Aug. 2013	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Aug	0,3 (1,8)	0,5 (1,9)
30. Aug. 2013	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juli	0,4 (-2,5)	-0,8 (-2,2)

Quellen: DB Research, Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit, ifo, Markit

Heiko Peters (+49 69 910-21548, [heiko.peters@db.com](mailto:heiko.peters@db.com))

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



## Ausblick Deutschland

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,100	0,10	0,50	0,50	0,00	1,00	0,20	1,50	2,50	4,00	0,05
Sep. 13	0,100	0,08	0,50	0,51	0,00	1,00	0,10	1,50	2,50	3,50	0,05
Dez. 13	0,100	0,08	0,50	0,51	0,00	1,00	0,10	1,50	2,50	3,50	0,05
Juni 14	0,100	0,08	0,50	0,60	0,00	1,00	0,10	1,50	2,50	3,50	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,27	0,23	0,23	0,51
Sep. 13	0,35	0,30	0,50	0,51
Dez. 13	0,35	0,30	0,50	0,51
Juni 14	0,35	0,30	0,50	0,60

### 10J Staatsanleihen

	Renditen, %				Renditeabstände gg. EWU, %-Punkte			
Aktuell	2,65	0,80	1,53	2,33	-0,61	0,55	0,15	1,00
Sep. 13	2,50	0,90	1,55	2,25	-0,70	0,25	0,25	0,65
Dez. 13	2,50	1,00	1,75	2,50	-0,65	0,20	0,30	0,70
Juni 14	3,00	0,80	2,00	2,80	-0,65	0,20	0,30	0,75

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,32	97,80	0,86	1,53	1,23	8,59	7,46	7,86	4,23	297,88	25,91
Sep. 13	1,26	102,00	0,86	1,61	1,25	8,45	7,46	7,35	4,13	284,90	25,41
Dez. 13	1,20	110,00	0,85	1,56	1,25	8,25	7,46	7,25	4,00	279,30	25,20
Juni 14	1,18	113,00	0,84	1,49	1,24	8,00	7,46	7,15	4,00	275,10	24,85

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)

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





## Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q3 2012	Q4 2012	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Feb 2013	Mrz 2013	Apr 2013	Mai 2013	Jun 2013	Jul 2013
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	102,3	101,4	106,1	105,3		107,4	106,7	104,4	105,7	105,9	106,2
ifo Geschäftserwartungen	94,3	95,6	103,0	101,9		104,6	103,6	101,6	101,6	102,5	102,4
PMI Composite	47,9	49,1	52,8	49,9		53,3	50,6	49,2	50,2	50,4	52,8
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	96,4	95,1	101,1	100,5		102,4	101,9	99,3	100,7	101,5	101,5
PMI Verarbeitendes Gewerbe	45,0	46,3	49,7	48,7		50,3	49,0	48,1	49,4	48,6	50,3
Produktion (% gg. Vp.)	0,2	-2,6	0,0			0,6	1,1	2,0	-1,0		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,7	1,0	0,4			2,1	2,4	-2,2	-1,3		
Grad der Kapazitätsauslastung	83,6	82,1	83,2	82,7	83,6						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	0,5	-2,3	-6,6			-0,3	-5,8	15,7	-1,7		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,2	2,2	2,4			4,2	-5,4	0,7	0,5		
ifo Bauhauptgewerbe	118,0	117,7	125,7	123,8		127,1	127,2	124,5	123,5	123,4	122,0
<b>Dienstleistungen</b>											
PMI Dienstleistungen	49,4	50,0	53,8	49,9		54,7	50,9	49,6	49,7	50,4	52,5
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-7,9	-10,0	-6,5	-4,2		-6,4	-5,4	-4,9	-4,5	-3,2	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,7	-0,6	1,9	0,3		-0,5	-0,2	0,3	0,7		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-7,0	-6,2	-10,5	-3,7		-10,5	-17,1	3,8	-9,9	-4,7	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-1,0	2,2	-1,0			2,0	2,8	-1,4	-0,7		
Exporte (% gg. Vp.)	1,1	-2,0	0,4			-1,2	0,5	1,4	-2,0		
Importe (% gg. Vp.)	0,3	-0,9	-1,0			-3,4	1,0	1,2	1,4		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	50,6	47,1	50,5			17,4	17,1	17,5	14,6		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,8	6,9	6,9	6,8		6,9	6,9	6,9	6,8	6,8	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	26,3	28,7	-8,7	19,7		-1,0	13,0	4,0	17,0	-12,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,0	0,9	0,7			0,8	0,7	0,7	0,6		
ifo Beschäftigungsbarometer	105,9	106,3	106,2	104,9		106,5	106,4	104,7	105,5	104,4	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	2,1	2,0	1,8	1,5		1,8	1,8	1,1	1,6	1,9	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,2	1,3	1,4	1,0		1,2	1,8	0,6	1,1	1,2	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	1,4	1,5	1,1	0,3		1,2	0,4	0,1	0,2	0,6	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-4,5	0,7	-3,5	-7,0		-3,2	-3,7	-6,2	-6,7	-8,2	
Ölpreis (USD)	109,7	110,1	112,6	102,5		116,3	108,4	102,0	102,6	103,0	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	27,0	31,2	26,6	22,5		26,5	25,6	25,4	21,6	20,6	
EC Unternehmensumfrage	0,8	2,9	3,7	-0,6		3,2	2,5	-0,4	-1,8	0,5	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	3,3	3,2	4,1								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,5	2,8	2,4								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,5	3,8	4,3								
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	6,9	6,0	5,3	4,2		5,8	5,3	5,7	4,6	4,2	
Trend von M3						5,8	5,6	5,2	4,8		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	0,6	-0,4	-0,2			-0,2	-0,2	-0,2	-0,1		
Kredite an öffentliche Haushalte	10,4	13,5	-18,7			-13,0	-18,7	-13,2	-23,1		

% gg. VP = Veränderung gegenüber der Vorperiode

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





## Ausblick Deutschland

Im Ausblick Deutschland aus der Reihe Aktuelle Themen/Konjunktur werden volkswirtschaftliche und wirtschaftspolitische Themen zu Deutschland behandelt. Jede Ausgabe enthält zudem Übersichtstabellen zu finanz- und wirtschaftspolitischen Terminen sowie einen detaillierten Datenmonitor zu deutschen Wirtschaftsindikatoren. Die Ausgabe erscheint monatlich. Sie wird ergänzt durch ein Update aus der Reihe Research Briefing/Konjunktur zur Monatsmitte, das neben einem aktuellen Überblick über wichtige Konjunktur- und Finanzmarktindikatoren ebenfalls eine Übersicht über wichtige Branchen sowie über das aktuelle wirtschaftspolitische Geschehen bietet.

- ▶ **Binnenkonjunktur – kein Selbstläufer**  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 15. Juli 2013
- ▶ **Strukturelle Verbesserungen stützen Sonderstellung**  
(Aktuelle Themen) ..... 1. Juli 2013
- ▶ **Deutsche Sonderstellung – Gefahr für den Euro?**  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 14. Juni 2013
- ▶ **Die schöne neue Welt der Geldpolitik**  
(Aktuelle Themen) ..... 4. Juni 2013
- ▶ **Tarifrunde 2013: Kräftiges reales Plus**  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 16. Mai 2013
- ▶ **BIP-Prognose: Leichter Anstieg in Q1,  
Verlangsamung in Q2**  
(Aktuelle Themen) ..... 30. April 2013
- ▶ **Stillstand der Lohnkonvergenz zwischen  
Ost- und Westdeutschland seit Anfang der  
2000er Jahre**  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 15. April 2013
- ▶ **Stimmungsindikatoren – erneuter Dämpfer  
im Frühjahr**  
(Aktuelle Themen) ..... 2. April 2013

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)

© Copyright 2013. Deutsche Bank AG, DB 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 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.