



# Ausblick Deutschland

## Deutschland nach der Wahl

1. Oktober 2013

### Autoren

Klaus Günter Deutsch  
+49 30 3407-3682  
klaus.deutsch@db.com

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

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

Frank Zipfel  
+49 69 910-31890  
frank.zipfel@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

### Inhaltsverzeichnis

	Seite
Prognosetabellen.....	2
Regieren in Deutschland: Von der Siegesfeier zur Koalition der Mitte.....	3
Gesamthaushalt 2013: Schwarze Null .....	7
Niedrigzinsen dämpfen Sparneigung der privaten Haushalte.....	10
Grafik des Monats.....	18
Chartbook: Konjunktur .....	19
Chartbook: Branchen .....	22
Chartbook: Finanzmärkte.....	23
Chartbook: Wirtschaftspolitik.....	28
Eventkalender.....	29
Datenkalender .....	30
Finanzmarktprognosen .....	30
Datenmonitor .....	31

**Regieren in Deutschland: Von der Siegesfeier zur Koalition der Mitte.** Nach dem Wahlsieg von CDU/CSU in den Bundestagswahlen bewegt sich Deutschland in großen Schritten in Richtung einer Koalition der Mitte aus CDU/CSU und SPD. Es gibt drei gewichtige Gründe für diese Richtungsentscheidung: die Energie- wende, die Verhandlungen zum fiskalischen Föderalismus und die Bankenpoli- tik erfordern eine enge Abstimmung zwischen Bundesregierung und Bundesrat, in dem neun SPD-geführte Regierungen vertreten sind. Auch anstehende Ent- scheidungen im Eurokrisenmanagement würden von einer breiten Parlaments- mehrheit profitieren. Die CDU/CSU wird erhebliche Konzessionen machen müssen, um die Koalition zustande zu bringen. Wir erwarten, dass dies ge- schieht.

**Gesamthaushalt 2013: Schwarze Null.** Deutschland sticht fiskalpolitisch erneut aus dem Reigen der EU-Länder heraus. In Maastricht-Abgrenzung erwarten wir im laufenden Jahr eine schwarze Null im Gesamthaushalt sowie einen Rück- gang des Schuldenstandes auf knapp 80% des BIP.

**Niedrigzinsen dämpfen Sparneigung der privaten Haushalte.** Wenn über die Auswirkungen der extrem niedrigen Zinsen diskutiert wird, stehen üblicherweise die negativen Folgen für die Sparer, die Einsparungen des Staates beim Schul- dienst, die Probleme der Lebensversicherungen und der betrieblichen Pen- sionsfonds sowie die Fehlallokation von Kapital bei den Unternehmensinvesti- tionen im Mittelpunkt. Doch Zinsen haben auch einen Einfluss auf die Konsum- Sparsentscheidungen von Haushalten. Um dies zu untersuchen, haben wir für ausgewählte Länder gesamtwirtschaftliche Sparfunktionen geschätzt, und für viele Länder, insbesondere für Deutschland, einen positiven Zusammenhang zwischen dem Realzins und der Sparquote gefunden. Die niedrigen Zinsen dämpfen somit tendenziell die Sparneigung der privaten Haushalte.



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P
Euroland	-0,2	1,2	1,4	1,5	1,4	1,5	1,8	1,4	1,3	-2,9	-2,4	-2,0
Deutschland	0,5	1,5	1,4	1,6	1,6	1,8	7,1	7,0	7,1	0,0	0,2	0,4
Frankreich	0,2	1,3	1,9	1,1	1,5	1,3	-1,7	-1,5	-1,3	-4,1	-3,3	-2,9
Italien	-1,7	0,6	0,5	1,5	1,5	1,5	0,6	1,3	1,8	-3,2	-2,9	-2,9
Spanien	-1,5	0,5	1,3	1,7	1,1	1,2	1,2	1,5	1,8	-6,5	-5,3	-4,0
Niederlande	-1,1	0,4	1,2	2,8	1,8	1,8	12,8	11,7	12,3	-3,9	-3,3	-3,0
Belgien	0,1	1,2	0,9	1,2	1,4	1,6	-0,5	0,5	0,5	-3,0	-2,9	-2,7
Österreich	0,4	1,4	1,8	2,1	1,7	1,8	3,2	3,5	3,5	-2,1	-1,8	-1,6
Finnland	-1,0	0,9	1,5	2,4	2,0	1,9	-0,8	-0,4	0,7	-2,7	-1,8	-0,7
Griechenland	-4,3	0,8	2,0	-0,6	-0,4	0,0	0,0	1,0	2,0	-4,5	-3,4	-2,5
Portugal	-1,7	0,8	0,7	0,6	0,9	1,1	0,5	1,5	2,0	-5,4	-4,4	-3,3
Irland	0,5	2,0	0,6	0,8	1,1	1,3	3,5	4,0	4,0	-7,4	-4,9	-2,8
Großbritannien	1,5	2,5	2,0	2,7	2,2	2,0	-3,5	-3,2	-2,8	-6,0	-4,8	-4,1
Dänemark	0,2	1,8	1,5	0,7	1,5	1,9	6,3	6,1	6,0	-2,0	-1,8	-1,5
Norwegen	1,8	2,4	2,6	2,3	2,6	2,0	12,5	12,0	11,5	11,0	10,5	10,0
Schweden	0,7	2,3	2,5	0,1	1,1	2,0	6,5	6,0	6,0	-1,5	-1,0	0,5
Schweiz	1,9	2,0	2,0	-0,1	0,5	1,0	12,5	12,1	11,8	0,7	0,8	1,0
Tschech. Rep.	-0,3	2,0	2,8	1,5	1,8	2,0	-2,3	-2,5	-2,5	-3,1	-2,7	-2,6
Ungarn	0,4	1,1	1,7	1,8	1,8	3,1	1,2	0,5	0,2	-2,7	-2,9	-2,7
Polen	1,0	2,5	2,8	1,1	2,1	2,4	-1,0	-2,2	-2,8	-3,6	-3,3	-3,1
USA	1,8	3,2	3,5	1,7	2,6	2,3	-3,2	-3,0	-3,1	-3,8	-3,1	-2,0
Japan	1,8	1,0	1,2	0,2	2,7	1,5	1,6	2,9	3,8	-9,3	-7,4	-6,0
Welt	2,8	3,8	3,9	2,9	3,5	3,4						

\*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.

	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2012				2013			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3P	Q4P
BIP	3,3	0,7	0,5	1,5	1,4	0,7	-0,1	0,2	-0,5	0,0	0,7	0,3	0,3
Privater Konsum	2,3	0,8	0,9	1,0	0,8	0,0	0,0	0,3	0,1	0,2	0,5	0,4	0,3
Staatsausgaben	1,0	1,0	0,8	0,7	0,2	0,4	-0,5	0,6	0,1	0,1	0,6	0,1	0,1
Anlageinvestitionen	6,9	-2,1	-1,2	3,4	2,8	-0,4	-1,9	0,1	-0,6	-2,1	1,9	0,4	0,6
Ausrüstungen	5,8	-4,0	-2,5	4,1	3,7	-0,4	-3,7	-0,6	-0,3	-2,1	0,9	0,5	1,0
Bau	7,8	-1,4	-1,1	2,2	2,5	-0,5	-1,0	0,5	-1,0	-2,2	2,6	0,3	0,3
Lager, %-Punkte	-0,1	-0,5	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,4	-0,1	-0,1	0,0
Exporte	8,0	3,2	1,7	6,5	6,0	1,7	1,4	0,5	-1,6	-0,7	2,2	2,0	2,3
Importe	7,4	1,4	2,5	6,7	6,0	0,1	0,7	0,1	-0,9	-0,4	2,0	2,3	2,7
Nettoexport, %-Punkte	0,7	0,9	-0,2	0,3	0,5	0,8	0,4	0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,0
Konsumentenpreise*	2,1	2,0	1,6	1,6	1,8	2,1	1,9	2,0	2,0	1,5	1,5	1,7	1,6
Arbeitslosenquote, %	7,1	6,8	6,8	6,6	6,6	6,8	6,8	6,8	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8
Budgetsaldo, % BIP	-0,8	0,2	0,0	0,2	0,4								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,2	7,0	7,1	7,0	7,1								

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



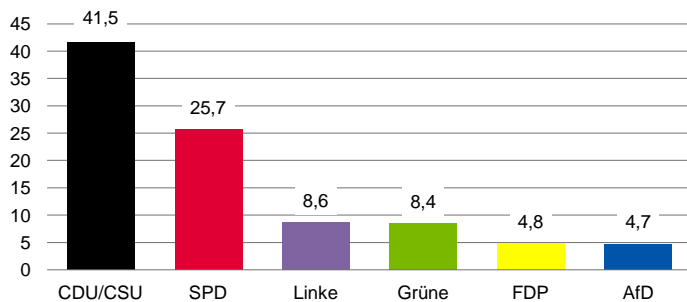
## Regieren in Deutschland: Von der Siegesfeier zur Koalition der Mitte

Wir hatten vor der Wahl zum 18. Deutschen Bundestag in vielen Beiträgen argumentiert, dass die Union sehr wahrscheinlich ein gutes Ergebnis erzielen dürfte, wohl aber nicht ohne Koalitionspartner regieren könne. In Betracht kamen je nach Wahlausgang die FDP, die SPD und die Grünen. Tatsächlich hat das Ausscheiden der FDP aus dem Bundestag viele Beobachter, auch uns, überrascht, nachdem die FDP immer im Bundestag vertreten war. Eine Fortführung der Mitte-Rechts-Koalition ist somit nicht möglich. Wir hatten jedoch bereits seit längerem argumentiert, dass letztendlich die Bildung einer Koalition aus CDU/CSU und SPD das wahrscheinlichste Ergebnis darstellt. Bei dieser Argumentation möchten wir nach der Wahl bleiben. Warum?

Ergebnis der Bundestagswahl

1

Vorläufiges amtliches Endergebnis (in %)

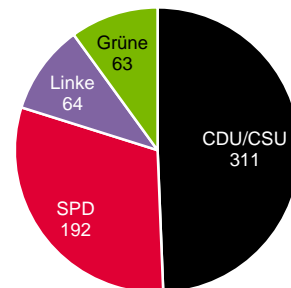


Quelle: ARD

Sitzverteilung im Deutschen Bundestag

2

(Absolute Mehrheit 315 von 630)



Quelle: ARD

Für ein solches Bündnis spricht die größere inhaltliche Nähe von CDU/CSU und SPD als von CDU/CSU und Grünen in einer Vielzahl von Sachgebieten. Für ein solches Bündnis spricht jedoch vor allem, dass die drei wesentlichen Aufgaben, denen sich die nächste Regierung stellen müssen, allesamt ein hohes Maß an Bund-Länder-Koordinierung erfordern. Dies wäre mit einem von der SPD dominierten, wenn auch nicht mehrheitlich beherrschten Bundesrat aus Sicht der Union deutlich einfacher zu steuern als aus einer schwarz-grünen Koalition heraus, die jedwede Einigung zwischen den Koalitionären mit den SPD-Länderchefs im Bundesrat austarieren müsste. In einer Koalition mit der SPD fiel die Koordinierung von Bund und Ländern, insbesondere mit den derzeit neun SPD-geführten Bundesländern, deutlich leichter und müsste von der SPD selbst geleistet werden. Dies würde die Koordinierung internalisieren und einen SPD-Vizekanzler im Kabinett deutlich aufwerten.

Wir erwarten daher die Bildung einer „Koalition der Mitte“. Die Bezeichnung „Große Koalition“ passt nicht recht zum doch sehr unterschiedlichen Wahlergebnis von CDU/CSU und SPD, das 15,8 Prozentpunkte bzw. 6,9 Millionen Wählerstimmen bei der Zweitstimme auseinanderliegt (2005 war es gerade einmal ein Prozentpunkt); bei der Erststimme ist die Differenz ebenfalls 6,9 Millionen, aber die Union erzielte 236 Direktmandate, während auf die SPD nur 58 entfielen (Linke 4, Grüne 1).

Man kann über diese „Koalition der Mitte“ unter unterschiedlichen Gesichtspunkten nachdenken. Welches übergeordnete Motto sollte diese Koalition verfolgen? Wie positionieren sich die Koalitionäre schon jetzt für die nächste Bundestagswahl? Welche personellen Entscheidungen für die Führungspositionen in Regie-



rung, Fraktion und Partei passen dazu? Wie wird man Kompromisse in den anstehenden Sachfragen finden? Was wird im Koalitionsvertrag stehen?

Und schließlich: Was wird diese Regierung denn hauptsächlich tun müssen? Unserer Ansicht nach nähert man sich der Regierungsbildung am besten von dieser Frage her. Es spricht unseres Erachtens viel dafür, dass die „Koalition der Mitte“ die regelungsbedürftigen Materien gestalten wird, für die man Entscheidungen mit breiter Unterstützung der Länder benötigt. Dies trifft auf die föderale Finanzverfassung 2020, auf die Energiepolitik und auf die Europapolitik zu. Für alle drei Politikfelder benötigt man einen belastbaren Kompromiss, der die wesentlichen Belange von Bund und Ländern berücksichtigt. Darüber hinaus wird die Regierung die langen Linien der Haushaltskonsolidierung, der graduellen Anpassung des Sozialstaats an veränderte demografische und wirtschaftliche Randbedingungen und der allmählich stärkeren Ausrichtung der öffentlichen Ausgaben an „wachstumsfreundlichen“ Zielsetzungen, also an Bildung, Forschung, Verkehrsinfrastruktur und anderer Infrastruktur wie dem Breitband fortsetzen. Und schließlich wird sich die SPD nur dann bereitfinden, mit der politisch übermächtigen Union eine Koalition einzugehen, wenn sie ein Markenzeichen ihres Erfolgs vorab verbindlich versprochen erhält. Es ist unschwer zu erkennen, dass dies der gesetzliche Mindestlohn darstellen dürfte.

Doch der Reihe nach: die drei Koordinierungsthemen sind die föderale Finanzverfassung, die Energiewende und die Europapolitik.

- Der derzeitige Rechtsrahmen für die föderale Finanzverfassung der Bundesrepublik ist bis 2019 gültig. Da Bund und Länder jedoch gerade im Hinblick auf die 2020 bindend werdende Schuldenbremse für die Länder mehrere Jahre vorher wissen möchten, woher welche Einnahmen kommen werden und wie genau die Ausgabenleitlinien in den Jahren kurz zuvor aussehen sollen, muss bis spätestens 2017 eine Einigung stehen. Da man mit solchen Arbeiten im Maschinenraum des Föderalismus ungern in den Wahlkampf wird gehen wollen, spricht alles dafür, dass bis zum Jahr 2016 eine Einigung erreicht sein muss. Das klingt weiter weg, als es ist. Denn tatsächlich (i) werden die stark auseinanderlaufenden Interessen der Geberländer Bayern und Hessen, die vor dem Verfassungsgericht gegen bestimmte Ausprägungen des deutschen Föderalismus geklagt haben, mit den vielen Nehmerländern nördlich und östlich von ihnen abgeglichen werden müssen; (ii) wird die Ausstattung finanzschwacher Bundesländer, die nicht nur, aber doch mehrheitlich im Osten liegen, vernünftig geregelt werden müssen, denn diese werden auch langfristig v.a. aufgrund demografischer und wirtschaftsstruktureller Faktoren weiterhin erheblich von Transfers abhängen; und (iii) wird eine Einigung nicht ausschließlich zu Lasten des Bundes möglich sein, auch wenn 16 Ministerpräsidenten sich leicht darauf einigen könnten. Angesichts der – auch parteipolitisch - komplizierten Gemengelage zwischen Nord und Süd, Ost und West, Rot und Schwarz und Grün, sollte niemand glauben, man könne dies auf die lange Bank schieben. Die Schuldenbremse, die für den Bund ab 2016 ein maximales strukturelles Defizit von 0,35% des BIP und für die Länder ab 2020 keinerlei strukturelle Verschuldung mehr erlaubt, wird hier eine enorme Schubwirkung entfalten. Klar ist auch, dass dabei Aufräumarbeiten erledigt werden müssen. Dazu zählt die Frage, wie man mit überschuldeten Bundesländern bzw. Stadtstaaten umgehen soll, ebenso wie die Frage, wie man dauerhaft die Finanzlage besonders angeschlagener Kommunen wieder auf eine tragfähige Basis stellen kann. Das Aufräumen wird nicht ganz ohne parteipolitischen Konflikt zwischen CDU und SPD erfolgen können.
- Zeitlich vordringlicher ist die Befassung mit der sogenannten „Energiewende“. Man könnte zwar glauben, dass die Rückkehr zum Status quo ante vor der Laufzeitverlängerung von Schwarz-Gelb für die Wirtschaftsakteure kein Problem hätte darstellen sollen, aber so ist es bekanntlich nicht. Der Investi-



tionsattentismus im Inland ist mehreren Kehrtwenden und Fehlsteuerungen geschuldet, und der internationale Wettbewerb etwa in der Solarbranche tat sein Übriges. Bisher ist der deutsche Bundesstaat mit dem Management des energiewirtschaftlichen Umbruchs angesichts äußerst unterschiedlicher Energieversorgungssysteme in den 16 Bundesländern offensichtlich überfordert. Der Ausstieg aus der Nutzung der Kernenergie und die Bewältigung einiger Folgekosten des Abbaus der Reaktoren durch die Konzerne selbst sowie der Aufbau alternativer Energieträger wirft fortwährend Preis-, Kosten- und Verteilungsfragen auf, die offenkundig mit einem inkrementalen Ansatz nicht mehr gelöst werden können. Vielmehr bedarf es wohl nicht nur hinsichtlich der Systemfragen – Marktdesign, Netze, Speicher, Kapazitätsmärkte – , sondern auch hinsichtlich einer Reihe von anderen zentralen Randbedingungen – Fördersystem für die erneuerbaren Energien, Knappheit im Emissionshandel der EU, Verzicht auf oder langfristige Aufrechterhaltung eines Mindestbestands an fossilen Kraftwerken – eines abgestimmten Vorgehens. Dabei reicht es nicht aus, sich innerhalb der Bundesregierung einig zu werden, sondern de facto müssen die Handlungspläne von allen 16 Bundesländern, der Bundesregierung und in Grundzügen auch von der Bundesnetzagentur zu einem politisch sinnvollen Ganzen verbunden werden. Man sollte auch bedenken, dass zwei der vier betroffenen Energieversorger in NRW beheimatet sind und insofern NRW ein besonderes Interesse an dem Energiedossier hat.

- Drittens hat die Europapolitik für die deutschen Wahlen nur eine kurze Pause eingelegt. Nun könnte man meinen, das gehe doch die Bundesländer nichts an. Wer so denkt, irrt. Der Weg zum Einheitlichen Aufsichtsmechanismus der Europäischen Zentralbank ist mit der Bilanzprüfung der EZB und dem Stresstest der EBA gepflastert. Sofern sich dabei Defizite im deutschen Bankensystem herausstellen sollten, die nicht allein von den Banken durch betriebswirtschaftliche Gegenmaßnahmen und die Inanspruchnahme der Märkte für Eigen- und Fremdkapitalaufnahme behoben werden können, wird die Politik eine Lösung weisen müssen. Dies könnte auch die Bundesländer als Eigentümer von Landesbanken betreffen sowie den Bund, der ggf. Kapital- und Liquiditätsmaßnahmen über den Soffin, den deutschen Bankenrestrukturierungsfonds, auf den Weg bringen müsste. Ein Schelm ist, wer meint, es gäbe zwischen Bund und Ländern dabei nichts zu regeln.

#### Möglicher Fahrplan zur Bildung einer CDU/CSU/SPD-Koalition

3

Ende Sep. – Mitte Nov.	Sondierung zur Koalitionsbildung, anschließend Verhandlungen über Koalitionsvertrag
22. Okt.	Spätester Termin für konstituierende Sitzung Bundestag
Mitte Nov.	Mögliche Abstimmung der SPD-Mitglieder über Ergebnis der Koalitionsverhandlung
14.-16 Nov.	Ordentlicher SPD-Parteitag in Leipzig. Möglicher bindender Beschluss über den Koalitionsvertrag
18. Nov.	Möglicher Termin für Kanzlerwahl bei CDU/CSU/SPD-Koalition

Neben dem Unabwendbaren in der Politik spielt natürlich das Wünschenswerte eine wichtige Rolle. Die SPD hat zwei Wünsche vorgetragen: Erstens, sie möchte etwas höhere Steuern eintreiben, um etwas höhere öffentliche Ausgaben (für Bildung, Infrastruktur, Kommunen und Schuldenabbau) zu finanzieren. Zweitens, sie möchte einen gesetzlichen Mindestlohn. Die Union hält sich seit einiger Zeit mit dem Wünschen zurück, sieht man einmal von Horst Seehofers Wunsch einer Nutzerfinanzierung von Verkehrsinfrastrukturinvestitionen ab. Ansonsten möchte sie gerne mal wieder die Steuern senken, z.B. für Familien über einen höheren steuerlichen Freibetrag, bestimmte Mütter im Rentensystem besser stellen oder die „kalte Progression“ durch eine allgemeine Steuersenkung bekämpfen. Das Schöne an diesen diversen Wünschen ist, dass fast alle davon



teilbar, das heißt: kompromisstauglich, sind. Etwas mehr Geld für Bildung, Infrastruktur, Autobahnen, Kommunen, Mütter mit Kindern, die vor 1992 geboren wurden, und Pflegebedürftige allgemein sollten sich in einem neuen vierjährigen Finanztableau angesichts eines allmählich anwachsenden Spielraums von wenigen Milliarden unverplanter Mehreinnahmen im Bundeshaushalt darstellen lassen.

Der einzige ernsthafte Wunsch, der sich nicht aufteilen lässt, ist der SPD-Wunsch nach einem gesetzlichen Mindestlohn, dem die Präferenz der Union nach vielen (tariflich vereinbarten) Mindestlöhnen auf Branchenebene entgegensteht. Nun, es bedarf nicht großer Phantasie, den Weg zu errahnen: Stufenpläne der Tarifparteien, gesetzliche Rückholoptionen, Überprüfungstermine und Handlungsandrohungen werden den Weg ebnen. Die „Große Koalition“ hatte einen Vizekanzler Müntefering, der mit der Flurbereinigung am unteren Ende des Arbeitsmarkts begann; die letzte Regierung setzte den Weg unter Ursula von der Leyen fort; die „Koalition der Mitte“ wird sehr wahrscheinlich den dritten und letzten Akt auf dem Weg zum Mindestlohn geben. Der Streit dürfte sich weniger am Ob, sondern eher am Wer, das heißt an der Frage, wer die politischen Lorbeeren dafür wird ernten können, entscheiden.

Klaus Günter Deutsch (+49 30 3407-3682, klaus.deutsch@db.com)



## Gesamthaushalt 2013: Schwarze Null

Nach Maastricht-Abgrenzung konnte der Gesamtstaat bereits 2012 einen leichten Überschuss (0,1% des BIP) ausweisen – auch strukturell wurde mit 0,3% des BIP ein Überschuss erreicht. Gemäß Prognose der Bundesregierung soll der strukturelle Überschuss in den kommenden Jahren sogar weiter ansteigen. Damit sticht Deutschland fiskalpolitisch erneut aus dem Reigen der EU-Länder heraus. In Maastricht-Abgrenzung erwarten wir im laufenden Jahr einen ausgeglichenen Gesamthaushalt bzw. sogar einen leichten Überschuss sowie einen Rückgang des Schuldenstandes auf knapp 80% des BIP.

Auch in diesem Jahr ist wegen weiterhin stabilen Wachstums wichtiger makroökonomischer Bezugsgrößen, wie Beschäftigung, Bruttolöhne und privater Verbrauch, mit einer stabilen Entwicklung auf der Einnahmeseite zu rechnen – trotz verhaltener BIP-Zunahme. Im 1. Halbjahr 2013 hat der Gesamtstaat nach vorläufigen Zahlen mit einem leichten Überschuss von 0,6 % des BIP (nach Maastricht-Abgrenzung) abgeschlossen.

Fiskalische Entwicklung 1

% des BIP

	2012	2013	2014
Finanzierungssaldo	0,2	0	0,2
Schuldenstand	81,2	79,7	77,1

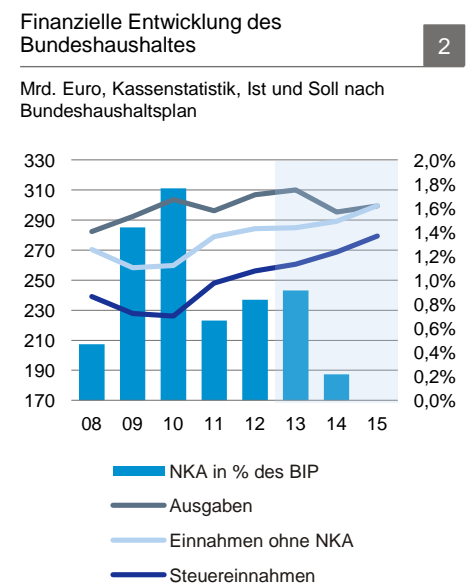
Quellen: DB Research, BMF

Die weiterhin komfortable Lage auf der Einnahmeseite ist v.a. den kontinuierlich wachsenden Steuereinnahmen geschuldet. Von Januar bis August lagen die Gesamtsteuereinnahmen (ohne Gemeinden) um 2,6% über dem Wert des vergangenen Jahres und damit etwa so hoch wie zu Beginn für das Gesamtjahr geschätzt.<sup>1</sup> Der Zuwachs der Steuereinnahmen im Gesamtjahr 2013 dürfte damit eher noch über dem im Mai prognostizierten Wert von +2,5% liegen.

Die Finanzlage der Gebietskörperschaften und der Sozialversicherungen ist dabei jedoch heterogen. Während der Bund und die Länder (nach Finanzstatistik) in diesem Jahr noch mit einem Defizit rechnen müssen (Bund: rund EUR 25 Mrd., Länder rund EUR 6 Mrd.) werden die Kommunen und die Sozialversicherungen voraussichtlich erneut mit einem Überschuss abschließen.

### Bund reduziert Defizit weiter

Sinkende Zinszahlungen, ein gebremster Ausgabenanstieg (von 2005 bis 2009 sind die Bundesaussgaben durchschnittlich um 3% gewachsen, von 2009 bis 2013 nur noch um 1,9%) sowie kontinuierlich wachsende Steuereinnahmen haben beim Bund trotz Nachtragshaushalt den Defizitanstieg bremsen können. Dazu trugen auch die Kürzungen des Zuschusses an die gesetzlichen Krankenversicherungen und an die Bundesagentur für Arbeit (temporär) bei.



### Sozialversicherungen weiterhin mit Überschuss

Bei den Sozialversicherungen sind verschiedene gegenläufige Effekte festzustellen. So weist die gesetzliche Rentenversicherung im ersten Halbjahr zwar ein leichtes Defizit aus. Ursachen für die schwächere Entwicklung im ersten Halbjahr waren v.a. die Senkung des Beitragssatzes von 19,6% auf 18,9% und ein niedrigerer Bundeszuschuss. Dem gegenüber steht jedoch sowohl der Anstieg der Beitragsbemessungsgrenze als auch der relativ niedrige Rentenanstieg von 0,25% (u.a. durch das Nachholen unterlassender Rentenkürzungen) in West-Deutschland. In Verbindung mit der üblichen saisonalen Entwicklung – wie bei den Steuereinnahmen ist in der Regel das zweite Halbjahr deutlich besser als das erste – dürfte im Gesamtjahr wohl ein Überschuss zu Buche stehen. Ähnliches gilt auch für die Pflegeversicherung. Die Anhebung des Beitragssatzes von 1,95% auf 2,05% und der Anstieg der Beitragsbemessungsgrenze haben die beschlossenen Leistungsausweitungen überkompensiert, so dass auch

<sup>1</sup> Der jüngst gemeldete Rückgang im August ist zum größten Teil auf Sondereffekte zurückzuführen.



Beitragsätze zur Sozialversicherung		3
in %		
Rentenversicherung	18,90	
Arbeitslosenversicherung	3,00	
Pflegeversicherung	2,05	
Krankenversicherung	15,50	

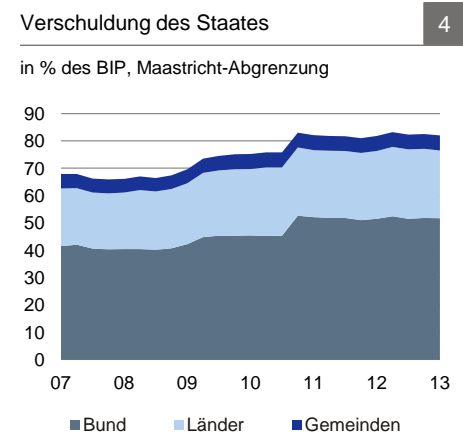
Quelle: BMAS

hier ein Überschuss am Ende des Jahres zu erwarten ist. Angespannter ist die Lage in der gesetzlichen Krankenversicherung. Gegenüber dem Vorjahr hat sich die Lage deutlich verschlechtert – was dem starken Anstieg der Ausgaben sowie gekürzten Zuschüssen aus dem Bundeshaushalt geschuldet ist. Angesichts höherer Einnahmen und existierender Rücklagen könnte dank saisonal üblich höherer Einnahmen im zweiten Halbjahr gleichwohl ein Überschuss möglich sein. Die Finanzlage der Bundesagentur für Arbeit hat sich durch den gekürzten Bundeszuschuss gleichfalls verschlechtert. Damit werden Förderungs- bzw. Umverteilungsmaßnahmen, die durch den Zuschuss und somit aus Steuermitteln finanziert wurden, künftig verstärkt durch Beitragseinnahmen bestritten. Bei weiter stabiler Beschäftigungslage in diesem Jahr könnte die Bundesagentur gleichwohl mit einem ausgeglichenen Haushalt abschließen. Dagegen ist auf mittlere Frist damit zu rechnen, dass durch die Änderungen der Finanzströme zwischen Bund und Bundesagentur und dem derzeit niedrigen Beitragsatz von 3% deren Einnahmen strukturell nicht mehr ausreichen könnten.

### Noch Defizit bei Bundesländern

Die Bundesländer planen für dieses Jahr mit einem Defizit von EUR 13 Mrd. Angesichts der guten Entwicklung der Steuereinnahmen und trotz stark gestiegener Ausgaben (z.B. durch gestiegene Personalausgaben in Folge höherer Tarifabschlüsse) wird das Defizit aber wohl nur halb so hoch ausfallen. Ähnlich wie bei den Gemeinden ist die Lage der einzelnen Länder jedoch unterschiedlich. Nach wie vor befinden sich vier Länder (Berlin, Bremen, Saarland, Schleswig-Holstein) im Sanierungsverfahren unter Aufsicht des Stabilitätsrates. In der Maisitzung wurden ihnen jedoch ausreichende Anstrengungen zur Defizitreduktion attestiert, wobei Bremen und Saarland die Grenzen nur knapp einhalten konnten.

### Ausgeglichener Haushalt und rückläufiger Schuldenstand



Quellen: Deutsche Bundesbank, DB Research

Insgesamt ist daher davon auszugehen, dass der Gesamthaushalt bereits in diesem Jahr wohl einen leichten Überschuss ausweisen könnte. Vorausgesetzt die Politik ändert die Finanzplanung nicht grundlegend, ist auch für 2014 mit einem Überschuss zu rechnen. Die positive Haushaltsentwicklung wirkt auch auf den Schuldenstand. Ende 2012 betrug der Schuldenstand noch 81,2% des BIP. Von den 81,2 % des BIP Ende 2012 waren 13,5%-Punkte auf die Effekte der Finanzmarktstützung (11%) sowie der Staatsschuldenkrise (2,5%) zurückzuführen. Angesichts des fortschreitenden Portfolioabbaus bei den Bad Banks ist auch in diesem Jahr (voraussichtlich bis zu 1,5%-Punkte des BIP) mit einem Rückgang des Schuldenstandes zu rechnen – bis Ende des Jahres wohl auf knapp 80%. Darauf deutet auch die revidierte Schuldenplanung der Bundesfinanzagentur für Q4 dieses Jahres hin. Sollte sich die europäische Staatsschuldenkrise nicht verschärfen, ist in den kommenden Jahren mit einem stetig sinkenden Schuldenstand zu rechnen. Die Bundesregierung rechnet unter dieser Annahme<sup>2</sup> sogar mit einem Schuldenstand von unter 70% des BIP bis Ende 2017.

<sup>2</sup> Dem liegt zudem eine durchaus realistische Annahme über das nominale BIP-Wachstum von im Schnitt 3% zugrunde.





## Neue Belastungen für Haushalt nach Bildung einer neuen Regierung wahrscheinlich

Die neue Bundesregierung findet auf mittlere Sicht damit relativ gut gefüllte Kassen vor. Angesichts einer möglichen großen Koalition aus CDU/CSU und SPD sind (finanziell) umfangreiche Kompromisse wahrscheinlich, die aller Voraussicht nach zu Lasten des Bundeshaushaltes gehen dürften. Vor dem Hintergrund möglicher weiterer Belastungen aus den europäischen Rettungsmaßnahmen und steigenden Zinsausgaben ist der Spielraum für Mehrausgaben jedoch gleichwohl überschaubar und dürfte sich auf gut EUR 10 Mrd. p.a. in den kommenden zwei bis drei Jahren belaufen. Diese Summe resultiert aus dem – nach bisheriger Finanzplanung! – realisierten Sicherheitsabstand zur ab 2016 gültigen Obergrenze der strukturellen Verschuldung von 0,35% des BIP und geplanten strukturellen Überschüssen im Bundeshaushalt. Es zeichnet sich ab, dass CDU und CSU Koalitionsverhandlungen nicht durch ein prinzipielles Nein zu einer Anhebung des Spitzensteuersatzes scheitern lassen würden.

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



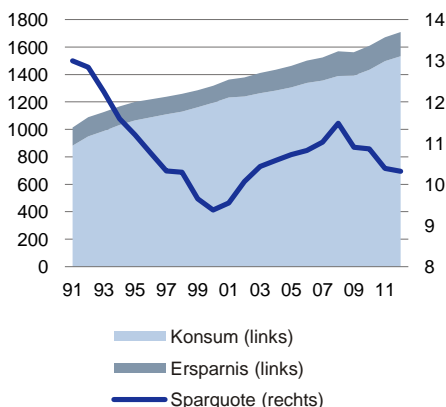
## Niedrigzinsen dämpfen Sparneigung der privaten Haushalte

Wenn über die Auswirkungen der im Gefolge der Finanz- und Staatsschuldenkrise extrem niedrigen Zinsen diskutiert wird, stehen üblicherweise die negativen Folgen für die Sparer, die Einsparungen des Staates beim Schuldendienst, die Probleme der Lebensversicherungen und der betrieblichen Pensionsfonds bei der Erwirtschaftung der zur Deckung der Verpflichtungen notwendigen Rendite sowie die Fehlallokation von Kapital bei den Unternehmensinvestitionen im Mittelpunkt. Doch die Wirkungen sind noch weit vielschichtiger, denn Zinsen haben auch einen Einfluss auf die Konsum-Sparentscheidungen von Haushalten. Nachdem wir in der Ausgabe von Anfang September dieser Publikationsreihe die Reaktionen im Anlageverhalten deutscher Haushalte auf die Finanzkrise analysiert haben, konzentriert sich die vorliegende Untersuchung auf die Effekte niedriger Zinsen auf die Sparentscheidung der Haushalte. Dazu haben wir für ausgewählte Länder gesamtwirtschaftliche Sparfunktionen geschätzt und für viele Länder, insbesondere für Deutschland, einen positiven Zusammenhang zwischen dem Realzins und der Sparquote gefunden. Die niedrigen Zinsen dämpfen somit tendenziell die Sparneigung der privaten Haushalte.

Deutschland: Konsum & Ersparnis privater Haushalte

1

EUR Mrd. (links), % verfügb. Einkommen (rechts)



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Ein wenig Theorie muss sein! Der neoklassische Ansatz des intertemporalen Haushaltsoptimums

Haushalte müssen prinzipiell entscheiden, wie sie ihr verfügbares Einkommen auf Konsum und Ersparnis aufteilen. Dies gilt nicht nur im Hinblick auf eine Periode, sondern auch über die gesamte Lebenszeit eines Individuums hinweg. Bei letzterer Entscheidung, nämlich den Nutzen aus Konsum und Ersparnis über mehrere Perioden hinweg zu optimieren, spielt der Zins eine entscheidende Rolle. Denn der Zins ist nicht nur der Preis für Kapital, sondern auch der Preis für Zeit bei der intertemporalen Konsum-Sparentscheidung privater Haushalte. Nach der neoklassischen Theorie optimiert ein Haushalt seinen Wohlstand bzw. den Nutzen aus seinem Konsum über seine gesamte Lebenszeit. Er verteilt seinen Konsum auf alle Perioden seines Lebens derart, dass sein Gesamtnutzen daraus maximal ist.

### Zeitpräferenz die entscheidende Größe ...

Dabei spielt seine Zeitpräferenz eine entscheidende Rolle. Menschen präferieren üblicherweise den Gegenwartskonsum, d.h. sie schätzen den Wert eines gegenwärtig zu konsumierenden Gutes höher als den eines Gutes, das erst künftig konsumiert wird.<sup>3</sup> Dies erscheint durchaus plausibel. Menschen mit der höchsten Zeitpräferenz sind wohl Kinder, denn auf die Frage, ob sie Gummibärchen lieber heute oder lieber morgen essen möchten, ist die Antwort fast immer die gleiche: jetzt!<sup>4</sup> Sicherlich ist dieses Beispiel nicht universell auf alle Menschen übertragbar, es verdeutlicht aber die Funktionsweise der Zeitpräferenz recht anschaulich.

Die Stärke der Zeitpräferenz wird durch die Zeitpräferenzrate beschrieben, die angibt, wie viel eines Gutes ein Individuum in der Zukunft mehr haben möchte,

<sup>3</sup> Die ersten Überlegungen zur Zeitpräferenz werden dem der österreichischen Schule angehörenden Eugen von Böhm-Bawerk zugeschrieben, der dies Minderschätzung zukünftiger Bedürfnisse nannte. Vgl. von Böhm-Bawerk, E. (1889). Kapital und Kapitalzins.

<sup>4</sup> Dies demonstrierte Walter Mischel in seiner als „Stanford Marshmallow Experiment“ bekannt gewordenen Untersuchung. Vgl. Mischel, W., Ebbesen, E.B., Raskoff Zeiss, A. (1972). Cognitive and attentional mechanisms in delay of gratification. In: Journal of Personality and Social Psychology.

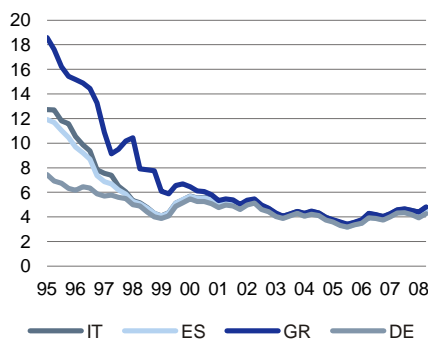


um auf den Konsum dieses Gutes in der gegenwärtigen Periode zu verzichten. Hierzu ein Beispiel: Beträgt die Zeitpräferenzrate eines Haushalts 5%, so ist er nur dann in der laufenden Periode bereit, den Konsum eines Gutes in die nächste Periode zu verschieben, wenn er dann 5% des Gutes mehr bekommt. Zur Begründung eines solchen Verhaltens wird oft auf die Ungeduld und Kurzsichtigkeit des Menschen sowie auf die Unsicherheit über die Zukunft verwiesen. Die Zeitpräferenzrate der Haushalte wird in der Literatur häufig mit dem langfristigen Realzins gleichgesetzt.

Renditeentwicklung 1995 - 2008

2

Rendite langfristiger Staatsanleihen, %



Quelle: IWF

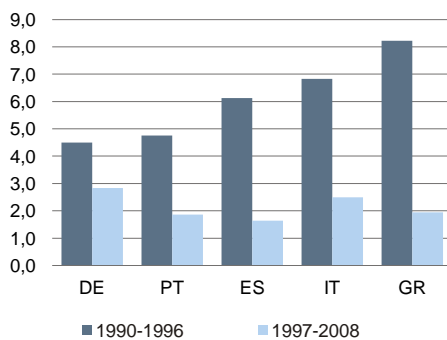
### ... gesamtwirtschaftlich aber schwierig zu messen

Die Gleichsetzung der Zeitpräferenzrate mit dem langfristigen Realzins kann zwar aus den Ergebnissen der intertemporalen Konsumentscheidung mittels eines einfachen mikroökonomischen Haushaltsmodells abgeleitet werden.<sup>5</sup> Was aber für ein einzelnes Individuum durchaus plausibel klingt, schafft bei der Übertragung auf eine vollständige Gesellschaft erhebliche Probleme. Entsprechend ist die Aggregation der individuellen Zeitpräferenzen zu einer gesellschaftlichen Zeitpräferenz umstritten. Darüber hinaus ist unklar, um welchen langfristigen Realzins (beispielsweise Kreditzins oder langfristige Rendite von Staatsanleihen) es sich handelt.<sup>6</sup> Zudem wird der neoklassische Ansatz auch wegen seiner gerade in jüngster Zeit in die Kritik gekommenen Annahmen zunehmend in Frage gestellt. So wird in der neoklassischen Theorie beispielsweise ein rational handelnder Haushalt mit vollkommener Voraussicht, also der Homo Oeconomicus, unterstellt.<sup>7</sup>

Reale 10J Rendite

3

Rendite 10J Staatsanleihen - Inflation, % p.a.



Quelle: IWF

### Anreize und Fehlanreize

Dennoch erscheinen uns einige Grundideen dieses Ansatzes für unsere weitere Analyse interessant und hilfreich. Zinsen setzen, wie andere Preise auch, Anreize und haben eine Lenkungs- und Koordinationsfunktion. Hohe Zinsen machen es weniger attraktiv, Kredite für den gegenwärtigen Konsum aufzunehmen, und entsprechend attraktiver, Konsum zeitlich zu verschieben und Ersparnisse zu bilden. Umgekehrt setzen niedrige Zinsen Anreize, in der Gegenwart weniger zu sparen und mehr Kredite aufzunehmen. Beispiele, dass es auch zu erheblichen Fehlanreizen kommen kann, sind die drastischen Kreditaufnahmen privater Haushalte in den südlichen Peripherieländern, als dort die Realzinsen als Folge der Zinskonvergenz im Vorfeld der Euroeinführung sowie der für diese Länder zu lockeren Geldpolitik der EZB dramatisch gesunken bzw. zeitweise sogar negativ waren.

<sup>5</sup> Mit einem einfachen mikroökonomischen Zweiperioden-Haushaltsstandardmodell lässt sich nachweisen, dass im intertemporalen Haushaltsoptimum das Verhältnis der Grenznutzen von Gegenwarts- und Zukunftskonsum dem Verhältnis der Güterpreise in Periode 1 und 2 entspricht. Das Preisverhältnis aber entspricht dem Zinssatz, so dass im intertemporalen Haushaltsoptimum die individuelle Zeitpräferenzrate gleich dem Zinssatz sein muss. Vgl. hierzu beispielsweise Varian, H.R. (1984). Grundzüge der Mikroökonomik. Makroökonomisch lässt sich argumentieren, dass bei einer genügend großen Zahl von Sparern und Investoren die aggregierten marginalen Zeitpräferenzen gleich der sozialen bzw. gesellschaftlichen Zeitpräferenzrate sind. Diese wiederum ist bei einem vollständigen, effizienten Kapitalmarkt identisch mit dem Kapitalmarktzins, also der Ertragsrate der Investitionen, und der marginalen Zeitpräferenz der Sparer, also dem Lohn des Wartens. Damit ist der Kapitalmarktzins die Größe, die einen Ausgleich der unterschiedlichen individuellen Zeitpräferenzen schafft. Vgl. Zimmermann, K. (1985). Zeitpräferenzen. Ein interdisziplinärer Ansatz in Theorie und Empirie. WZB discussion papers.

<sup>6</sup> Im zugrundeliegenden Haushaltsmodell existiert nur ein Marktzinssatz, somit ist die Gleichsetzung der Zeitpräferenzrate mit diesem Realzinssatz eindeutig. In der Realität gibt es aber sowohl Soll- als auch Habenzinsen. Damit ist es unklar, welcher Zins hier als Diskontierungsfaktor verwendet werden soll.

<sup>7</sup> Vgl. hierzu Schneider, S. (2010). Homo Oeconomicus oder doch eher Homer Simpson? Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen 480.

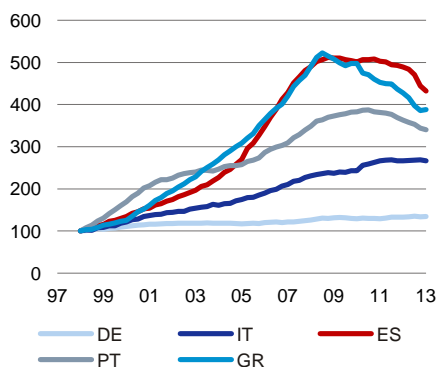


## Ausblick Deutschland

Bankkredite an private Haushalte & nichtfinanzielle Unternehmen

4

Q1 1998 = 100

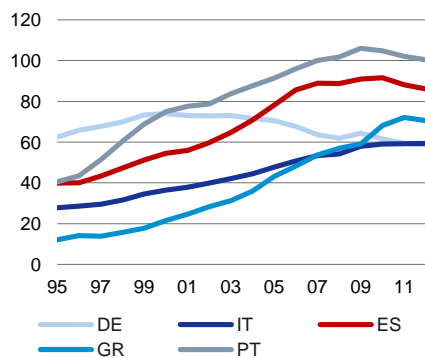


Quelle: EZB

Verschuldung privater Haushalte

5

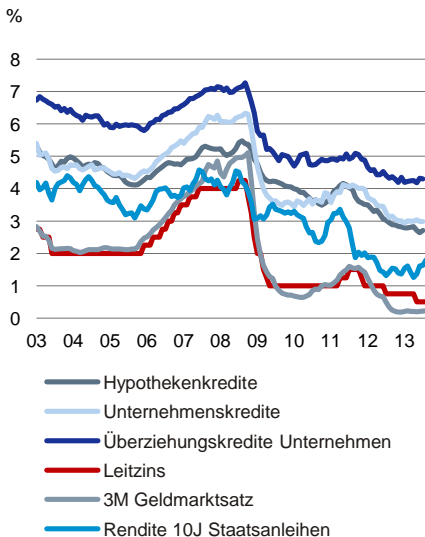
% BIP



Quelle: Nationale Zentralbanken

Deutschland: Zinsentwicklung

6



Quellen: EZB, Global Insight

## Dramatischer Rückgang der Zinsen ...

Im Vorfeld der Euroeinführung haben sich die nominalen Renditen von Staatsanleihen aus den südlichen Peripherieländern an das deutsche Niveau angeglichen (Grafik 2). Während die Rendite langfristiger griechischer Staatsanleihen 1995 noch bei über 18 ½% lag, ist diese bis zum Jahr 2001 auf 5% gesunken und lag damit nur noch knapp 50 Basispunkte über der vergleichbarer deutscher Staatsanleihen. Auch der Abstand italienischer und spanischer Renditen engte sich in diesem Zeitraum um fast 8 bzw. 7¼ Prozentpunkte auf nur noch rund 30 Basispunkte ein und blieb in etwa auf diesem niedrigen Niveau bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Herbst 2008.

In realer Rechnung, also nominale Zinsen abzüglich der Inflation, die im Süden höher war als in Deutschland, war dieser Effekt ähnlich ausgeprägt. Während die reale Rendite griechischer Staatsanleihen im Schnitt des Zeitraums von 1990 bis 1996 noch über 8% betrug, lag sie von 1997 bis 2008 nur noch bei knapp 2% und damit fast 1 Prozentpunkt unter vergleichbaren deutschen Sätzen. Auch in Portugal, Spanien und Italien lagen die realen Renditen langfristiger Staatsanleihen in diesem Zeitraum deutlich unter den deutschen, nachdem sie zuvor zwischen 2 und 3 Prozentpunkte darüber gelegen hatten (Grafik 3).

## ... sorgte für einen Kredit- und Immobilienboom in der Peripherie

Niedrige Realzinsen setzten allerdings einen hohen Anreiz zur Kreditaufnahme, was vor allem in den südlichen Peripherieländern beobachtet werden konnte. So hat sich das Volumen ausstehender Bankkredite an den privaten Sektor (private Haushalte und Unternehmen) in Griechenland und Spanien von 1997 bis 2008 verfünffacht, in Portugal nahezu vervierfacht und in Italien mehr als verdoppelt (Grafik 4). Der überwiegende Teil der Kreditaufnahme floss in den Immobilienbereich, was den Immobilienboom in diesen Ländern befeuerte. Die Verschuldung der privaten Haushalte in Griechenland hat sich von etwas mehr als 10% des BIP im Jahr 1995 auf über 70% erhöht, und auch in Spanien ist die Verschuldung der privaten Haushalte von 40% auf zeitweise über 90% des BIP gestiegen. Dies verdeutlicht eindrucksvoll die massiven Fehlanreize der niedrigen Realzinsen. Dass fundamental gerechtfertigte Realzinsen vor solchen Fehlentwicklungen schützen, zeigt das Beispiel Deutschland. Hier sind die realen Renditen im Zeitraum 1997 bis 2008 zwar auch um gut 1 Prozentpunkt gefallen, sie waren allerdings mit knapp 3% immer noch relativ hoch und der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland angemessen. Daher gab es keine besonderen Anreize für deutsche Haushalte, übermäßig Kredite aufzunehmen und im Immobilienbereich zu investieren. So stiegen die Verbindlichkeiten deutscher Haushalte im Zeitraum 1997 bis 2008 lediglich um jährlich 1,6%, was rund ¼ Prozentpunkte p.a. unter der Zunahme des nominalen BIP lag, so dass die Verschuldung der privaten Haushalte in Relation zum BIP in diesem Zeitraum von 68% auf 62% zurückging (Grafik 5). Vor diesem Hintergrund ist es auch einleuchtend, warum Deutschland nicht wie viele seiner Nachbarländer einen Immobilienboom erlebte und jetzt nicht mit entsprechend tiefgreifenden Anpassungen zu kämpfen hat.

## Niedrigzinsen im Gefolge der extrem expansiven Geldpolitik auch in Deutschland

Durch die extreme Lockerung der Geldpolitik als Reaktion auf die Finanz- und Staatsschuldenkrise sind in Deutschland auch die Kreditzinsen kräftig gesunken (Grafik 6). Die EZB hat ihren Leitzins von 4,25% auf das Rekordtief von 0,50% gesenkt. Im Zuge dessen sind seit dem Ausbruch der Finanzkrise im September

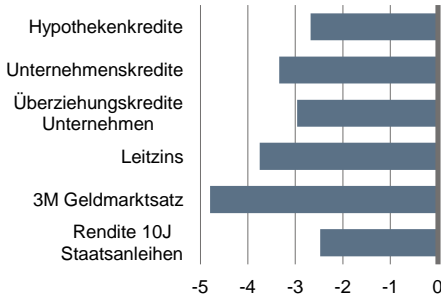


## Ausblick Deutschland

### Deutschland: Zinsentwicklung

7

Veränderung Sept. 2008 bis Juli 2013, %-Punkte



Quelle: EZB

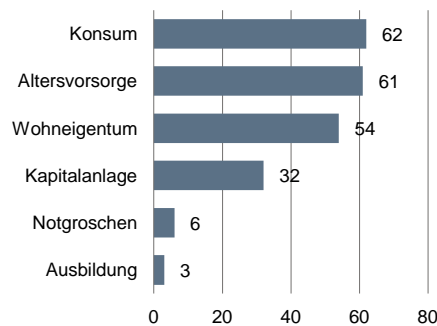
2008 die Zinsen für Hypothekenkredite privater Haushalte um fast 2¾ Prozentpunkte auf zuletzt etwa 2,8% gefallen, und der Zinssatz für Unternehmenskredite ist heute um fast 3½ Prozentpunkte niedriger als im September 2008 (Grafik 7). Bei einer aktuellen Inflationsrate von 1,5% bedeutet dies einen Realzins von lediglich knapp 1¼% für Hypothekenkredite und 1½% für Unternehmenskredite. Im September 2008 betrug der reale Hypothekenzins (bei einer damals fast doppelt so hohen Inflationsrate) noch fast 2¾% und der reale Zinssatz für Unternehmenskredite nahezu 3½%.

Entsprechend sind die Anreize zur Kreditaufnahme, die von den niedrigen Zinsen ausgehen, hoch und die Voraussetzungen für Fehlentwicklungen auch in Deutschland gegeben. Allerdings sind solche Fehlentwicklungen mit Blick auf die derzeit immer noch äußerst moderate Kreditentwicklung nicht zu sehen – auch nicht im Immobilienbereich, da hier größtenteils mit Eigenkapital finanziert wird. Das Volumen der Unternehmenskredite liegt aktuell 1,5% unter seinem Vorjahresniveau und bei den privaten Haushalten sind die Konsumentenkredite (-4% gg. Vj.) stark rückläufig. Lediglich die Hypothekenkredite nehmen derzeit zu. Das Kreditwachstum in diesem Bereich hält sich aber mit 2,5% in sehr engen Grenzen. Doch auch wenn sich derzeit noch keine erwähnenswerten Auswirkungen der niedrigen Zinsen auf die Kreditaufnahme zeigen, könnten sie aber durchaus schon Effekte auf die Sparneigung der privaten Haushalte haben.

### Sparmotive der Haushalte

8

Antworten auf die Frage: Wofür sparen Sie aktuell Geld? Anteil in %



Repräsentative Umfrage von TNS Infratest im Sommer 2013 unter 2006 Befragten im Alter von über 14 Jahren

Quelle: Verband der Privaten Bausparkassen

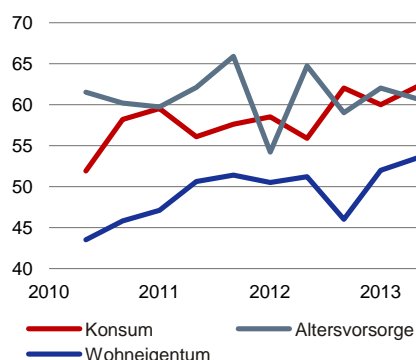
### Wichtigstes Sparmotiv: künftiger Konsum, gefolgt von der Altersvorsorge

Ein Haushalt spart, um sich zukünftigen Konsum (u.a. größere Anschaffungen) zu ermöglichen, für seine Altersvorsorge, für die Bildung bzw. Renovierung von Wohneigentum, für die Kapitalanlage (um Zinserträge zu erwirtschaften und zur Vererbung), um einen Notgroschen zu haben und für die Ausbildung insbesondere der Kinder (Grafik 8).<sup>8</sup> Nach einer Umfrage von Infratest im Auftrag des Verbandes der Privaten Bausparkassen im Sommer 2013 sind künftiger Konsum und die Altersvorsorge die wichtigsten Sparmotive der privaten Haushalte, gefolgt von der Schaffung von Wohneigentum und der Kapitalanlage. Den Ergebnissen der Umfrage zufolge spielen der Notgroschen sowie die Ausbildung nur Nebenrollen. Der Konsum in der Zukunft, d.h. überwiegend größere Anschaffungen, hat in der Gunst der Haushalte an Bedeutung gewonnen und ist jüngst die Nummer 1 der Sparmotive geworden, nachdem Anfang 2010 die Altersvorsorge noch mit großem Abstand dominierte (Grafik 9).

### Sparmotive privater Haushalte

9

% der Befragten



Repräsentative Umfragen von TNS Infratest unter 2006 Befragten im Alter von über 14 Jahren

Quelle: Verband der Privaten Bausparkassen

### Welche Reaktionen auf Zinsänderungen sind möglich?

Die theoretisch zu erwartenden Reaktionen der Sparneigung der privaten Haushalte auf Zinsänderungen sind nicht so eindeutig, wie eine ausschließliche Betrachtung der Zeitpräferenz vermuten lassen könnte. Einerseits könnten niedrigere Zinsen zu einer geringeren Sparneigung führen, wenn bei der Sparscheidung das Renditemotiv die wichtigste Rolle spielt. Sinken die Zinsen und damit die Rendite der Sparanlagen, würde auch die Sparneigung der Haushalte abnehmen.

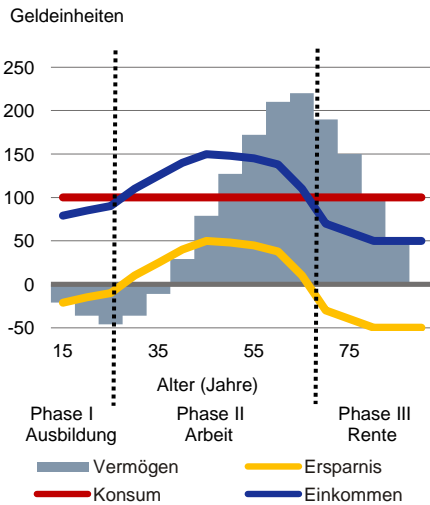
<sup>8</sup> Vgl. Börsch-Supan, A., Essig, L. (2002). Sparen in Deutschland. Ergebnisse der ersten SAVE-Studie, sowie MEA Policy Brief no 5 (2008). Das Sparverhalten der deutschen Haushalte – Wie viel, warum und wie spart man in Deutschland. MEA Mannheim Research Institute for the Economics of Aging, und TNS Infratest (2013). Wofür sparen Sie aktuell Geld? Umfrage im Auftrag des Verbandes der Privaten Bausparkassen bei 2.006 Befragten im Alter von über 14 Jahren.



## Ausblick Deutschland

Stilisierte Darstellung der Lebenszyklushypothese

10



Quelle: DB Research

Verhält sich andererseits aber ein Haushalt nach der Lebenszyklushypothese, so wird er dagegen verstärkt sparen. Nach der von Ando und Modigliani<sup>9</sup> in den 50er Jahren entwickelten Lebenszyklushypothese versucht ein Haushalt den Nutzen aus dem Konsum von Gütern und Dienstleistungen über seine gesamte Lebenszeit zu maximieren. Dazu strebt ein Haushalt während seiner Erwerbszeit ein bestimmtes Vermögen an, um dies in seiner Rentenperiode mit einem niedrigeren laufenden Einkommen zu verwenden. Dies unterstellt, dass Anleihen das einzige Mittel zum Vermögensaufbau sind. Sparen ermöglicht es dem Haushalt, den Konsum unabhängig von der zeitlichen Verteilung seines Einkommens zu machen und seinen Lebensstandard über den gesamten Lebenszyklus hinweg konstant zu halten (Grafik 10). Niedrigere Zinsen bedeuten aber, dass das dafür notwendige Vermögen aufgrund der geringeren Zins- und Zinsezinsseffekte nur durch eine höhere Ersparnis erreicht werden kann. Diese Effekte sind erheblich. Um am Ende einer 20-jährigen Ansparzeit den gleichen Kapitalbetrag zu erhalten, wären bei einer um 1 Prozentpunkt niedrigeren durchschnittlichen Verzinsung (2% statt 3% p.a.) eine gut 2 ½ Jahre längere Ansparzeit oder eine um fast 12% höhere jährliche Sparleistung notwendig.

### Was sagen die Befragungen?

Ein Blick auf die Ergebnisse von Befragungen hinsichtlich der Reaktion auf die Finanzkrise könnte Hinweise darauf geben, welcher „Haushaltstyp“ in Deutschland vorherrscht. Einer Studie<sup>10</sup> des MEA Mannheim Research Institute for the Economics of Aging im Jahr 2009 zufolge sprachen sich knapp 12% der insgesamt 2.222 befragten Haushalte dafür aus, als Reaktion auf die Finanzkrise mehr zu sparen, gut 7% der Befragten wollten weniger sparen. Bei der Begründung, warum sie mehr sparen wollen, verwiesen die Befragten auf den Ausgleich der zuvor erlittenen Vermögensverluste. Also 1:0 für die Lebenszyklushypothese.

Dagegen kommt eine Umfrage von TNS Infratest im Auftrag des Verbandes der privaten Bausparkassen im Sommer 2013 zu einem gegenteiligen Ergebnis. Danach gaben nur knapp 9% der 2.006 Befragten an, ihren Sparanteil erhöhen zu wollen, wohingegen 14% ihn verringern wollen. Mit der Dauer der Finanzkrise und damit der Niedrigzinsen hat der Anteil derer, die weniger sparen wollen, zugenommen – Mitte 2010 lag dieser noch bei lediglich 12%.<sup>11</sup> Dies kann sicherlich nicht nur auf die Zinsentwicklung zurückgeführt werden. So wurde bei der Befragung als Grund für die geringere Ersparnis vor allem auf die steigenden Lebenshaltungskosten verwiesen. Also Ausgleich 1:1. Die Befragungen geben somit keine eindeutige Antwort auf die Frage, welcher „Haushaltstyp“ in Deutschland vorherrscht.

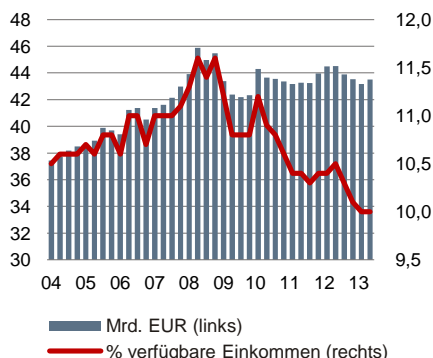
### Was sagen die Fakten?

Nachdem die Ersparnis der deutschen Haushalte in den Jahren vor dem Ausbruch der Finanzkrise nahezu kontinuierlich gestiegen war und im zweiten Quartal 2008 mit knapp EUR 46 Mrd. oder 11,6% der verfügbaren Einkommen ihren Höhepunkte erreichte, pendelt sie seither in einem engen Band um EUR 43 ½ Mrd. pro Quartal (Grafik 11). In Relation zu den verfügbaren Einkommen ist die Ersparnis bei seit dem Herbst 2009 nahezu kontinuierlich gestiegenen Einkom-

Ersparnis der privaten Haushalte

11

EUR Mrd. (links), % verfügb. Einkommen (rechts)  
saisonbereinigte Daten



Quelle: Statistisches Bundesamt

<sup>9</sup> Ando, A. und Modigliani, F. (1963), The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests, in: American Economic Review 53 (1), S. 55–84

<sup>10</sup> Vgl. Börsch-Supan, A., Bucher-Koenen, T., Ziegelmeyer, M. (2009). Deutsche Privathaushalte in der Finanz- und Wirtschaftskrise – Betroffenheit und Reaktionen. MEA Mannheim Research Institute for the Economics of Aging.

<sup>11</sup> Vgl. Verband der Privaten Bausparkassen (2013). Sparklima – Das Sparverhalten der Bundesbürger. Ergebnisse der 48. Umfrage von TNS Infratest vom Juni 2013.



men auf zuletzt 10% gefallen. Private Haushalte verhalten sich demnach wohl nicht entsprechend der Lebenszyklushypothese, es sei denn, sie schätzen ihr aktuelles Vermögen schon als so hoch ein, dass sogar eine niedrigere Sparneigung zur Sicherung des Lebensstandards im Alter ausreicht. Eine solche Einschätzung erscheint uns allerdings angesichts des demografischen Wandels und des damit wohl sinkenden staatlichen Rentenniveaus wenig realistisch zu sein.

### Und was sagen unsere Schätzungen? Sparquote in Deutschland positiv mit Realzins korreliert

Um die Frage zu beantworten, wie die extrem niedrigen Zinsen auf die Sparneigung der privaten Haushalte wirken, haben wir eine gesamtwirtschaftliche Sparfunktion geschätzt. Sicherlich ist bei der Interpretation der Ergebnisse Vorsicht angesagt. So gibt eine empirische Schätzung das durchschnittliche Verhalten im untersuchten Zeitraum wieder, das nur bei Strukturkonstanz zur Abschätzung des künftigen Verhaltens verwendet werden kann. Unklar ist bislang noch, ob die Finanzkrise möglicherweise zu einem Strukturbruch im Verhalten der privaten Haushalte geführt hat. Angesichts des stabilen wirtschaftlichen Umfelds, wie beispielsweise des anhaltenden Wirtschaftswachstums und der weiterhin guten Arbeitsmarktentwicklung mit einer soliden Einkommensgenerierung, spricht allerdings wenig für eine abrupte Verhaltensänderung bei der Spar-Konsumentscheidung deutscher Haushalte.

#### Regressionsergebnisse

12

40 Beobachtungspunkte, Jahreswerte 1973-2012

Zu erklärende Variable: Sparquote, %

Erklärende Variable:

	Koeffizient	Reale Renditen			Nominale Renditen			
		t-Wert	p-Wert	R <sup>2</sup>	Koeffizient	t-Wert	p-Wert	R <sup>2</sup>
Deutschland	0,32	2,347	0,023	0,127	0,50	7,716	0,000	0,610
Frankreich	-0,89	4,175	0,000	0,333	-0,38	3,732	0,001	0,268
Italien	2,85	5,014	0,000	0,398	1,30	11,908	0,000	0,789
Großbritannien	-0,44	3,125	0,004	0,228	0,75	8,816	0,000	0,672
USA	0,55	1,896	0,063	0,086	0,75	7,667	0,000	0,607

Quelle: DB Research

Eine einfache Regression zwischen der Sparquote der privaten Haushalte und der realen Rendite langfristiger Staatsanleihen, die wir als Approximation des für Spar- und Anlageentscheidungen relevanten Zinssatzes verwendet haben, zeigt für den Zeitraum 1973 bis 2012 für Deutschland einen positiven Zusammenhang, der allerdings nur schwach signifikant ist. Bei den von uns ebenfalls untersuchten Ländern USA und Italien ergibt sich ebenfalls ein positives Vorzeichen, während in Frankreich und Großbritannien die Sparquote negativ mit dem Realzins korreliert ist (Grafik 12). Damit scheint bei deutschen, amerikanischen und italienischen Haushalten die Attraktivität der Rendite ihrer Ersparnisse die entscheidende Rolle bei Sparentscheidungen zu spielen, während französische und britische Haushalte eher nach der Lebenszyklushypothese zu agieren scheinen, wonach Ersparnisse zur Konsumglättung über die Zeit verwendet werden. Statistisch wesentlich signifikantere Zusammenhänge ergeben sich, wenn man statt den realen Renditen die nominalen verwendet, was das deutlich höhere Bestimmtheitsmaß (R<sup>2</sup>) unserer Schätzungen zeigt. Bei den Schätzungen auf Basis der Realzinsen liegt es zwischen 9% und 40%, während es auf Basis der Nominalzinsen zwischen 27% und 80% liegt.

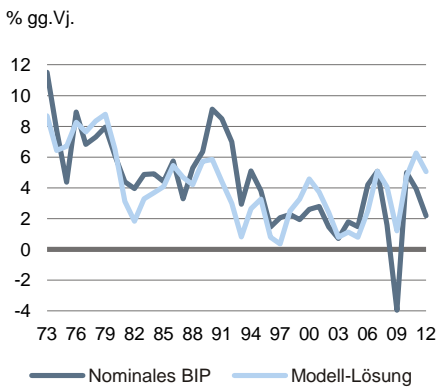


## Unterliegen private Haushalte der Geldillusion?

Die wesentlich signifikanteren Schätzungen auf Basis der Nominalzinsen deuten auf das Vorliegen von Geldillusion bei privaten Haushalten hin, d.h. sie scheinen bei ihren Sparentscheidungen die Inflation zu ignorieren und sich eher an der nominalen Verzinsung der Anlagen zu orientieren. Sicherlich ist es richtig, dass es für Menschen einfacher ist, sich an nominalen Größen, wie Löhnen oder Güterpreisen, zu orientieren als an inflationsbereinigten. Dennoch erscheint das gefundene Ergebnis nicht ganz plausibel. Denn Inflation ist ja ein permanenter Prozess, so dass Haushalte sie bei ihren Entscheidungen zumindest zeitverzögert wahrnehmen müssten. Allerdings könnte das von uns gewählte einfache Verfahren zur Inflationsbereinigung – Nominalzinsen abzüglich der aktuellen Inflationsrate – zu Verzerrungen führen, denn die nominale Rendite einer Anleihe mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren müsste eigentlich mit den Inflationsraten dieser 10 Jahre bereinigt werden. Ein Haushalt müsste demnach die Inflation in den kommenden 10 Jahren kennen und diese dem Einkommensstrom aus der Anleihe gegenüberstellen. In der Theorie gibt es zwar den Haushalt mit vollkommener Voraussicht. In der Realität ist dies allerdings unmöglich, so dass wir zur einfachen Inflationsbereinigung auf die aktuelle Rate zurückgegriffen haben, was u.E. zufolge wohl dem tatsächlichen Verhalten der Haushalte recht nahe kommen dürfte. Der wohl wichtigste Grund für die in den einfachen Regressionen gefundenen unterschiedlichen Signifikanzniveaus liegt u.E. zufolge jedoch darin, dass neben den Zinsen auch noch andere Größen bei der Sparentscheidung privater Haushalte entscheidende Rollen spielen.

Deutschland: Nominales BIP, Arbeitslosenquote & Konsumentenvertrauen

13

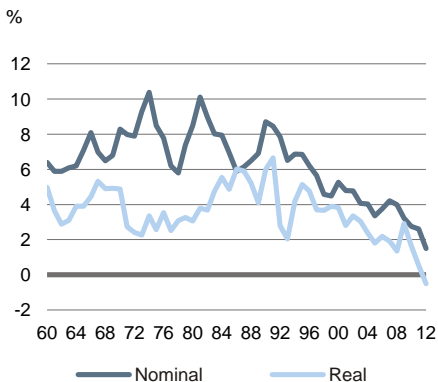


Modell-Lösung = Schätzung auf Basis der Arbeitslosenquote und des Konsumentenvertrauens

Quellen: OECD, EU Kommission, DB Research

Deutschland: Nominale & reale Rendite langfristiger Staatsanleihen

14



Quellen: IWF, Statistisches Bundesamt

## Ein erweitertes Modell zur Erklärung der Sparneigung ...

Daher haben wir ein erweitertes Modell zur Erklärung der Sparquote geschätzt, das neben der realen Rendite von langfristigen Staatsanleihen auch die Arbeitslosenquote sowie das Konsumentenvertrauen beinhaltet. Die Arbeitslosenquote haben wir verwendet, da sie auch andere Sparmotive abdeckt. Das Vorzeichen des durch die Schätzung bestimmten Koeffizienten kann theoretisch positiv oder negativ sein, je nachdem, ob Haushalte bei steigender Arbeitslosigkeit und damit niedrigeren Einkommen vermehrt auf ihre Ersparnisse zurückgreifen, um ihren Konsum über die Zeit zu glätten (negativ) oder eher aus Vorsichtsgründen verstärkt sparen (positiv). Das Konsumentenvertrauen haben wir als Approximation der konjunkturellen Entwicklung berücksichtigt. Unter der Annahme, dass, wenn die Konjunktur gut läuft, zumindest teilweise weniger gespart wird, müsste unsere Schätzung für das Konsumentenvertrauen ein negatives Vorzeichen aufweisen. Zudem erklären beide Variable, also die Arbeitslosenquote und das Konsumentenvertrauen, die Entwicklung des nominalen Bruttoinlandsprodukts (BIP) und damit die Einkommensentwicklung und Sparfähigkeit eines privaten Haushaltes recht gut (Grafik 13).<sup>12</sup> Stimmt die Hypothese, dass Sparen mit steigendem Zins attraktiver wird und vice versa, müsste das Vorzeichen der realen langfristigen Rendite positiv sein. Die Schätzung basiert auf Quartalsdaten für den Zeitraum 1973 bis 2012.

<sup>12</sup> Für den Zeitraum von 1973 bis 2012 hat eine Schätzung der Entwicklung des nominalen BIP durch die Arbeitslosenquote und das Konsumentenvertrauen ein Bestimmtheitsmaß von 0,67, und beide erklärende Variablen sind mit Blick auf ihre p- und t-Werte hoch statistisch signifikant.



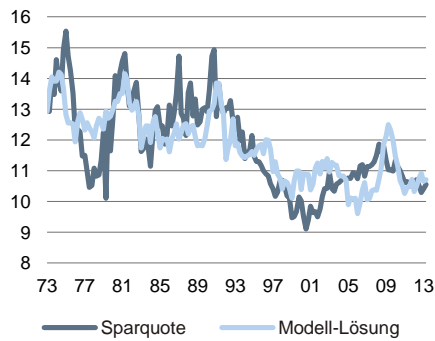


## ... bestätigt positiven Zusammenhang zwischen realer Rendite und Sparquote

Deutschland: Sparquote & Realzins

15

% verfügbare Einkommen



Quellen: OECD, IWF, EU Kommission, DB Research

Unser Regressionsmodell beschreibt die Entwicklung der Sparquote in den vergangenen 40 Jahren recht gut (Grafik 15). Die Schätzung zeigt, dass der Koeffizient für die Arbeitslosenquote ein negatives Vorzeichen hat, dass somit Haushalte bei steigender Arbeitslosigkeit auf Ersparnisse zurückgreifen, und die übrigen Koeffizienten die geforderten Vorzeichen aufweisen. Alle verwendeten Variablen sind statistisch hoch signifikant (Grafik 16). Dies gilt neben der Arbeitslosenquote und dem Konsumentenvertrauen auch für die realen Renditen (im Gegensatz zum einfachen Modell). Damit bestätigt sich das anfangs durch das einfache Modell gefundene Resultat: Die Sparquote ist positiv mit dem Realzins korreliert, was darauf schließen lässt, dass sich die deutschen Haushalte bei ihrer Sparneigung an den realen Renditen ihrer Anlagen orientieren. Auf längere Sicht niedrige Realzinsen dämpfen somit die Sparneigung und verändern damit die intertemporale Konsum-Sparenentscheidung der privaten Haushalte. Dieses Ergebnis gilt auch – mit Ausnahme für Frankreich – für die USA, Italien und Spanien.<sup>13</sup>

Die Frage, ob die deutschen Haushalte nun tatsächlich der Geldillusion unterliegen, lässt sich mit dem erweiterten Schätzmodell nicht beantworten. So ist der Erklärungsgehalt der erweiterten Schätzung auf Basis der Nominalzinsen kaum höher als der auf Basis der Realzinsen. Deutsche Haushalte scheinen damit ambivalent gegenüber Nominal- und Realzinsen zu sein.

### Regressionsergebnisse

16

Zu erklärende Variable: Sparquote privater Haushalte in Deutschland, %  
Quartalsdaten Q1 1973 - Q4 2012, 160 Beobachtungen

Erklärende Variable	Koeffizient	t-Wert	p-Wert
Reale Rendite, %	0,34	7,241	0,000
Arbeitslosenquote, %	-0,33	12,422	0,000
Konsumentenvertrauen	-0,05	5,684	0,000
Konstante	13,08	47,681	0,000
R <sup>2</sup> adjustiert	0,56		
D.W.	1,14		

Quelle: DB Research

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

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

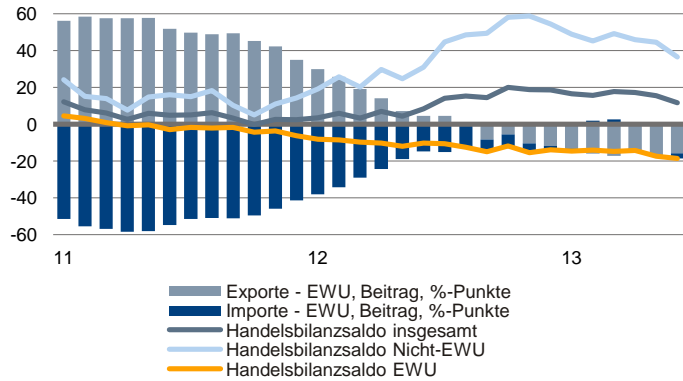
<sup>13</sup> Für diese Länder haben wir ebenfalls erweiterte Modelle für die gesamtwirtschaftliche Sparquote geschätzt.



## Grafik des Monats

Deutscher Handelsbilanzüberschuss ggü. EWU fällt seit H2 2012 vor allem durch Exporte

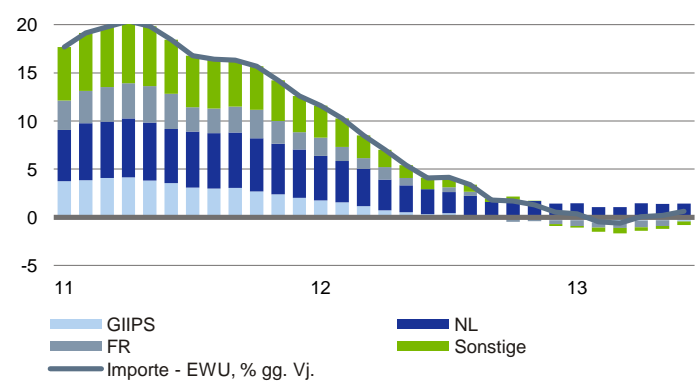
% ggü. Vj., Beitrag zur Veränderung des Handelsbilanzsaldos ggü. Vj. (%-Punkte), Gleitender 12-Monats-Durchschnitt



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Die deutsche Nachfrage nach Gütern aus EWU-Ländern ist dank der robusten inländischen Nachfrage relativ stabil

Importe % ggü. Vj., Beitrag zur Veränderung der Importe ggü. Vj. (%-Punkte), Gleitender 12-Monats-Durchschnitt



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

### Abbau der bilateralen Handelsungleichgewichte: Wechsel der Treiber

Der Abbau der Leistungsbilanzungleichgewichte innerhalb der Eurozone setzt sich kontinuierlich fort. Der deutsche Handelsbilanzüberschuss gegenüber der Eurozone erreichte im Jahr 2007 mit EUR 116 Mrd. seinen Hochpunkt. Seitdem fiel er bis zum Jahr 2012 um etwa 40%. Dies ging hauptsächlich auf die robuste deutsche Importnachfrage zurück. Die Importe aus der EWU sind um über 10% gestiegen, was gut zwei Drittel zum Rückgang der bilateralen Handelsbilanzsaldos mit der EWU beigetragen hat. Die Exporte in EWU-Länder – vor allem in die Peripherieländer – waren rückläufig (-3%).

Im bisherigen Jahresverlauf 2013 fiel der Handelsbilanzüberschuss Deutschlands gegenüber EWU-Ländern weiter und liegt im Juli rund 20% (gleitender 12-Monats-Durchschnitt) unter dem Vorjahresniveau. Seit H2 2013 geht dies im Gegensatz zur vorausgegangenen Entwicklung aber fast ausschließlich auf die Abschwächung der Exporte in die EWU im Vorjahresvergleich zurück. Die Importe stagnieren zwar seit Ende des vergangenen Jahres. Die stabile Nachfrage nach Produkten aus anderen EWU-Ländern stützt allerdings die zaghaft beginnende konjunkturelle Erholung in diesen Ländern.

Hingegen erhöhen deutsche Unternehmen kontinuierlich ihre Exporte in Nicht-EWU-Länder. Die Exporte in diese Länder sind zwischen den Jahren 2007 und 2012 um etwa 25% gestiegen. Relativ dazu stiegen die Importe aus Nicht-EWU-Ländern nur um 20%, so dass sich der Handelsbilanzüberschuss gegenüber Nicht-EWU-Ländern weiter ausgeweitet und im Jahr 2012 mit EUR 120 Mrd. seinen bisherigen Höchststand erreicht hat. Im bisherigen Jahresverlauf stieg der deutsche Handelsbilanzüberschuss gegenüber Nicht-EWU-Ländern – teilweise durch die unter Vorjahresniveau liegenden Ölpreise – relativ kräftig an und dürfte in diesem Jahr den Rekordwert des Vorjahres noch übertreffen.

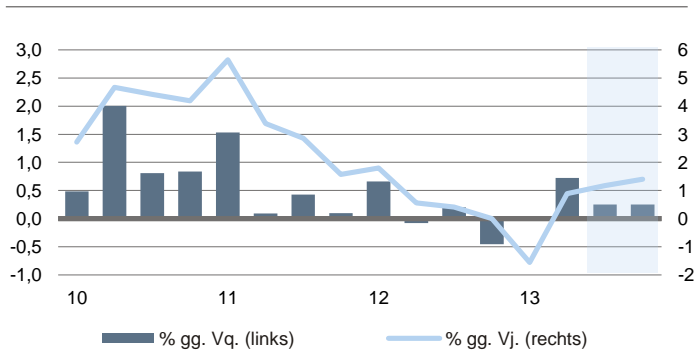
Die Erhöhung des Handelsüberschusses gegenüber Nicht-EWU-Ländern dürfte größer sein als der Rückgang des Überschusses gegenüber EWU-Ländern. Damit wird wahrscheinlich der deutsche Handelsbilanzüberschuss insgesamt mit knapp unter EUR 200 Mrd. auf einen neuen Höchstwert steigen.

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



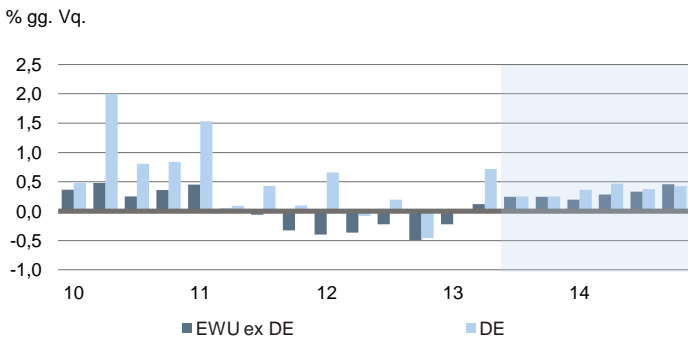
Chartbook: Konjunktur (1)

Entwicklung des realen BIP



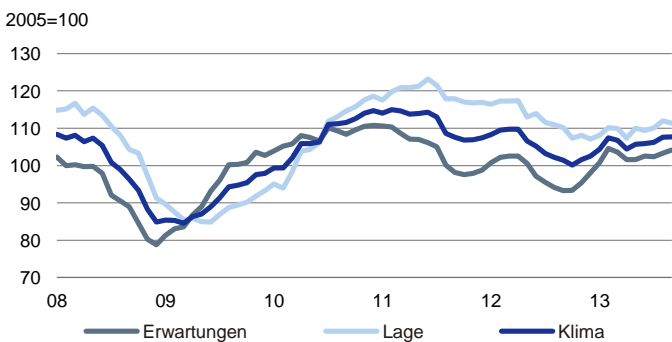
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

BIP-Entwicklung: DE vs. EWU



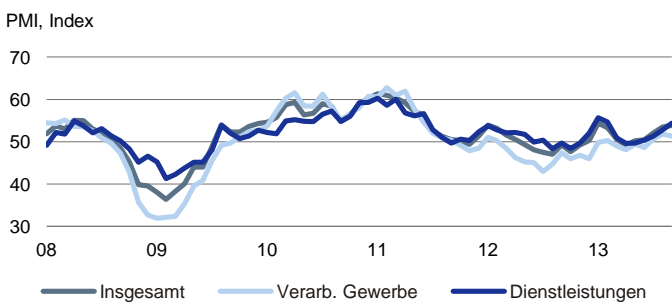
Quelle: Eurostat

Ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt



Quelle: ifo

Einschätzung der Einkaufsmanager



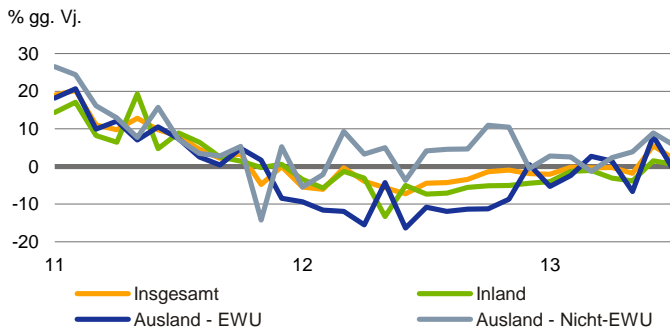
Quelle: Markit

- In Q2 stieg das BIP um 0,7% gg. Vq. und beendete damit die Schwächephase des Winterhalbjahres. Dies ging teilweise auf Nachhol- und Sondereffekte zurück. Im laufenden Quartal dürfte das BIP weniger stark zulegen. So fielen sowohl die Auftrags- als auch die Produktionsdaten im Juli schwach aus. Wir erwarten ein Wachstum von etwa 0,3% gg. Vq., was vom Niveau des Einkaufsmanagerindexes in Q3 gestützt wird.
- Für 2013 erwarten wir ein Wirtschaftswachstum von 0,5%, 2014 könnte die reale BIP-Zunahme dann 1,5% erreichen.
- Das BIP der Eurozone wuchs in Q2 2013 um 0,3% gg. Vq. Damit endete die 6 Quartale dauernde Rezession. Neben Deutschland (+0,7%) trug auch Frankreich (+0,5%) deutlich zum Wachstum bei. In Italien (-0,3%) und Spanien (-0,1%) schrumpfte das BIP langsamer.
- Angesichts des verbleibenden Anpassungsbedarfs in einigen EWU-Ländern und des in H2 nahezu stagnierenden Welthandels dürfte die EWU in H2 kaum wachsen.
- Das EWU-BIP dürfte in 2013 trotz des leicht positiven Wachstums in H2 erneut sinken (2012: -0,6%). Aufgrund des stärker als erwarteten Wachstums in Q2 13 haben wir allerdings die Prognose von -0,6% auf -0,2% erhöht.
- Im September stieg der ifo Index auf das höchste Niveau seit April 2012 (107,7 nach 107,6 im August). Der fünfte Anstieg in Folge ging auf verbesserte Erwartungen (104,2 nach 103,3) zurück, während die Geschäftslage sich etwas eintrübte (111,4 nach 112,0).
- Der Anstieg des ifo-Index ging auf ein besseres Geschäftsklima im verarbeitenden Gewerbe zurück, das sich dank höherer Erwartungen ebenfalls zum fünften Mal verbesserte. Dagegen ist das Geschäftsklima im Bau zum sechsten Mal zurückgegangen, auch wenn es noch merklich über dem historischen Schnitt bleibt. Das schlechtere Geschäftsklima im Großhandel glich die positivere Stimmung im Einzelhandel in etwa aus.
- Der Composite Einkaufsmanagerindex (PMI) stieg im September leicht an und erreichte dadurch den höchsten Wert seit Januar 2012, wenn man den starken Januar 2013 ignoriert. Während der Index der inländisch orientierten Dienstleister deutlich anstieg (54,4 vs. 52,8), fiel jener der exportorientierten Industrie (51,3 vs. 51,8).
- In der Industrie waren sowohl die Produktion als auch der Auftragseingang weniger dynamisch, während die Beschäftigung weiter unter der Wachstumsschwelle verharrt. Im Dienstleistungssektor beschleunigten sich der Auftragseingang, der Auftragsbestand und der Beschäftigungsaufbau.



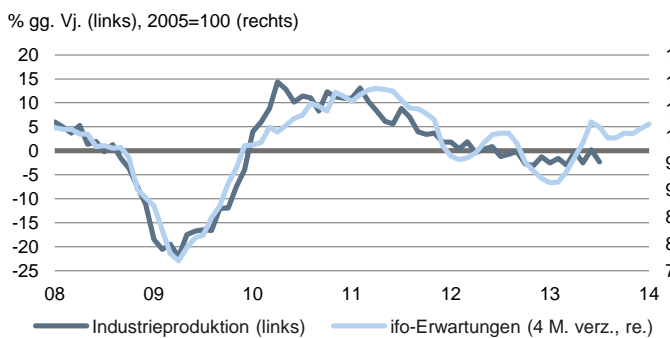
Chartbook: Konjunktur (2)

Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe



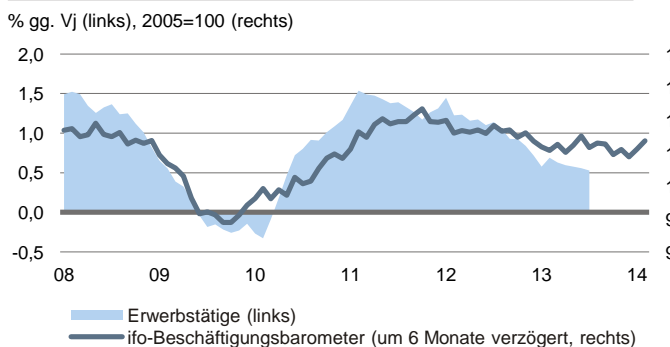
Quelle: Statistisches Bundesamt

Industrieproduktion und ifo-Erwartungen



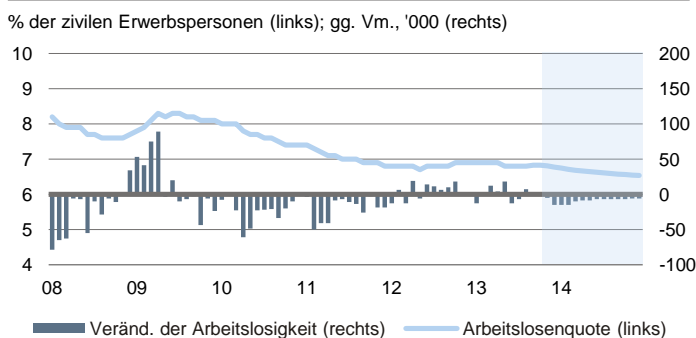
Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Erwerbstätige und ifo-Beschäftigungsbarometer



Quellen: ifo, Bundesagentur für Arbeit

Arbeitslosigkeit



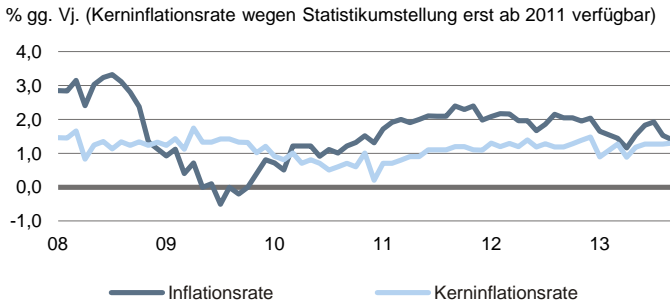
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, DB Research

- Im Juli fielen die Aufträge um 2,7% zum Juni, nachdem sie im Juni noch um 5,0% gestiegen waren. Rechnet man Großaufträge heraus, betrug das Plus im Juni nur 1,2% und das Minus im Juli hohe 2,7%.
- Dank des moderaten Aufwärtstrends der letzten Monate lag das Auftragsniveau in Juni/Juli aber noch knapp 4% über Vorjahr. Dies ist aber vor allem Großaufträgen auf der Luftfahrtmesse in Paris im Juni/Juli zu verdanken. Insgesamt ist das Niveau noch niedrig.
- Ifo und PMI deuten auf eine positive Auftragsentwicklung hin. Zuletzt überzeichneten sie die Entwicklung jedoch. Wir erwarten daher nur eine moderate Erholung in H2.
- Mit -1,7% gg. Vm. im Juli startete die Industrieproduktion schwach in Q3. Mit vier Anstiegen in den letzten sechs Monaten setzt die Industrie ihre bescheidene Erholung wohl dennoch fort. Über die letzten drei Monate lag die Produktion noch gut 1% unter Vorjahr.
- Die Schwäche im Juli ging vor allem vom verarbeitenden Gewerbe aus (-2,1% gg. Vm.) mit einem starken Rückgang bei den Investitionsgütern (-3,4%). Dagegen stieg die Bauproduktion im Juli den zweiten Monat in Folge.
- Stimmungsindikatoren, die Kapazitätsauslastung und die etwas positivere globale Konjunktur deuten darauf hin, dass die Industrie in H2 weiter moderat zulegen sollte.
- Den Arbeitsmarkt belastet momentan noch die schwache Konjunktorentwicklung während des Winterhalbjahrs (BIP-Wachstum Q4: -0,7% gg. Vq.; Q1: +0,1% gg. Vq.), da der Arbeitsmarkt der Konjunktur nachläuft.
- Im Juli 2013 stieg die Beschäftigung um 0,5% gg. Vj. Die Zahl der sozialvers. Beschäftigten lag zuletzt 1,2% über Vj.
- Aufgrund der monatlich weiter ordentlich zunehmenden Beschäftigtenzahl markiert die Zahl der Erwerbstätigen weiter historische Höchststände (saisonbereinigt 41,8 Mio. Personen).
- Im August stieg die Arbeitslosigkeit leicht um 7 Tsd., nachdem sie in den zwei Vormonaten um 7 und 12 Tsd. gesunken war. Die Arbeitslosenquote blieb im August wie in den drei Vormonaten unverändert bei 6,8%.
- Frühindikatoren lagen im Juli und August über ihren Q2-Niveaus. Sie deuten 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 – wie im Vorjahr – 6,8% betragen.



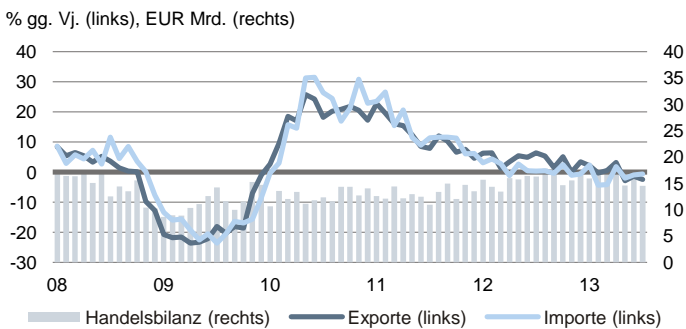
Chartbook: Konjunktur (3)

Inflationsrate und Kerninflationsrate



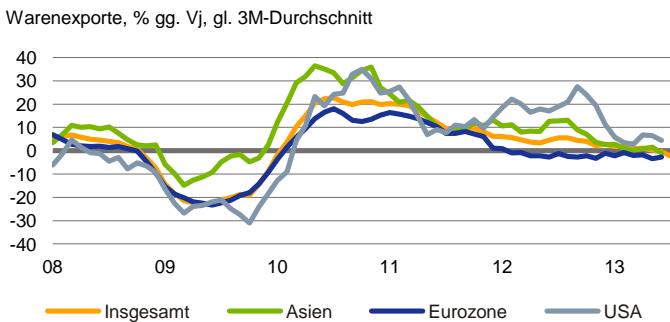
Quellen: Statistisches Bundesamt

Warenhandel



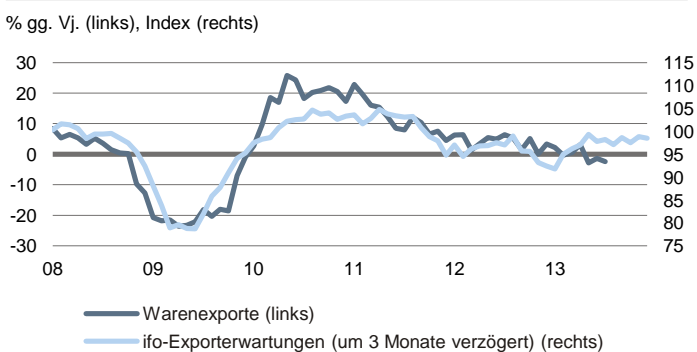
Quelle: Deutsche Bundesbank

Deutsche Warenexporte



Quelle: Deutsche Bundesbank

Exporte & ifo-Exporterwartungen



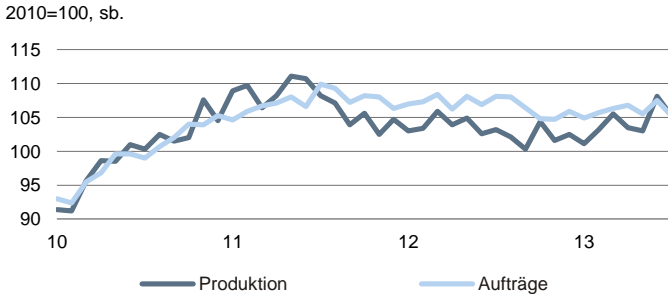
Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo

- Die Inflation fiel im September auf 1,4% gg. Vj. (Aug. 1,5%; Juli 1,9%). Der Rückgang geht weitgehend auf die Energiepreise zurück, deren Anstieg sich von 3,0% im Juni auf -0,2% verlangsamt hat. Diese deutliche Verlangsamung geht auf einen Basiseffekt zurück. Die Inflation bei den Nahrungsmittelpreisen gab im September ebenfalls leicht nach auf 4,7% (Aug. +4,9%; Juli 5,7%). Die Kerninflation blieb voraussichtlich bei 1,3%.
- Angesichts des moderaten BIP-Wachstums, der Erwartung stabiler Rohstoffpreise und geringerer Lohnsteigerungen sollte sich die gedämpfte Inflationsentwicklung fortsetzen. Wir erwarten, dass die Inflation 2013 im Schnitt 1,6% beträgt.
- Der Handelsbilanzüberschuss ging im Juli merklich zurück auf EUR 14,5 Mrd. von EUR 15,8 Mrd. Dabei fielen die Exporte um 1,1% und die Importe stiegen um 0,5%.
- Im Schnitt der letzten Monate betrug der Handelsbilanzsaldo EUR 15 Mrd. im Vergl. zu noch EUR 17,4 Mrd. im Feb.-Apr. Dies lag an der Schwäche der Exporte (-1%) in dieser Zeit bei gleichzeitig steigenden Importen (+2%).
- Die Außenhandelsdynamik war in H1 insgesamt gering und der Vorjahresvergleich der deutschen Im- und Exporte pendelte in etwa um Null. Der Welthandel wuchs in H1 mit im Schnitt 1,9% gg. Vj. auch nur schwach (2012: +1,9%; 2011: 5,9%).
- 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 zu kompensieren.
- 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 stark einschränkten: Spanien -36%; Italien -10%; Portugal -24% (2012 gg. 2008).
- Die Exporterwartungen bewegen sich seit Anfang 2013 in etwa seitwärts und befinden sich aktuell auf einem Niveau etwas über dem langfristigen Durchschnitt. Auch die Exportaufträge laut PMI befinden sich im Expansionsbereich. Seit Anfang 2013 überzeichnen die ifo-Erwartungen die tatsächliche Exportentwicklung aber merklich. Die Exportdynamik dürfte in den nächsten Monaten somit kaum zulegen.
- Die deutschen Importe dürften bei einer gedämpften Erholung der Rohstoffpreise, dem Ende des Lagerabbaus sowie einem recht hohen Beschäftigungsniveau und realem Einkommensplus etwas stärker als der Export wachsen.



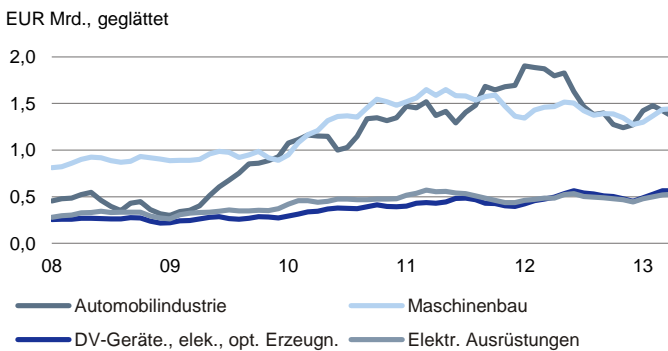
Chartbook: Branchen

Verarbeitendes Gewerbe: Produktion und Aufträge



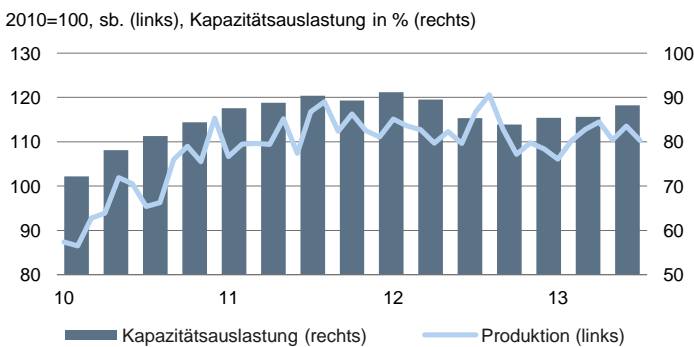
Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsche Exporte nach China nach Branchen



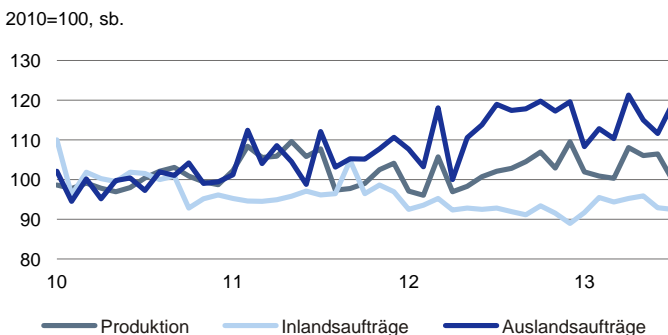
Quelle: Statistisches Bundesamt

Automobilindustrie: Produktion & Kapazitätsauslastung



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Pharmaindustrie: Produktion und Aufträge



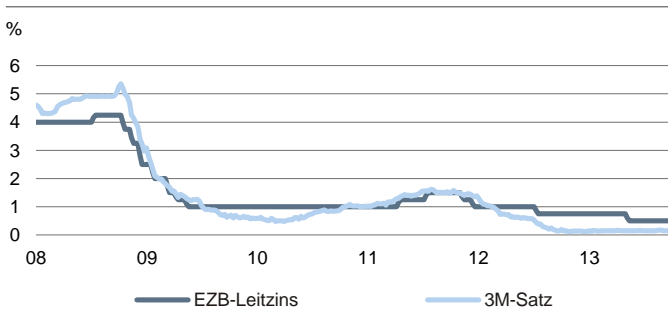
Quelle: Statistisches Bundesamt

- Nach der zuletzt erfolgten Datenrevision durch das Statistische Bundesamt lag die reale Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland im Zeitraum Mai-Juli um 0,2% unter dem Wert der Vorperiode. Die Auftragseingänge überstiegen dagegen im gleichen Zeitraum das Niveau der Vorperiode um 1,2%.
- Die Aufträge von außerhalb Europas entwickeln sich seit geraumer Zeit besser als jene aus der EWU. Am aktuellen Rand kam es jeweils zu einem Rückgang.
- Vor allem aufgrund der oben erwähnten Revision haben wir unsere Produktionsprognose für 2013 auf Stagnation herabgesetzt (von zuvor +1%; 2012: -1%).
- Für die deutsche Industrie hat der Absatzmarkt China in den letzten Jahren deutlich an Bedeutung gewonnen. Das größte Exportvolumen verzeichnen die Automobilindustrie und der Maschinenbau.
- Die Ausfuhren im Maschinenbau und der Elektrotechnik nach China haben seit Jahresbeginn angezogen. Demnach dürften die Exporte nach China die Produktion jener Sektoren 2013 stützen; dies dürfte auch für 2014 gelten, wenn sich die Konjunktur in China wieder belebt. Die Autoindustrie erhält 2013 dagegen vor allem Impulse durch höhere Ausfuhren in die USA und nach UK. Der chinesische Markt wird dagegen vermehrt durch lokale Produktionsstätten deutscher Unternehmen bedient.
- In der Automobilindustrie erfolgte eine umfangreiche Datenrevision durch das Statistische Bundesamt. So liegt der Produktionsindex nach den neusten Zahlen im 2. Quartal saisonbereinigt „nur noch“ um real 2,8% über Vorquartal. Vor der Anpassung der Daten wurde dagegen noch ein Zuwachs von 11% berichtet.
- Basierend auf der nun erfolgten Datenrevision rechnen wir damit, dass die reale Produktion der Automobilindustrie in Deutschland im Gesamtjahr 2013 in etwa stagnieren wird. Zuvor lag unsere Prognose bei 4%.
- Die Geschäftserwartungen in der Autoindustrie liegen im positiven Bereich. Die Kapazitätsauslastung nahm im 3. Quartal zum 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 strikten Regulierung schwächer.
- Seit Jahresbeginn sendeten die Auftragseingänge in der Branche uneinheitliche Signale. Im Durchschnitt des Zeitraums Mai-Juli 2013 lagen sie marginal unter dem Niveau der Vorperiode. Am aktuellen Rand entwickelten sich die Auslandsaufträge besser als die Inlandsorders.
- **Insgesamt erwarten wir für die pharmazeutische Industrie im Jahr 2013 ein reales Produktionsplus von 1% (2012: -2,4%).**



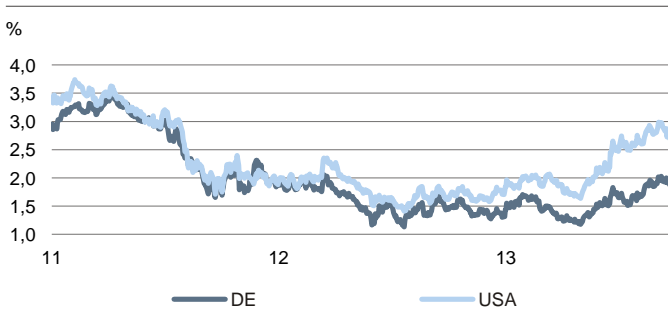
Chartbook: Finanzmärkte (1)

EWU: Leitzins & 3M-Satz



Quellen: EZB, Global Insight

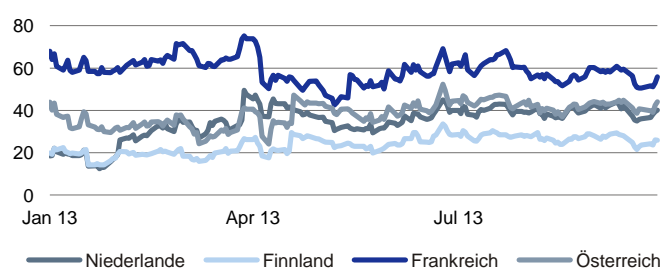
Rendite 10-jähriger deutscher und amerikanischer Staatsanleihen



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände (i)

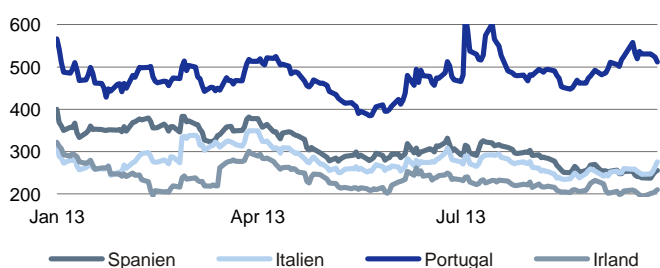
Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände (ii)

Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



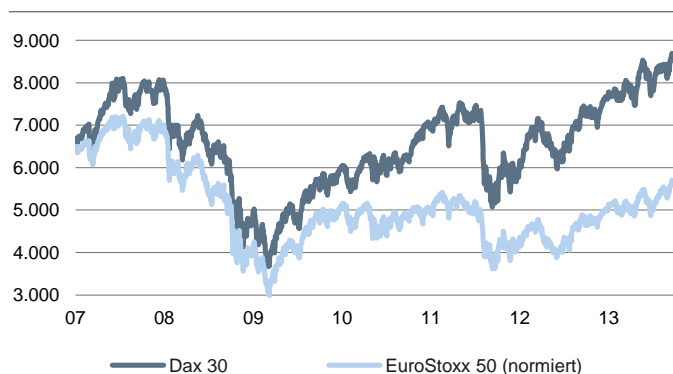
Quelle: Global Insight

- Laut der Aussagen von EZB-Präsident Draghi während der Pressekonferenz im September steht die konjunkturelle Erholung der EWU trotz der zuletzt etwas positiven Daten noch ganz am Anfang. Die leicht gesenkte BIP-Wachstumsprognose für 2014 (1%) spiegelt dies.
- Zudem wies Draghi darauf hin, dass die fallende Überschussliquidität zwar ein positives Signal und Ausdruck der geringeren Fragmentierung der Finanzmärkte sei. Sollte sie „zu weit“ gehen, stünde die EZB aber bereit zu handeln, was auf eine Präferenz für einen weiteren LTRO gegenüber einem Zinsschritt hindeutet.
- Die Botschaft, dass die EZB ihre akkomodierende Politik auf absehbare Zeit beibehalten dürfte, blieb bestehen.
- Die Entscheidung der Fed auf der Septembersitzung das Volumen der Assetkäufe in Höhe von USD 85 Mrd. im Gegensatz zur Markterwartung nicht zu verringern, ließ die Renditen der 10-jährigen US-Treasuries zuletzt um etwa 40 Bp. auf 2,6% sinken.
- Dies zog die Rendite 10-jähriger deutscher Anleihen leicht nach unten. Die Rendite liegt momentan bei 1,8%. Der Renditeabstand zwischen US- und deutschen Anleihen hat sich zuletzt wieder auf gut 80 Bp reduziert.
- Ausgehend von der Entscheidung der Fed den QE3-Ausstieg hinauszuzögern, fielen die globalen Zinsen wieder moderat.
- Im Vergleich zu den Renditen 10-jähriger deutscher Anleihen sind die Renditen der anderen Kernländer etwas stärker gefallen. Damit ging der Renditeabstand gegenüber Deutschland leicht zurück.
- Die Renditeabstände der Peripherieländer sind seit Mitte Juli ebenfalls gesunken (Ausnahme Portugal). Hier haben bessere Konjunkturindikatoren und die Hoffnung auf eine andauernde Erholung in der EWU wohl dämpfend gewirkt.
- Während der Abstand Spaniens, Italiens und Irlands relativ kräftig gefallen ist, stieg er im Falle Portugals jedoch in Folge der politischen Unsicherheit wieder über 500 Bp.



## Chartbook: Finanzmärkte (2)

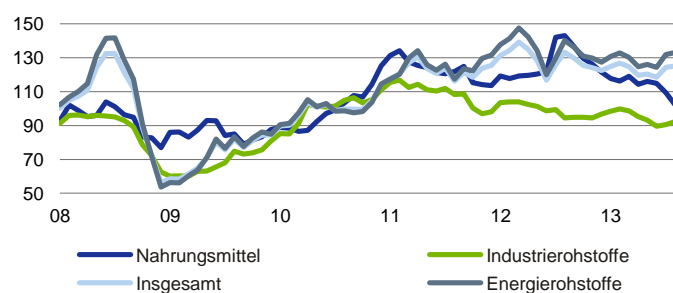
### Aktienindizes



Quellen: Global Insight, DB Research

### Rohstoffpreise

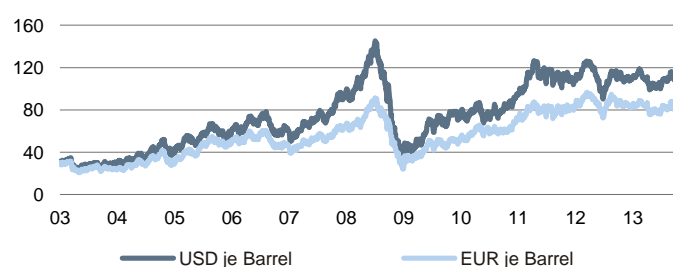
HWWI Index, 2010=100, EUR-Basis



Quelle: HWWI

### Ölpreis

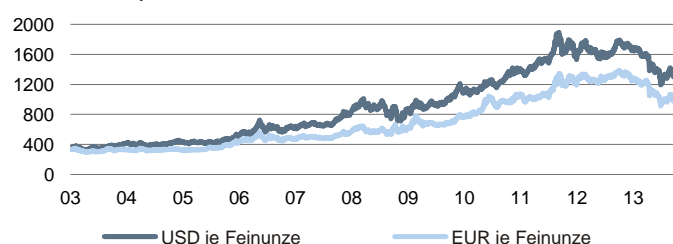
Brent Blend, USD oder EUR je Barrel



Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

### Goldpreis

USD oder EUR je Feinunze



Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

— Die leichte Entspannung im Syrien-Konflikt und zuletzt gute Konjunkturdaten führten zuletzt zu einem Anstieg des DAX auf etwa 8.600 Punkte und des EuroStoxx600 auf etwa 310 Punkte.

— Die Rohstoffpreise zeigten 2013 zunächst wegen Sorgen über das Wachstum in China und später wegen der Debatte über den QE3-Ausstieg der Fed eher nach unten. Anzeichen, dass das Wachstum in China und der Welt in H2 anzieht, haben die Rohstoffpreise zuletzt wieder ansteigen lassen. Aufgrund der Sorgen um den Syrienkonflikt war vor allem der Ölpreis zuletzt gestiegen.

— Im Gegensatz dazu fielen die Nahrungsmittelpreise seit dem Höhepunkt im Aug. 2012 kräftig. Der Rückgang hat sich Mitte 2013 wieder beschleunigt, nachdem er in H1 gebremst verlief. Aktuell liegen die Preise rund 30% unter dem Vorjahresniveau.

— Wegen der Geschehnisse in Syrien stieg der Rohölpreis Ende August sprunghaft auf USD 115 per Barrel. Zuvor hatten schon die anhaltenden Unruhen in Ägypten, das den Suezkanal kontrolliert, und Liefereinschränkungen in Libyen für Preisbewegungen gesorgt. Zuletzt fiel der Ölpreis aufgrund der abnehmenden Sorgen um Syrien wieder merklich. Der Preis liegt damit aktuell mit USD 110 per Barrel Brent in etwa auf seinem Jahresdurchschnitt 2012.

— In Folge der deutlichen Ausweitung des Angebots, insb. durch die höhere Produktion an Schieferöl in den USA, erwarten unsere Rohstoffstrategen einen Ölpreis von USD 110 per Barrel in Q4 2013.

— Gold als sicherer Hafen hat sich in den letzten beiden Monaten im Zuge der gestiegenen Unsicherheit auf über USD 1.300 per Feinunze verteuert. Das ist allerdings noch 25% unter dem Höchststand des vergangenen Jahres (4. Okt. 2012; USD 1.792 per Feinunze). Bis zuletzt belasteten höhere reale Zinsen, der stärker erwartete USD und nachlassende Inflationssorgen.

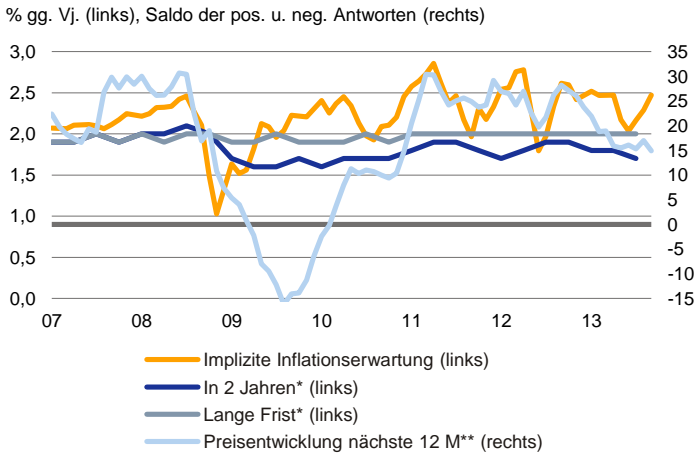
— Unsere Rohstoff-Analysten erwarten einen Goldpreis von USD 1.350 per Feinunze in Q4 2013. Dies wäre der größte Preisrückgang gg. Vj. (eop) seit dem Jahr 1997.





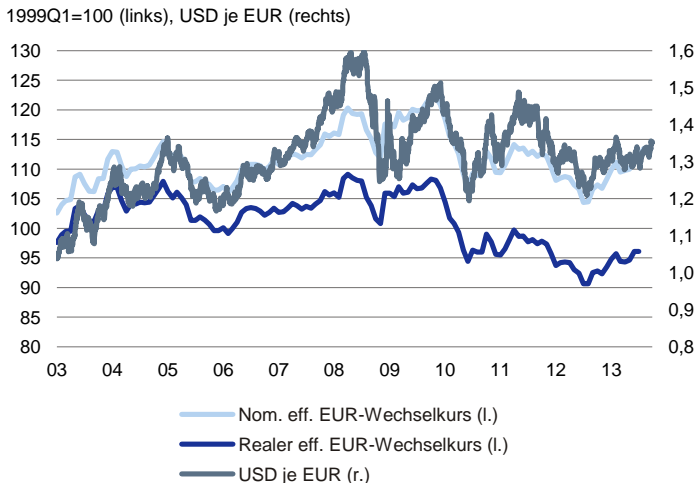
Chartbook: Finanzmärkte (3)

Inflationserwartungen Eurozone



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

Wechselkursentwicklung des Euro



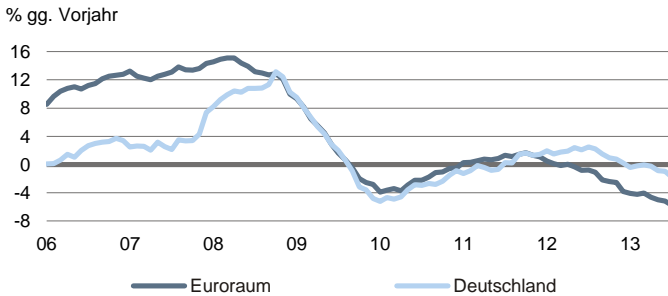
Quellen: EZB, Reuters

- Trotz der (zuletzt geringeren) öffentlichen Sorge über Inflationsgefahren, erwarten die von der EZB befragten privaten Prognostiker keinen Anstieg der Inflation. In zwei Jahren sehen sie die Inflationsrate (EWU) bei 1,7% (zuvor 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 knapp 2 und gut 2 ½%.
- Allerdings dürfte diese „implizite Inflationserwartung“ verzerrt sein. Zum einen ist der derzeitige Realzins von knapp ½% ökonomisch nur schwer zu erklären. Zum anderen sind die Anleiherenditen durch massive Käufe einiger großer Zentralbanken (v.a. USA, UK, JP) und bestehender „Safe haven“-Käufe wohl nach unten verzerrt.
- Nachdem der EUR/USD im Februar das Hoch von 1,37 erreicht hatte, bewegte sich der EUR/USD in Q2 in dem relativ engen Band von 1,28 bis 1,35. Die zuletzt z.T. widersprüchlichen Botschaften der Fed führten 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 gegen Jahresende verringern. Dies dürfte für einen stärkeren USD sorgen – unsere Strategen rechnen daher mit einem EUR/USD Kurs von 1,20 Ende Q4. Sie sehen die erwartete USD-Stärke als Beginn eines mehrjährigen USD-Aufwertungszyklus und prognostizieren das Erreichen der USD/EUR-Parität im Jahr 2017.



Chartbook: Finanzmärkte (4)

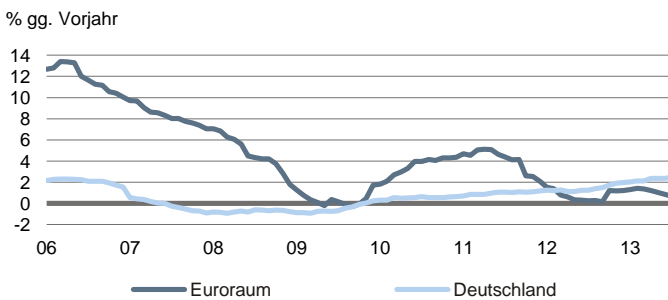
Kredite an Unternehmen



Quellen: EZB, DB Research

- Der Rückgang der Volumen der Unternehmenskredite in Deutschland hat sich im Juli nochmals deutlich intensiviert (-1,8% gg. Vj.).
- In den Kreditvolumina scheinen sich Substitution über Anleihemärkte sowie die niedrige Investitionstätigkeit widerzuspiegeln.
- Auch der Abbau von Unternehmenskrediten in der Eurozone beschleunigte sich im Juli weiter (-5,8% gg. Vj., zuvor im Juni -5,2%), bedingt durch die gesamtwirtschaftliche Lage sowie laufende Konsolidierungsprozesse in Krisenländern.

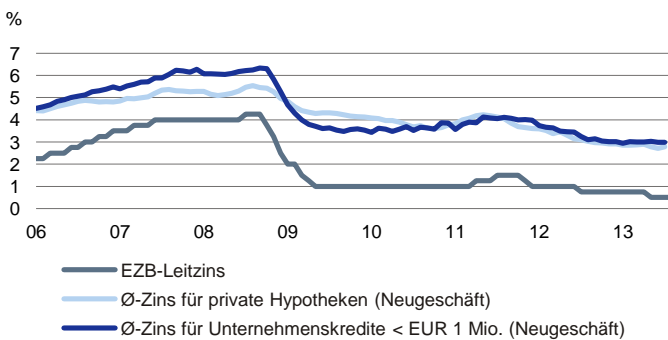
Privates Hypothekenvolumen



Quellen: EZB, DB Research

- In Deutschland setzt sich der solide Wachstumstrend bei Hypothekarkrediten mit einem Zuwachs von 2,5% gg. Vj. auch im Juli fort. Damit seit Frühjahr 2012 stetig ansteigende Zuwächse, die inzwischen Vorkrisenniveau wieder erreicht haben.
- Niedrige Zinsen verknüpft mit positiven Einkommens- und Arbeitsmarktbedingungen stärken die Immobiliennachfrage deutscher Haushalte.
- Das Hypothekenwachstum in Deutschland liegt derzeit in Deutschland deutlich über dem Durchschnitt der Eurozone (0,7% gg. Vj.).

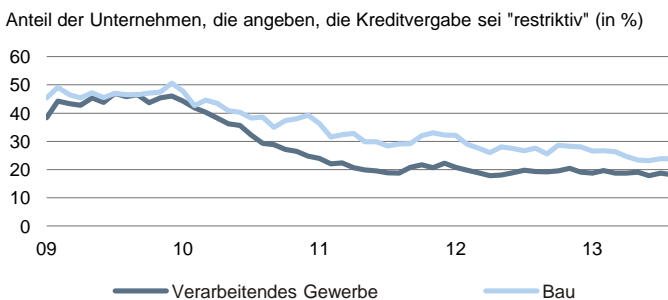
Zinsen für Kredite



Quellen: EZB, Bundesbank

- Die Zinsen für Hypothekar- und Unternehmenskredite verbleiben insgesamt auf historisch niedrigem Niveau. Die Zinsen für Unternehmenskredite betragen im Juli unverändert 3%, während die Hypothekenzinsen geringfügig anzogen (2,8% im Juli, ggü. 2,7% im Vormonat).
- Das niedrige Leitzinsniveau bedeutet niedrige Refinanzierungskosten der Banken, die diese auch an Kunden weitergeben.

Kredithürde



Quelle: ifo

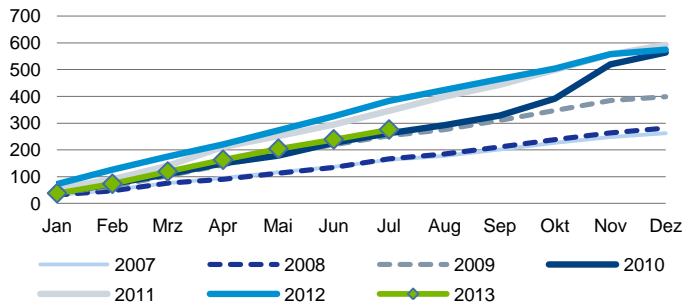
- Unternehmen schätzen Kreditvergabe weiter als unproblematisch ein.
- Auch im August lag der Anteil an Unternehmen, die Kreditvergabe als restriktiv einstufen, auf sehr niedrigem Niveau. Während im Bausektor die Wahrnehmung weitgehend unverändert blieb (+0,1 Prozentpunkt ggü. Vormonat), sank die Kredithürde im verarbeitenden Gewerbe weiter (-0,6 Prozentpunkte ggü. Vormonat) und hat damit fast wieder ihren mehrjährigen Tiefststand vom Mai letzten Jahres erreicht.



Chartbook: Finanzmärkte (5)

Bruttoemissionen von Staatsanleihen

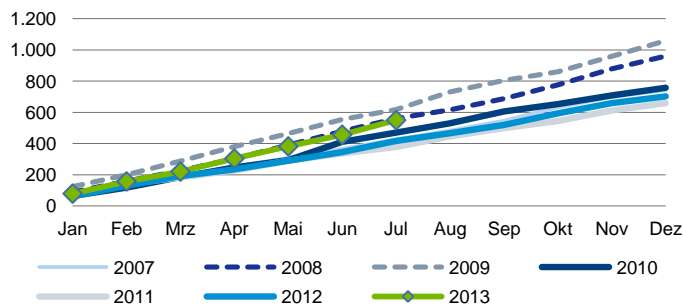
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Bankanleihen

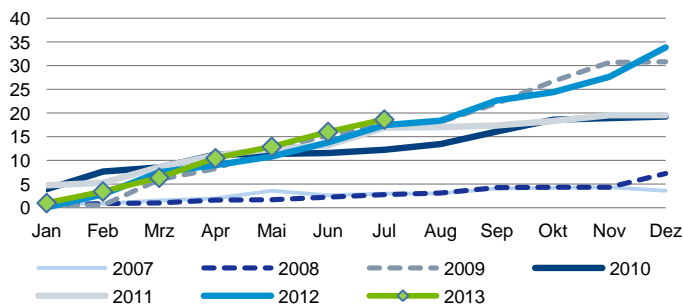
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Unternehmensanleihen

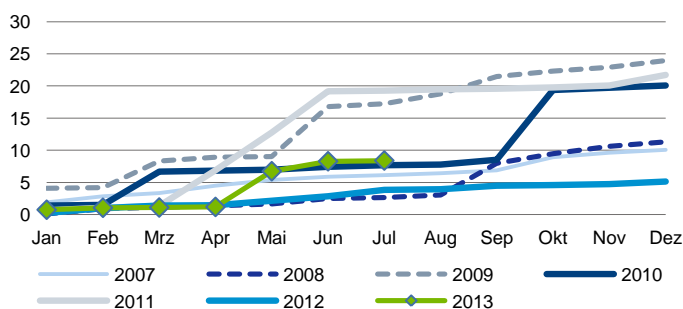
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Aktien

Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

- Die Ausgabe von Schuldverschreibungen des öffentlichen Sektors in Deutschland bleibt verhalten. Die deutschen Länder und der Bund haben im Juli Anleihen im Wert von circa EUR 37 Mrd. ausgegeben.
- Die kumulierten Emissionen in den ersten sieben Monaten 2013 beliefen sich auf nur noch EUR 276 Mrd.
- Durch die Normalisierung von Zinssätzen auf globalen Märkten scheint der „Safe-haven“-Effekt, von dem der deutsche öffentliche Sektor in den letzten Jahren profitiert hat, etwas abzuklingen.

- Das Emissionsvolumen an Bankanleihen lag im Juli bei rund EUR 94 Mrd., der höchste Wert seit 3 Jahren.
- Deutsche Banken haben in den ersten sieben Monaten EUR 550 Mrd. auf dem Anleihemarkt generiert, der für diesen Zeitraum höchste Wert seit 2009. Im Gegensatz dazu gingen die Emissionen im Rest Europas zurück.
- Verbesserte Bilanz- und Kapitalkennziffern haben zu niedrigeren Spreads bei Bankanleihen geführt und damit die Kapitalaufnahme erleichtert, gleichzeitig reduziert das Deleveraging den Refinanzierungsbedarf.

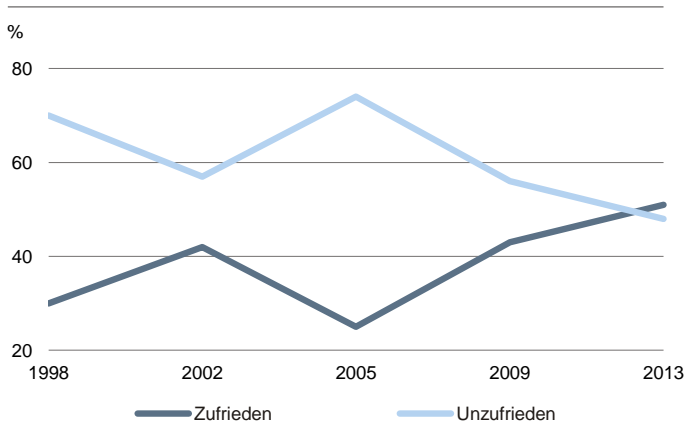
- Die Unternehmen nutzten weiterhin die Anleihemärkte in erheblichem Umfang, im Juli mit einem Emissionsvolumen von EUR 2,6 Mrd., knapp unter dem Durchschnitt von 2013.
- Die kumulierte Emissionsaktivität 2013 belief sich bisher auf EUR 18,5 Mrd., den bisher höchsten Wert der ersten sieben Monate.
- Unternehmensanleihen scheinen bei der Unternehmensfinanzierung relativ zum Kredit eine immer wichtigere Rolle zu spielen.

- Die Emissionstätigkeit am Aktienmarkt hat sich im Juli deutlich abgekühlt. Unternehmen haben nur EUR 109 Mio. Eigenkapital auf den Aktienmärkten aufgenommen, das bisher niedrigste Volumen in einem Juli.
- Durch den deutlichen Rückgang der Volumina im Juli hat die Emissionstätigkeit an Schwung verloren und lag von Jan.-Juli bei circa EUR 8 Mrd.



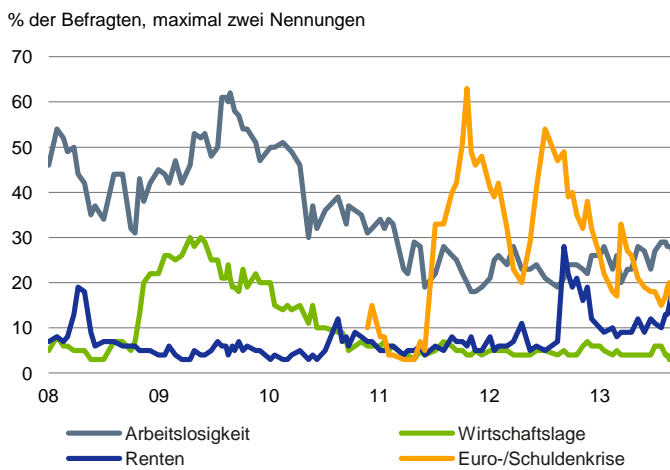
Chartbook: Wirtschaftspolitik

Zufriedenheit mit der Bundesregierung



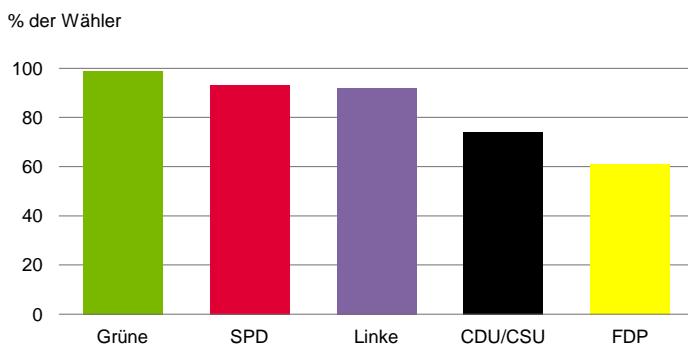
Quelle: Infratest dimap

Die wichtigsten Probleme in Deutschland



Quelle: Forschungsgruppe Wahlen

Befürworter eines einheitlichen gesetzlichen Mindestlohnes



Quelle: Infratest dimap

- Das gute Wahlergebnis für Bundeskanzlerin Angela Merkel lässt sich auch auf die hohe Zustimmung zu ihrer Regierung zurückführen.
- Bei den letzten Bundestagswahlen ließen sich bevorstehende Regierungswechsel immer in niedrigen Zustimmungswerten für die Regierung ablesen (so 1998 und 2005). Verglichen mit den Wahlen von 2002 und 2009, bei denen Gerhard Schröder und Angela Merkel in ihrem Amt bestätigt wurden, schnitt die Bundesregierung bei dieser Wahl jedoch ungewöhnlich gut ab.
- Anders als bei den vorangegangenen Wahlen äußerte sich eine Mehrheit von 51% zufrieden mit der Regierung von Angela Merkel. Dabei erreichte die CDU einen hohen „Zufriedenheitswert“ von 57%, die FDP hingegen lediglich von lediglich 12%.
- Während die Eurokrise bis Anfang 2013 das beherrschende Thema für die deutschen Wähler war, ist sie zuletzt wieder etwas in den Hintergrund getreten.
- Bei der Frage nach den beiden größten Problemen, denen sich Deutschland aktuell stellen muss, wurde trotz der aktuell niedrigen Erwerbslosenquote von 25% der Befragten die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit genannt.
- Am zweithäufigsten wurde die Sicherung des Rentenniveaus genannt (21%). Die Eurokrise wird demzufolge nur noch von 15% der Befragten zu einem der beiden dringendsten Probleme des Landes gezählt.
- Ein wichtiges Thema in der nächsten Legislaturperiode dürfte die Forderung der bisherigen Oppositionsparteien nach einem einheitlichen gesetzlichen Mindestlohn werden.
- Die FDP, die sich aufgrund möglicher negativer Beschäftigungseffekte dagegen ausgesprochen hatte, wird zukünftig nicht mehr im Bundestag vertreten sein, und selbst unter den Wählern der CDU/CSU spricht sich eine Mehrheit von 74% für einen einheitlichen gesetzlichen Mindestlohn aus. Bei den möglichen Koalitionspartnern, Grüne und SPD, sind es jeweils über 90%.



## 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
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.	Eurogruppe/ECOFIN-Sitzung	Bewertung der Bankenrekapitalisierung und Spanien und des Reformfortschritts der Programmländer, Vorbereitung des Europäischen Rats.
19./20. Okt.	Bundesdelegiertenkonferenz Bündnis90/Die Grünen in Berlin	Wahl des Parteivorstands, Grundsatzdebatte zur Ausrichtung der Partei.
22.Okt.	Spätester Termin für konstituierende Sitzung des Bundestages	Spätestens am 30. Tag nach der Wahl muss neu gewählter Bundestag zu konstituierender Sitzung zusammentreten.
24./25. Okt.	Europäischer Rat in Brüssel	Sozialgipfel. Zudem Debatte über Maßnahmen für mehr Wettbewerbsfähigkeit, Wachstum und Beschäftigung in EU.
7. Nov.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
14.-16. Nov.	Ordentlicher Parteitag der SPD in Leipzig	Auf dem Parteitag wird u.a. der Parteivorstand neu gewählt. Möglicherweise auch Abstimmung über Koalitionsvertrag.
21.-22. Nov.	Eurogruppe/ECOFIN-Sitzung	Diskussion der EU-Herbstprognosen, Umsetzungsstand ESM-Bankenrekapitalisierung und Roadmap SSM.

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
8. Okt. 2013	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	August	16,7	14,6
8. Okt. 2013	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Aug.	1,7 (-2,4)	-1,1 (-2,5)
8. Okt. 2013	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Aug.	-0,9 (-1,6)	0,3 (-0,8)
8. Okt. 2013	12:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Aug.	-1,5	-2,7
9. Okt. 2013	12:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Aug.	0,7	-1,7
15. Okt. 2013	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Aug.	0,1 (-3,8)	0,3 (-2,6)
-	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Oktober	52,0	51,3
-	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Okt.	54,0	54,4
25. Okt. 2013	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Okt.	108,0	107,7
30. Okt. 2013	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Okt.	0,1 (1,5)	0,0 (1,4)
31. Okt. 2013	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Okt.	0,8	0,5
14. Nov. 2013	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q3 2013	0,3	0,7

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

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,125	0,10	0,50	0,50	0,00	1,00	0,20	1,50	2,50	3,60	0,05
Dez. 13	0,125	0,10	0,50	0,51	0,00	1,00	0,30	1,50	2,50	3,20	0,05
März 14	0,125	0,10	0,50	0,51	0,00	1,00	0,30	1,50	2,50	3,00	0,05
Sep. 14	0,125	0,10	0,50	0,60	0,00	1,25	0,40	1,75	2,50	3,00	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,25	0,23	0,22	0,52
Dez. 13	0,35	0,20	0,25	0,55
März 14	0,35	0,20	0,30	0,55
Sep. 14	0,35	0,20	0,40	0,55

### 10J Staatsanleihen

	Renditen, %				Renditeabstände gg. EWU, %-Punkte			
Aktuell	2,62	0,68	1,73	2,53	-0,75	0,67	0,17	1,15
Dez. 13	2,50	0,90	2,20	3,00	-0,70	0,25	0,25	0,65
März 14	2,75	0,80	2,30	3,25	-0,65	0,20	0,30	0,70
Sep. 14	3,00	0,90	2,50	3,75	-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	1,35	98,93	0,84	1,61	1,23	8,70	7,46	8,10	4,24	299,63	25,69
Dez. 13	1,20	110,00	0,85	1,41	1,25	8,25	7,46	7,25	4,15	290,00	25,70
März 14	1,19	111,00	0,86	1,39	1,25	8,13	7,46	7,20	4,11	287,50	25,53
Sep. 14	1,17	114,00	0,84	1,40	1,24	7,95	7,46	7,10	4,04	282,50	25,18

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	April 2013	Mai 2013	Juni 2013	Juli 2013	Aug. 2013	Sep. 2013
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	102,3	101,4	106,1	105,3	107,2	104,4	105,7	105,9	106,2	107,6	107,7
ifo Geschäftserwartungen	94,3	95,6	103,0	101,9	103,3	101,6	101,6	102,5	102,4	103,3	104,2
PMI Composite	47,9	49,1	52,8	49,9	53,1	49,2	50,2	50,4	52,1	53,5	53,8
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	96,4	95,1	101,1	100,5	102,7	99,3	100,7	101,5	101,6	103,1	103,5
PMI Verarbeitendes Gewerbe	45,0	46,3	49,7	48,7	51,3	48,1	49,4	48,6	50,7	51,8	51,3
Produktion (% gg. Vp.)	0,3	-2,5	0,1	1,3		0,9	-1,2	2,0	-1,7		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,9	0,9	0,4	1,5		-1,9	-0,5	5,0	-2,7		
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	11,4		15,7	-1,0	3,2	0,3		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-1,2	2,2	2,4	0,3		0,7	0,5	5,1	2,3		
ifo Bauhauptgewerbe	118,1	117,7	125,7	123,8	120,4	124,5	123,5	123,4	121,9	120,2	119,0
<b>Dienstleistungen</b>											
PMI Dienstleistungen	49,4	50,0	53,8	49,9	52,8	49,6	49,7	50,4	51,3	52,8	54,4
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-7,9	-10,0	-6,5	-4,2	-3,2	-4,9	-4,5	-3,2	-2,3	-3,4	-4,0
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,4	-0,8	1,5	-0,1	-0,4	0,3	0,9	-1,1	-0,2	0,5	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-7,0	-6,2	-10,5	-3,7		3,8	-9,9	-4,7	2,1	-5,5	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-1,4	2,2	-1,0	3,6		-1,2	0,5	6,1	-4,5		
Exporte (% gg. Vp.)	1,1	-2,0	0,4	0,1		1,4	-2,0	0,6	-1,1		
Importe (% gg. Vp.)	0,3	-1,0	-1,0	1,3		1,2	1,4	-1,0	0,3		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	50,6	47,1	50,5	48,0		17,5	14,6	15,9	14,6		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,8	6,9	6,9	6,8		6,9	6,8	6,8	6,8	6,8	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	25,7	28,7	-8,0	19,7		4,0	18,0	-13,0	-7,0	7,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,1	0,9	0,6	0,6		0,6	0,6	0,6	0,5		
ifo Beschäftigungsbarometer	105,9	106,3	106,2	104,9	106,3	104,7	105,6	104,4	105,6	106,8	106,4
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	2,1	2,0	1,8	1,5	1,7	1,1	1,6	1,9	1,9	1,6	1,6
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,2	1,3	1,4	1,0		0,6	1,1	1,2	1,2	1,2	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	1,4	1,5	1,1	0,3		0,1	0,2	0,6	0,5		
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-4,5	0,7	-3,5	-7,0		-6,2	-6,7	-8,2	-13,7	-11,5	
Ölpreis (USD)	109,7	110,1	112,6	102,5		102,0	102,6	103,0	107,9	111,3	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	27,0	31,2	26,6	22,5	26,2	25,4	21,6	20,6	23,5	28,2	26,8
EC Unternehmensumfrage	0,8	2,9	3,7	-0,6	2,8	-0,4	-1,8	0,5	1,3	2,8	4,3
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	3,3	3,1	4,0	1,4							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,7	2,9	2,2	1,6							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,7	3,7	4,2	1,1							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	6,9	6,0	5,3	4,2		5,6	4,6	4,2	2,1	-1,4	
Trend von M3						5,2	4,8	3,6	1,6		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	0,6	-0,4	-0,2			-0,2	-0,1	1,3	-0,5		
Kredite an öffentliche Haushalte	10,4	13,5	-18,7			-13,2	-23,1	-22,4	-25,1		

% 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.

- ▶ **Deutschland nach der Wahl**  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 1. Oktober 2013
- ▶ **Ja mei, is denn scho o'zapft?**  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 16. September 2013
- ▶ **Deutsches BIP +0,5% in 2013 –  
trotz Verlangsamung in H2**  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 2. September 2013
- ▶ **Das Wandern ist des Deutschen Lust**  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 15. August 2013
- ▶ **Trendwachstum der Beschäftigung -  
auf längere Sicht negativ**  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 1. August 2013
- ▶ **Binnenkonjunktur – kein Selbstläufer**  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 15. Juli 2013
- ▶ **Strukturelle Verbesserungen stützen Sonderstellung**  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 1. Juli 2013
- ▶ **Deutsche Sonderstellung – Gefahr für den Euro?**  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 14. Juni 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.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg