



Ausblick Deutschland

Stimmungsindikatoren – erneuter Dämpfer im Frühjahr

2. April 2013

Autor

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

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

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

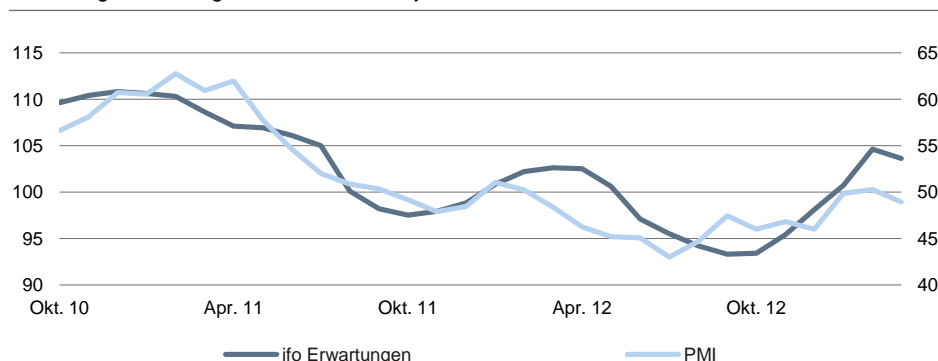
DB Research Management

Ralf Hoffmann | Bernhard Speyer

Bereits im dritten Jahr in Folge scheint monatlichen Konjunkturbefragungen wie dem ifo-Geschäftsklima oder dem Index der Einkaufsmanager (PMI) nach einer deutlichen Belebung um die Jahreswende im Frühjahr die Puste auszugehen. Nachdem beide Indikatoren seit November deutlich zulegen konnten, gab es im März einen – vergleichsweise geringen – Rückgang beim ifo-Index und einen deutlicheren Rückschlag beim PMI (sowohl im verarbeitenden Gewerbe als auch bei den Dienstleistungen). Falls sich diese Entwicklung fortsetzen sollte, könnte dies ein Beleg für die These sein, dass der massive Konjunkturreinbruch im Winterhalbjahr 2008/09 von den üblichen Verfahren der Saisonbereinigung zumindest zum Teil als Saisoneffekt interpretiert wird und somit monatliche Indikatoren im Winter durch die Saisonbereinigung zu gut ausfallen und es im Sommerhalbjahr dann zu einer Gegenbewegung kommt. Gegen diese These spricht allerdings, dass ein entsprechendes Muster im laufenden Jahr – zumindest bis dato – weder in den USA noch in China zu beobachten ist. Somit könnten die politischen Irrungen und Wirrungen in Europa, insbesondere im Zusammenhang mit den Wahlen in Italien und den Verhandlungen über das Zypernpaket, der wichtigere Faktor sein. Dazu passt der ebenfalls deutliche Rückgang des Flash-PMIs für die Eurozone insgesamt (46,6 nach 47,9). Damit dürften Hoffnungen auf eine baldige Stabilisierung der Konjunktur in der Eurozone erst einmal vom Tisch sein. Wir erwarten in unserem jüngsten weltwirtschaftlichen Ausblick erst in Q3 einen leichten Anstieg des EWU-BIP und haben unsere Prognose für den Jahresdurchschnitt 2013 auf -0,6% reduziert (2014 +1,0%).

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosetabellen.....	3
Inflationsrisiko Geldpolitik: Ist sie zu locker für Deutschland?.....	4
Verfügbares Einkommen: Arbeitsmarktboom und Eurokrise hinterlassen Spuren	15
Warum konnte die deutsche Wirtschaft die jüngste Krise so gut bewältigen?.....	21
Grafik des Monats.....	30
Chartbook: Konjunktur	31
Chartbook: Branchen.....	34
Chartbook: Finanzmärkte.....	35
Chartbook: Wirtschaftspolitik.....	40
Eventkalender.....	41
Datenkalender	42
Finanzmarktprognosen	42
Datenmonitor	43

Rückläufige Stimmungsindikatoren im Frühjahr – alle Jahre wieder?



Quellen: Thomson Reuters, Markit



Unsere vergleichsweise vorsichtige Wachstumsprognose für Deutschland (+0,3% und +1,5% in 2014) haben wir allerdings nicht nach unten angepasst. Hauptgrund sind bessere Konjunkturaussichten für die USA (hier haben unsere Kollegen ihre Prognose für das laufende Jahr von 1,7% auf 2,3% angehoben) und, damit in Zusammenhang stehend, eine stärkere Zuversicht, dass sich die Konjunktur in Asien deutlicher erholt. Überdies könnte unsere Prognose für das deutsche BIP-Wachstum im ersten Quartal von 0,1% gegen Vorquartal (nach einem Rückgang von 0,6% im vierten Quartal des letzten Jahres) übertroffen werden. Ungeachtet der schwachen Märzdaten haben die Vertrauensindikatoren im Durchschnitt des ersten Quartals deutlich gegenüber dem Schlussquartal des letzten Jahres zugelegt. Darauf basierende einfache Regressionsmodelle signalisieren daher Wachstumsraten zwischen 0,2% und 0,6%.

Mit Blick auf die instabile politische Lage in Italien, die unseres Erachtens auch das italienische Wachstum deutlich belasten dürfte (wir erwarten nunmehr ein Rückgang des BIP um 1,8%), steht allerdings zu befürchten, dass die Stimmung in der Eurozone längere Zeit leiden könnte. Die Diskussion um das Programm für Zypern hat gezeigt, dass die Bereitschaft zur Solidarität in der Öffentlichkeit, aber auch bei den politischen Entscheidungsträgern, deutlich niedriger ausfällt, wenn die Notlage als selbstverschuldet oder gar als Resultat von den eigenen Vorteil übermäßig betonenden Verhalten erachtet wird. Außerdem hat das unglückliche und teilweise auch ungeschickte Agieren beim Aushandeln des Zypernpakets allen vor Augen geführt, dass der Knackpunkt derartiger Programme letztlich in der Verteilung der Anpassungslasten, zum einen zwischen dem Land und der Troika, zum anderen zwischen den verschiedenen Gruppen des Landes selbst liegt. Da dafür kein Regelwerk zur Verfügung steht und im Gegenteil sich herausbildende Grundsätze durch die Akteure wiederholt revidiert wurden, wird wie in anderen unregelmäßigen Verteilungskonflikten auch letztlich mit Moral und Gerechtigkeit argumentiert, die aber von den jeweiligen Betroffenen – wenig überraschend – sehr unterschiedlich gesehen werden. Angesichts zunehmender Euro-Verdrossenheit in den Problemländern und den näher rückenden Wahlen in Deutschland könnte es daher zu stärkeren Spannungen in Europa kommen.

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



Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P	2012P	2013P	2014P
Euroland	-0,6	-0,6	1,0	2,5	1,6	1,6	1,2	1,7	1,6	-3,2	-3,0	-2,6
Deutschland	0,7	0,3	1,5	2,0	1,6	1,6	7,0	6,3	6,1	0,2	-0,4	-0,2
Frankreich	0,0	-0,6	1,1	2,2	1,4	1,5	-2,4	-2,2	-1,9	-4,6	-3,8	-3,2
Italien	-2,4	-1,8	0,4	3,3	1,8	1,6	-0,6	0,4	0,4	-3,0	-2,6	-2,8
Spanien	-1,4	-1,6	0,5	2,4	1,9	1,3	-0,8	0,5	0,3	-10,0	-6,2	-5,3
Niederlande	-0,9	-0,5	0,8	2,8	2,6	1,7	9,9	8,2	8,0	-4,0	-3,8	-3,0
Belgien	-0,2	-0,3	1,0	2,6	1,4	1,6	-0,5	0,5	1,0	-3,0	-3,2	-3,0
Österreich	0,8	0,8	1,6	2,6	2,3	2,0	1,8	2,2	2,4	-3,0	-2,7	-2,4
Finnland	-0,2	-0,3	1,0	3,2	2,3	2,2	-1,8	-0,8	-1,0	-1,9	-1,6	-1,4
Griechenland	-6,4	-4,5	0,5	1,0	-0,3	-0,1	-3,0	-2,0	-1,0	-6,8	-5,2	-4,1
Portugal	-3,2	-2,2	0,8	2,8	0,5	1,2	-1,5	1,0	1,5	-4,9	-5,0	-3,8
Irland	0,9	0,5	1,7	1,9	1,2	1,4	2,5	3,5	4,0	-7,8	-7,9	-6,4
Großbritannien	0,3	0,5	1,8	2,8	3,0	2,6	-3,7	-3,1	-2,5	-7,8	-7,1	-6,4
Dänemark	-0,6	0,3	1,5	2,4	2,0	2,0	5,2	5,0	4,5	-4,4	-2,5	-2,0
Norwegen	3,0	2,2	2,6	0,7	1,8	2,0	14,1	14,0	13,0	13,9	10,5	10,0
Schweden	1,2	1,3	2,3	0,9	1,0	1,5	7,2	6,5	6,0	-0,7	-0,5	0,0
Schweiz	1,0	1,0	1,5	-0,7	0,2	0,6	11,5	10,5	10,0	0,3	0,5	0,5
Tschech. Rep.	-1,2	0,7	2,8	3,3	2,1	2,0	-2,4	-2,3	-2,3	-5,0	-3,2	-2,7
Ungarn	-1,7	-0,2	1,6	5,7	2,6	3,1	1,0	1,6	0,9	-3,0	-2,9	-2,8
Polen	2,1	1,4	2,3	3,7	1,8	2,5	-3,5	-2,3	-3,0	-3,6	-3,5	-2,9
USA	2,2	2,3	3,2	2,1	2,3	2,6	-3,0	-3,1	-3,4	-6,8	-6,3	-5,3
Japan	2,0	1,4	0,6	0,0	0,0	2,0	1,0	1,2	2,3	-9,6	-9,4	-7,4
Welt	2,9	3,2	4,0	3,3	3,3	3,6						

*Inflationsdaten für EU-Länder basieren auf harmonisierten Verbraucherpreisindizes außer bei Deutschland. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.
Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2010					2012					2013			
	2010	2011	2012	2013P	2014P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	
BIP	4,2	3,0	0,7	0,3	1,5	0,5	0,3	0,2	-0,6	0,1	0,4	0,4	0,3	
Privater Konsum	0,9	1,7	0,6	0,6	1,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,1	0,2	0,4	0,3	
Staatsausgaben	1,7	1,0	1,4	1,3	0,7	0,6	-0,3	0,7	0,4	0,3	0,5	0,1	0,1	
Anlageinvestitionen	5,9	6,2	-2,5	0,2	3,1	-1,0	-1,9	-0,4	-0,7	0,7	1,0	0,6	0,6	
Ausrüstungen	10,3	7,0	-4,8	-1,4	4,4	-1,1	-3,0	-2,2	-2,0	0,5	0,9	1,0	1,0	
Bau	3,2	5,8	-1,5	1,9	1,9	-0,8	-1,4	0,7	-0,1	0,9	1,0	0,3	0,3	
Lager, %-Punkte	0,6	0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
Exporte	13,7	7,8	3,7	3,1	5,4	0,7	3,3	1,5	-2,0	1,0	1,4	1,6	1,3	
Importe	11,1	7,4	1,8	4,2	5,5	-0,7	2,3	0,6	-0,6	1,4	1,6	1,7	1,6	
Nettoexport, %-Punkte	1,7	0,6	1,0	-0,3	0,3	0,7	0,7	0,5	-0,8	-0,1	0,0	0,1	0,0	
Konsumentenpreise*	1,1	2,1	2,0	1,6	1,6	2,1	1,9	2,0	2,0	1,6	1,6	1,6	1,5	
Arbeitslosenquote, %	7,7	7,1	6,8	6,9	6,7	6,8	6,8	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	
Budgetsaldo, % BIP	-4,1	-0,8	0,2	-0,4	-0,2									
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,2	6,2	7,0	6,3	6,1									

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

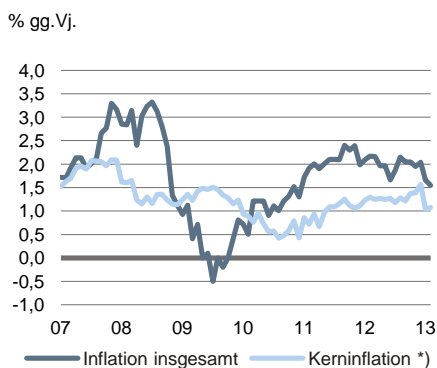


Inflationsrisiko Geldpolitik: Ist sie zu locker für Deutschland?

- Aufgrund der aktuellen schwachen Konjunktorentwicklung ist die Inflation in Deutschland auf kurze Sicht kein Thema.
- Der von uns berechnete Taylor-Zins zeigt, dass die Geldpolitik der EZB für den gesamten Euroraum wohl angemessen, für Deutschland allerdings deutlich zu expansiv ausgerichtet ist.
- Dies birgt auf mittlere und längere Sicht Inflationsgefahren für Deutschland.
- Gelingt es nicht, die extrem lockere Geldpolitik rechtzeitig zurückzufahren, obliegt es der Fiskalpolitik, einem beschleunigten Preisauftrieb entgegenzuwirken, um Fehlentwicklungen, wie in früheren Jahren in anderen Ländern, zu vermeiden.
- Damit könnten zwei Fliegen mit einer Klappe geschlagen werden. Zum einen würde eine Inflationsbeschleunigung vermieden, zum anderen ein Abbau der öffentlichen Verschuldung vorangetrieben.
- Inflationsbekämpfung sollte aber nicht die eigentliche Aufgabe der Fiskalpolitik sein. Allerdings könnte die Fiskalpolitik angesichts der extremen Herausforderungen der Geldpolitik (Bankenkrise, Unterstützung des Euro) hier zunächst das geeignetere Mittel sein.
- Darüber hinaus könnte eine verstärkte makro-prudenzielle Steuerung zu einer Differenzierung der in der Währungsunion homogenen Geldpolitik beitragen und so einer Inflationsbeschleunigung entgegenwirken.

Deutschland: Inflation

1



*) Ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Im Februar lag die deutsche Inflationsrate bei 1,5%, ohne Energie und Nahrungsmittel sogar nur bei gut 1% (Graphik 1). Mit Blick auf die schwächere Konjunktorentwicklung mit entsprechend steigender Unterauslastung der Produktionskapazitäten erwarten viele Prognostiker eine Abflachung des Preisauftriebs. Nach der jüngst veröffentlichten Einschätzung der Deutschen Bundesbank geht die Inflation im Jahresdurchschnitt 2013 von 2,0% auf 1,5% zurück und verharrt auch 2014 in etwa auf diesem Niveau. Deutsche Bank Research erwartet mit durchschnittlich 1,6% im laufenden und kommenden Jahr eine ähnliche Entwicklung.

Die Inflationsrisiken sind auf kurze Sicht als gering einzuschätzen. Doch gilt das auch für die mittlere und insbesondere die längere Frist oder lauert mit Blick auf die extrem lockere Geldpolitik der EZB ein erhebliches Inflationspotenzial? Unsere Analyse mittels der Taylor-Regel zeigt, dass die aktuelle geldpolitische Ausrichtung der EZB zwar für den Durchschnitt des Euroraums als angemessen, für Deutschland jedoch als deutlich zu locker einzustufen ist. Dies deutet auf Gefahren für die längerfristige Preisstabilität in Deutschland hin, insbesondere wenn sich die von uns zum Abschluss skizzierten Entwicklungen hin zu einer veränderten Rolle der Geldpolitik manifestieren sollten.

Geldpolitik und Inflation – der Transmissionsmechanismus

„Inflation ist immer und überall ein monetäres Phänomen“.¹ Diese viel zitierte Äußerung von Milton Friedman, Nobelpreisträger der Wirtschaftswissenschaften im Jahr 1976, basiert auf seiner Untersuchung der monetären Entwicklung der USA sowie der von ihm aufgestellten Neuformulierung der Quantitätstheorie des

¹ Die Äußerung wird üblicherweise der First Wincott Memorial Lecture: The Counter-Revolution in Monetary Theory von Milton Friedman im Jahr 1970 zugeschrieben.

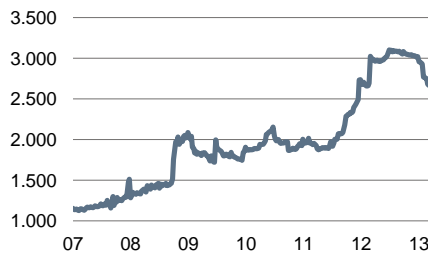


Ausblick Deutschland

EZB Bilanz

2

EUR Mrd.



Quelle: EZB

Geldes.² Die Grundlage dafür bildet die von Irving Fisher 1911 erstmals mathematisch formulierte sogenannte Tausch- bzw. Verkehrsgleichung. Diese postuliert, dass die Summe der Güter und Dienstleistungen in einer Volkswirtschaft multipliziert mit ihren durchschnittlichen Preisen gleich dem Produkt aus Geldmenge und Umlaufgeschwindigkeit des Geldes ist:

$$Y * P = M * V$$

mit

Y = Güter und Dienstleistungen

P = Preisniveau

M = Geldmenge

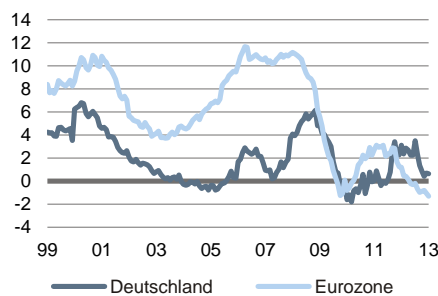
V = Umlaufgeschwindigkeit

Bei dieser Gleichung handelt es sich um eine Identität, die immer erfüllt sein muss. Daraus hat Friedman über Annahmen über die Entwicklung der Umlaufgeschwindigkeit, abgeleitet beispielsweise aus der Kassenhaltungstheorie, sowie der Unterstellung einer stabilen Geldnachfrage die Quantitätstheorie formuliert. In ihrer einfachsten Form wird Y und V als konstant unterstellt, so dass eine Veränderung der Geldmenge (M) zu einer gleich großen Veränderung des Preisniveaus (P) führt. Wird die Geldmenge erhöht, steigt die Inflation in gleichem Maße. Soweit die Theorie.

Kredite an den privaten Sektor

3

Ausstehende Kredite, % gg. Vj.



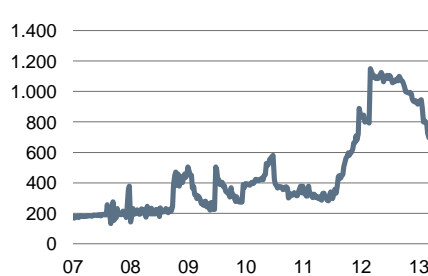
Quelle: EZB

Massive Liquiditätsausweitung (noch) nicht in der Wirtschaft angekommen

Einlagen der Finanzinstitute bei der EZB

4

EUR Mrd.



Quelle: EZB

Warum hat sich jedoch die massive Ausweitung der Bilanz der EZB – seit Ausbruch der Finanzkrise im Herbst 2008 verdoppelte sich das Bilanzvolumen auf rund EUR 3.000 Mrd. (Graphik 2) – bislang noch nicht in einer spürbaren Beschleunigung des Preisauftriebs niedergeschlagen? Der Grund liegt vor allem darin, dass die von der EZB über zwei dreijährige Refinanzierungsgeschäfte den Finanzinstituten bereitgestellte Liquidität im Umfang von insgesamt fast EUR 1.020 Mrd. nur zu einem sehr kleinen Teil in der Wirtschaft angekommen ist. So ist die Kreditvergabe an den privaten Sektor in der Eurozone aktuell rückläufig, und in Deutschland steigt sie mit +½% nur äußerst moderat (Graphik 3). Gleichzeitig ist ein Großteil der Liquidität wieder bei der EZB gelandet. Seit Mitte 2011 hatten sich die Einlagen der Finanzinstitute bei der EZB um über EUR 600 Mrd. auf zeitweise über EUR 1.100 Mrd. erhöht und betragen aktuell immer noch EUR 700 Mrd. (Graphik 4). Entsprechend steigt derzeit die Geldmenge in der weiten Abgrenzung M3³ lediglich um gut 3% (Graphik 5), denn mit dem Geldmengenkonzept wird – grob gesprochen – nur die Liquidität gemessen, die in einer Volkswirtschaft außerhalb des Finanzsektors ankommt, und nicht diejenige, die die EZB dem Finanzsektor bereitstellt.

EWU: Geldmenge M3

5

% gg. Vj.



Quellen: EZB, DB Research

Daraus allerdings zu folgern, dass es damit keine Inflationsrisiken gibt, greift zu kurz. Denn die Geldmengenentwicklung war in den Jahren vor dem Ausbruch der Finanzkrise äußerst dynamisch und nahm in der Spitze um mehr als 12% zu. Entsprechend ist die Geldmenge von 1999 bis 2008 deutlich stärker gestiegen als die EZB anvisiert hatte. So erachtete die EZB nach ihrem früher veröf-

² Vgl. Friedman, M. (1956). The Quantity Theory of Money – A Restatement. Studies in the Quantity Theory of Money. University Chicago Press. Friedman, M., Schwartz, A.J. (1963). A Monetary History of the United States, 1867-1960. Princeton University Press.

³ Zur Geldmenge M3 zählen das umlaufende Bargeld, die täglich fälligen Sichteinlagen inländischer Nichtbanken bei Banken, die Termineinlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren, die Spareinlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten, die Anteile an Geldmarktfonds und andere Geldmarktpapiere sowie Pensionsgeschäfte und Schuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren.

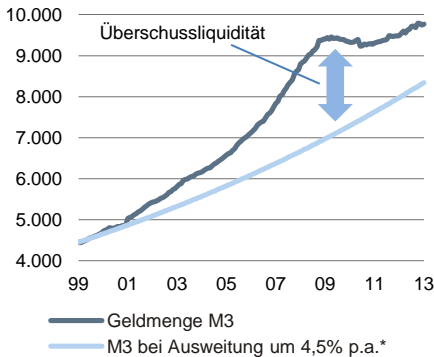


Ausblick Deutschland

EWU: Geldmenge & Überschussliquidität

6

EUR Mrd.



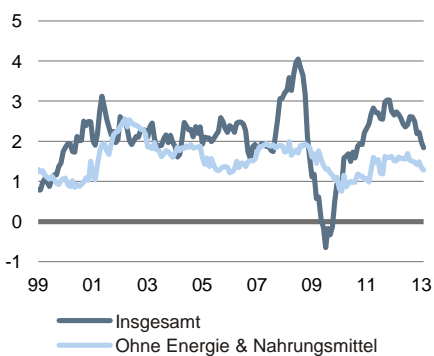
*) Entsprechend des früher veröffentlichten Referenzwertes für das von der EZB als angemessen erachtete Wachstum der Geldmenge M3

Quellen: EZB, DB Research

EWU: Inflation

7

Konsumentenpreisindex, % gg.Vj.

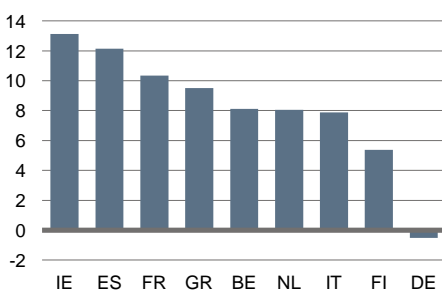


Quelle: Eurostat

Hauspreisentwicklung

8

1999-2007, % p.a.



Quelle: OECD

fentlichten Referenzwert ein Wachstum der Geldmenge M3 von 4 ½% p.a. als angemessen.⁴ Legt man diesen Maßstab zu Grunde, hat sich seit Beginn der Währungsunion eine hohe Überschussliquidität gebildet (Graphik 6), so dass der Geldmantel dieser Berechnung zufolge derzeit um fast 20% über dem als angemessen betrachteten liegt.

Welche Geldmenge ist die Richtige?

Die Kritik an der Quantitätstheorie moniert, dass es sich bei der gemessenen Geldmenge nicht nur um Transaktionskasse, die zum Kauf von Gütern und Dienstleistungen benutzt wird, handelt, sondern dass auch zusätzliches Geld zu Spekulationszwecken gehalten wird, das nicht nachfragewirksam (bei Gütern und Dienstleistungen) wird und somit auch nicht die Preise für diese Kategorien treibt. Die Frage, was genau die Geldmenge ist und damit zusammenhängend, welche Geldmenge nun die Richtige ist, sowie wie sich die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes verändert, ist mindestens so alt wie die Quantitätsgleichung selbst. Soll damit die Entwicklung der Konsumentenpreise erklärt werden, ist es notwendig, als Geldmenge in der Quantitätsgleichung nur diejenige Größe zu verwenden, die für Käufe von Gütern und Dienstleistungen dient. Da aber der Übergang von Transaktionskasse zu Spekulationskasse fließend ist, werden zur Abschätzung der Geldmenge verschiedene Geldmengenaggregate verwendet, die von einer engen Abgrenzung in Form von Zentralbankgeld bis zur weiten Definition der Geldmenge M3 gehen.

Vor diesem Hintergrund ist es zu erklären, dass die Inflation, gemessen am Anstieg der Konsumentenpreise, also jener Preise der Güter und Dienste, die ein Haushalt normalerweise konsumiert, in der Eurozone trotz der überaus kräftigen Geldmengenausweitung seit 1999 im Schnitt nur bei 2,1% p.a. lag. Temporär stärkere Ausschläge waren auf externe Faktoren, wie beispielsweise Ölpreissteigerungen, zurückzuführen, was die Kerninflationsrate (d.h. die Inflationsrate ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise), die in diesem Zeitraum lediglich 1,6% p.a. betrug, veranschaulicht (Graphik 7). Die „Überschussliquidität“ schlug sich nicht in den Konsumentenpreisen, sondern vielmehr in den Preisen für Vermögenswerte, insbesondere für Immobilien, nieder. So sind die Hauspreise von 1999 bis 2007 in Irland, Spanien und Frankreich im Schnitt zweistellig, in Griechenland um 9 ½% und in Italien immer noch um fast 8% jährlich gestiegen (Graphik 8).

Doch wie sind nun die aktuelle Geldpolitik der EZB für Deutschland und damit die Inflationsrisiken für Deutschland zu beurteilen? Um die Frage zu beantworten wird im Folgenden die Taylor-Regel herangezogen.

Die Taylor-Regel

Die 1993 von John Taylor⁵ vorgestellte geldpolitische Regel besagt, dass eine Notenbank ihren Leitzins in Abhängigkeit von der aktuellen Inflations- und Konjunktorentwicklung setzen soll. Die Taylor-Regel bezieht sich lediglich auf den Leitzins einer Notenbank. Unorthodoxe geldpolitische Maßnahmen, wie sie von vielen Notenbanken in den letzten Jahren zur Bekämpfung der Krise sowie zur Stimulierung der Konjunktur ergriffen wurden, werden durch das Konzept nur

⁴ Bei der Ableitung des Referenzwertes wurde letztendlich die Quantitätsgleichung, d.h. die Beziehung zwischen Geldmengenwachstum, Inflation, Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts und Veränderungen der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, zu Grunde gelegt. Bei einer Inflationsrate von knapp unter 2%, einem trendmäßigen Rückgang der Umlaufgeschwindigkeit von jährlich ½ bis 1% sowie einem Wachstum des Produktionspotenzials von 2 bis 2 ½% p.a. ergibt sich eine Geldmengenausweitung von rund 4 ½% p.a.

⁵ Taylor, J.B. (1993). Discretion versus policy rules in practice. Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy 39. S. 195-214.



indirekt erfasst, was aktuell sicherlich eine erhebliche Einschränkung der Aussagefähigkeit über die Ausrichtung der Geldpolitik bedeutet. Zu den unorthodoxen Maßnahmen gehören beispielsweise die früheren Security Market (SMP) sowie Covered Bond Purchase Programme (CBPP) der EZB, mit denen sie Staatsanleihen im Umfang von EUR 208 Mrd. und hypothekenbesicherte Anleihen über EUR 68,5 Mrd. gekauft hat, sowie das beschlossene Outright Monetary Transaction Programm (OMT), mit dem sie unlimitiert Staatsanleihen von Ländern kaufen kann, die sich unter den europäischen Rettungsschirm begeben.

Formal lässt sich die Taylor-Regel beschreiben durch:

$$\text{Taylor-Zins} = i_r + \pi^* + \alpha Y_{gap} + \beta \pi_{gap}$$

mit

i_r = realer Gleichgewichtszinssatz

π^* = erwartete Inflationsrate

Y_{gap} = Produktionslücke oder Output gap, d.h. die relative Abweichung zwischen dem tatsächlichen und dem potenziellen Produktionsniveau, $Y_{gap} = (Y_t - Y_{pot}) / Y_{pot} * 100$ mit Y_t = Produktionsniveau zum Zeitpunkt t und Y_{pot} = Produktionspotenzial

π_{gap} = Inflationslücke, d.h. die Abweichung der tatsächlichen Inflationsrate vom Inflationsziel der Notenbank, $\pi_{gap} = \pi_t - \pi_{ziel}$, mit π_t = Inflationsrate zum Zeitpunkt t und π_{ziel} = Inflationsziel der Notenbank

α = Gewichtungsfaktor der Produktionslücke

β = Gewichtungsfaktor der Inflationslücke

Damit setzt sich der Taylor-Zins aus drei Komponenten zusammen, dem nominalen Gleichgewichtssatz (realer Gleichgewichtszinssatz plus erwartete Inflation) sowie den gewichteten Produktions- und Inflationslücken. Dabei entspricht der reale Gleichgewichtszinssatz bei Normalauslastung der Produktionskapazitäten und Erreichen des Inflationsziels dem Zinssatz, der durch die Geldpolitik nicht verändert werden muss. Es ist also der Zins, der ein durch die Produktions- und Inflationslücke definiertes Gleichgewicht stabilisieren würde. Sind allerdings die Kapazitäten überausgelastet und ist die Inflation höher als das Ziel, muss den drohenden Inflationsgefahren durch höhere Leitzinsen entgegen gewirkt werden und umgekehrt. Taylor schlug vor, die Produktions- und Inflationslücke mit jeweils 0,5 gleich zu gewichten.

Taylor-Regel als Richtlinie für Geldpolitik

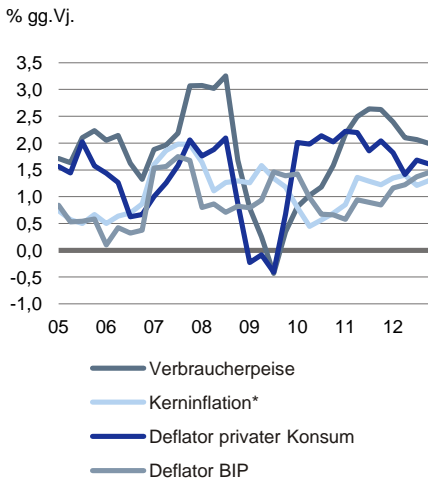
Taylor sieht seine Regel als allgemeine Richtlinie für die Geldpolitik, die auch für den Euroraum Anwendung finden kann.⁶ Aus dem Vergleich des Taylor-Zinses mit dem tatsächlichen Leitzins zeigt sich, ob eine Notenbank eher zu expansiv oder zu restriktiv agiert. Ein deutlich über dem Leitzins liegender Taylor-Zins lässt darauf schließen, dass die Geldpolitik zu expansiv ist und umgekehrt.

⁶ Gerlach, S., G. Schnabel (1999). The Taylor Rule and Interest Rates in the EMU Area: A Note. BIS Working Papers. No. 73. Sauer, S., Sturm, J.-E. (2003). ECB Monetary Policy: How well does the Taylor Rule describe it?



Preisentwicklungen in Deutschland

9



*) Verbraucherpreise ohne Energie & Nahrungsmittel

Quelle: Statistisches Bundesamt

Inflationsprognosen für Deutschland

10



Quelle: Consensus Economics

Taylor-Regel mit praktischen und konzeptionellen Schwächen ...

Auf den ersten Blick erscheint die Taylor-Regel recht überzeugend. Das Konzept weist jedoch eine Reihe praktischer und konzeptioneller Probleme auf.⁷ Dies gilt neben der Festlegung der Gewichte für die Produktions- und Inflationslücke, die die Struktur der Wirtschaft widerspiegeln sollen, auch für die Wahl des Preisindex für die Inflationmessung. Hierfür bieten sich verschiedene Maße an, beispielsweise der Deflator des Bruttoinlandsprodukts, der Deflator der privaten Konsumausgaben, der Index der Konsumentenpreise insgesamt sowie die sogenannte Kerninflationsrate, d.h. der Konsumentenpreisindex ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise. Die Entwicklung der verschiedenen Inflationsmaße kann recht unterschiedlich ausfallen (Graphik 9) und führt somit auch zu unterschiedlichen Taylor-Sätzen.

Zudem kann der Taylor-Zins in bestimmten Situationen falsche Signale geben, beispielsweise bei Mehrwertsteuererhöhungen, die sich in einer höheren Inflation niederschlagen. Es kann aber wohl kaum im Interesse einer Notenbank liegen, diesen temporären Inflationseffekten mit einer restriktiveren Geldpolitik zu begegnen. Das gleiche gilt auch für externe Einflüsse auf die Preisentwicklung, wie beispielsweise Ölpreiserhöhungen. Erstrundeneffekte von Ölpreiserhöhungen stehen wohl kaum im Fokus von Notenbanken.

Ein weiteres Problem liegt darin, dass auch nicht ohne weiteres davon ausgegangen werden kann, dass die Inflationserwartungen über einen längeren Zeitraum konstant sind, was ein Blick auf die Konsensus-Prognosen für Deutschland belegt (Graphik 10). Taylor schlug in seinem Originalaufsatz von 1993 für die Inflationsrate die durchschnittliche Inflationsrate der vorangegangenen 4 Quartale vor. Da die Geldpolitik aber auf die Zukunft ausgerichtet werden muss, wurde sein Vorschlag auf die erwartete Inflationsrate erweitert.

Ein Schwachpunkt des Taylor-Konzepts liegt zudem in der bei der Betrachtung der Inflationslücke verwendeten laufenden Inflationsrate. Diese besitzt zusammen mit der Produktionslücke nur bedingte Informationen über die künftige Preisentwicklung, auf die jedoch die Geldpolitik wegen der nicht unerheblichen Zeitverzögerungen geldpolitischer Maßnahmen ausgerichtet werden muss.

Überdies muss eine Notenbank ihre Entscheidungen hinsichtlich des Leitzinses auf Basis von Echtzeit-Daten, d.h. denjenigen Daten, die zum Zeitpunkt der Entscheidung zu Verfügung stehen, treffen. Diese unterliegen aber zum Teil erheblichen Revisionen.

Unproblematisch ist dagegen das Inflationsziel. So hat die EZB ihr vorrangiges Ziel, die Sicherung der Preisniveaustabilität in der Eurozone, als Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für das Euro-Währungsgebiet gegenüber dem Vorjahr von unter, aber nahe zwei Prozent, spezifiziert. Dies stellt allerdings kein explizites „Inflationsziel“ bzw. eine Zielvariable der Geldpolitik dar, wie dies beispielsweise beim „inflation targeting“ der Fall ist.

Schwierig ist dagegen die Ermittlung der Produktionslücke, also die relative Abweichung zwischen dem tatsächlichen Output und dem Produktionspotenzial. Gedanklich lässt sich das Bruttoinlandsprodukt in das Produktionspotenzial und eine konjunkturelle Komponente zerlegen. Unter dem Produktionspotenzial einer Volkswirtschaft versteht man die gesamtwirtschaftliche Leistung, die sich unter Berücksichtigung des technischen Fortschritts mit den jeweils verfügbaren Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital bei normaler Auslastung erstellen lässt. Die Konjunktur besteht folglich in den Schwankungen des Auslastungsgrades des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzials. Für die Geldpolitik ist die Kenntnis des Wachstumspotenzials wichtig, da es das Tempolimit angibt, mit

⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank (1999). Taylor-Zins und Monetary Conditions Index. Monatsbericht April.



Ausblick Deutschland

Deutschland: Wachstumspotenzial

11

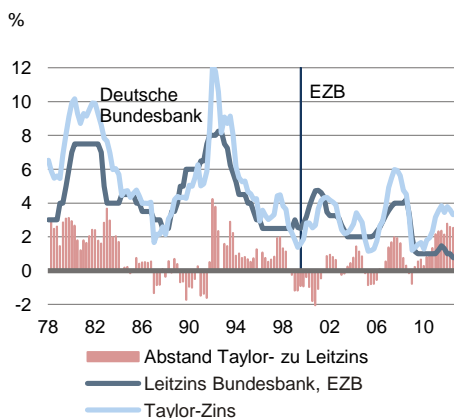
Schätzungen für 2012, % gg.Vj.

Sachverständigenrat	1,1
IWF	1,3
OECD	1,5
EU Kommission	1,6

Quellen: Sachverständigenrat, Jahresgutachten 2012/13, Nov. 2012, IMF World Economic Outlook, Oct. 2012, OECD Economic Outlook, 92, Nov. 2012, EU Kommission, European Economic Forecast, Spring 2013

Deutschland: Taylor & Leitzins

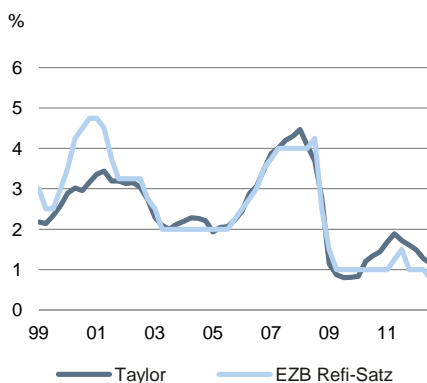
12



Quellen: Statistisches Bundesamt, IWF, EZB, DB Research

EWU: Taylor & Leitzins

13



Quellen: OECD, Global Insight, Eurostat, DB Research

dem die Wirtschaft auf lange Sicht wachsen kann, ohne dass es zu Spannungen auf dem Arbeitsmarkt sowie einer Beschleunigung der Inflation kommt.

Das Produktionspotenzial kann allerdings nicht direkt beobachtet werden, sondern muss mit statistischen Verfahren geschätzt werden. Die Möglichkeiten hierfür reichen von einfachen arithmetischen Mitteln über Instrumente zur Trendanalyse, statistische Filtermethoden bis zu produktionstheoretischen Ansätzen, beispielsweise über die Schätzung einer neoklassischen Produktionsfunktion. Univariate Filtermethoden sind zwar einfach zu handhaben, verwenden allerdings nur Zeitreiheninformationen der Produktion selbst und lassen daher keinerlei Aussage über die Ursachen von Veränderungen des Produktionspotenzials zu. Zudem können am aktuellen Rand Verzerrungen entstehen. Je nach der Wahl der Methode ergeben sich für das Wachstumspotenzial zum Teil recht unterschiedliche Werte (Tabelle 11). Diese Schätzungen unterliegen zudem erheblichen Revisionen. Eine Untersuchung der EZB kommt darüber hinaus zu dem Schluss, dass die Schätzungen der Output gaps mittels real-time Daten nur sehr bedingt zur Inflationsprognose taugen.⁸ Ein damit zusammenhängendes Problem bildet auch die Bestimmung des „gleichgewichtigen Zinseszinses“.

... bildet aber die Geldpolitik in den vergangenen Dekaden recht gut ab

Trotz der konzeptionellen Schwächen haben wir bei der Einschätzung der geldpolitischen Ausrichtung der EZB auf die Taylor-Regel zurückgegriffen, da sie die Geldpolitik der Deutschen Bundesbank in den vergangenen Dekaden sowie die Politik der EZB ab 1999 recht gut beschreibt (Graphiken 12 und 13). Am aktuellen Rand zeigt die Taylor-Regel für Deutschland ein wesentlich höheres Leitzinsniveau an – ein starkes Indiz für eine zu lockere Geldpolitik für Deutschland. Allerdings ist der absolute Taylor-Zins allenfalls ein grober Hinweis und kann aufgrund der beschriebenen Probleme auch zu Fehlinterpretationen führen. Allerdings machen die mit der gleichen Methodik für Länder und Ländergruppen berechneten Taylor-Zinsen die Unterschiede der geldpolitischen Ausrichtung sichtbar und lassen somit Vergleiche zwischen Ländern bzw. Ländergruppen zu.

Die Vorgehensweise

Für unsere Untersuchung haben wir den Taylor-Zins für den Euroraum insgesamt, für Deutschland, die Gruppe der GIIPS-Länder (Griechenland, Italien, Irland, Portugal und Spanien) sowie für die BANFF-Länder (Belgien, Österreich, Niederlande, Frankreich und Finnland), die quasi für den Rest der Eurozone stehen, für den Zeitraum von Q1 1999 bis Q3 2012 berechnet.

Dabei sind wir pragmatisch vorgegangen und haben einfach zu handhabende Methoden sowie simple Approximationen verwendet. So ging in unsere Kalkulation des Taylor-Zinses der durchschnittliche Anstieg des Konsumentenpreisindex ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise von Q1 1997 bis Q3 2008, also bis unmittelbar vor Ausbruch der Krise, als Annäherung an die Inflationserwartungen ein. Der mittels der Inflationserwartungen nach dem EZB Survey of Professional Forecasters berechnete Taylor-Zins weicht lediglich im Jahr 2009 stärker von unserer Approximation ab. Da diese Survey-Daten aber nur für die Eurozone insgesamt vorliegen, haben wir uns auf den Konsumentenpreisindex

⁸ Vgl. Marcellina, M., A. Musso (2010). Real time estimates of the euro area output gap – reliability and forecasting performance. EZB Working Paper Series. Nr. 1157

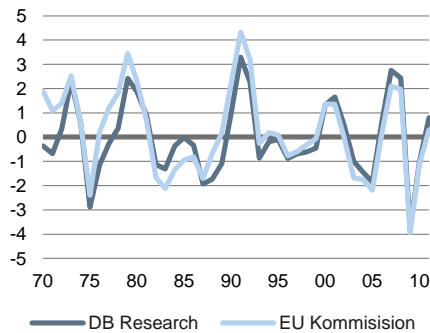


Ausblick Deutschland

Deutschland: Produktionslücke

14

Tatsächliches - potenzielles BIP in % des potenziellen BIP

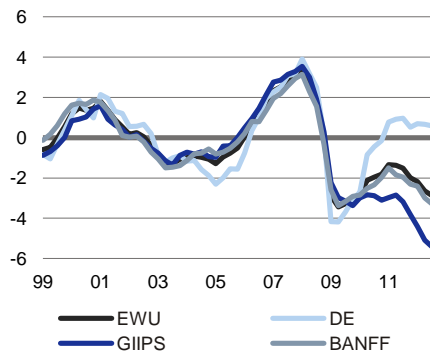


Quellen: EU Kommission, DB Research

Produktionslücken

15

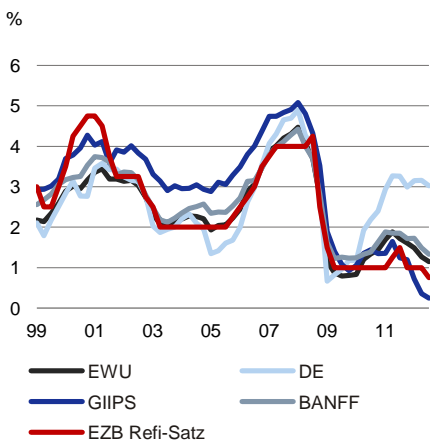
Tatsächliches - potenzielles BIP in % des potenziellen BIP



Quellen: OECD, DB Research

Taylor-Zinsen & Leitzins

16



Quellen: OECD, Global Insight, Eurostat, DB Research

ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise beschränkt, der für alle europäischen Länder von Eurostat veröffentlicht wird.

Den durchschnittlichen Wert des realen Leitzinses für die betrachteten Länder bzw. Ländergruppen im Zeitraum Q1 1997 bis Q3 2008 haben wir als Annäherung für den langfristigen gleichgewichtigen Realzins⁹ verwendet und für das Inflationsziel der EZB 1,9% unterstellt. Bei der Gewichtung der Inflations- und Produktionslücke haben wir für alle Länder und Ländergruppen die von Taylor vorgeschlagenen Werte von jeweils 0,5 benutzt.¹⁰

Bei der Schätzung der Produktionslücke¹¹ haben wir uns für den dabei wohl am meisten verwendeten Hodrick-Prescott-Filter entschieden. Um die Randprobleme solcher Filter zu vermeiden, haben wir die Ergebnisse am aktuellen Rand um die Schätzungen des Wachstumspotenzials verschiedener Institutionen, wie beispielsweise OECD, IWF und EU Kommission, ergänzt und korrigiert. Für Deutschland deckt sich unsere „einfache“ Berechnung des Output gaps größtenteils mit der mittels einer Produktionsfunktion geschätzten Produktionslücke der EU Kommission (Graphik 14). Für die GIIPS-Länder beträgt die Produktionslücke am aktuellen Rand unseren Berechnungen zufolge 5 ½%, für die EWU insgesamt knapp 3% des potenziellen BIP, während die Produktionskapazitäten in Deutschland leicht überausgelastet sind (Graphik 15).¹²

Die Ergebnisse: „One size fits all“ gilt nicht immer

Unsere Analyse zeigt, dass sich die Entwicklung des EZB Refi-Satzes gut durch den Taylor-Zins für die Eurozone insgesamt beschreiben lässt (Graphik 16). Dies erscheint logisch, da die EZB ihre Geldpolitik nicht auf ein einzelnes Land, sondern auf die durchschnittliche wirtschaftliche Entwicklung des Euroraumes ausrichtet. Obwohl die EZB nach eigener Aussage keiner mechanistischen Regel folgt, passt die Taylor-Regel für ihre bisherigen Entscheidungen recht gut. Auch der von uns berechnete Taylor-Zins für die BANFF-Länder unterscheidet sich kaum von dem für die Eurozone insgesamt.

Weicht aber die Inflations- bzw. Wachstumsentwicklung eines Landes deutlich vom Durchschnitt der Eurozone ab, so ist auch das geldpolitische Korsett, das für die durchschnittliche Entwicklung des Euroraums passt, nicht optimal für das Land, was unsere Berechnung des Taylor-Zinses für die GIIPS-Länder sowie für Deutschland zeigt. Für Deutschland ist die Geldpolitik derzeit viel zu locker,

⁹ Die in der wissenschaftlichen Literatur verwendeten Methoden zur Schätzung des natürlichen (gleichgewichtigen) Realzinses findet sich bei: Europäische Zentralbank (2004). Der natürliche Realzins im Euro-Währungsgebiet. Monatsbericht Mai. Die Verwendung des durchschnittlichen realen Zinssatzes könnte zu einer Unterschätzung führen, da die Geldpolitik für die GIIPS-Länder zu expansiv war.

¹⁰ Da die Gewichte die Struktur einer Wirtschaft widerspiegeln sollen, müssten sie eigentlich ökonomisch geschätzt werden. Da wir die Berechnung allerdings für Ländergruppen durchgeführt haben, deren Mitglieder sehr unterschiedliche Strukturen aufweisen, wie beispielsweise Italien und Griechenland in der Gruppe der GIIPS-Länder, haben wir uns dazu entschlossen, für alle Berechnungen die von Taylor vorgeschlagene Gewichtung zu verwenden.

¹¹ Einen Überblick über die verwendeten Methoden zur Schätzung der Produktionslücke sowie die Ergebnisse findet sich bei: Chagny, O., Döpke, J. (2001). Measures of the Output Gap in the Euro-Zone: An Empirical Assessment of Selected Methods. Kiel Working Paper No. 1053. Ebenso bei: IMF (2008). Financial Stress, Downturns, and Recoveries. World Economic Outlook. Oktober 2008.

¹² Diese Einschätzung vertritt auch der Sachverständigenrat, der für 2012 und 2013 ein positives Output gap von 0,5% bzw. 0,2% des potenziellen BIP schätzt. Vgl. Sachverständigenrat (2012). Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland. Jahresgutachten 2012/13. November 2012. Siehe ebenso: Hofmann, B., Bogdanova, B. (2012). Taylor rules and monetary policy: a global “Great Deviation”? BIS Quarterly Review. September 2012.



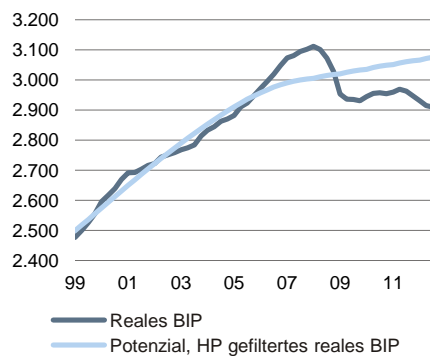
während sie vor allem für die GIIPS-Länder zu restriktiv ist. Damit gilt „one size fits all“ nicht immer.¹³

GIIPS-Länder: EZB lange Zeit zu locker, aktuell zu restriktiv

Der Taylor-Zins für die GIIPS-Länder lag in den Jahren 2001 bis 2008 deutlich über dem EZB-Leitzins, was darauf hindeutet, dass die Geldpolitik der EZB für diese Ländergruppe in diesem Zeitraum zu expansiv war, was sicherlich maßgeblich zum stark kreditgetriebenen Boom in diesen Ländern beigetragen hat.¹⁴ Inflation und Wirtschaftswachstum (und damit entsprechend die Auslastung der Produktionskapazitäten) waren in den GIIPS-Ländern in diesem Zeitraum pro Jahr um rund ½%-Punkt höher als im Euroraum und um fast 1%-Punkt höher als in Deutschland. Aber selbst die GIIPS-Länder sind keine homogene Gruppe. So ist beispielsweise die spanische Wirtschaft von 2001-2007 um 3,4% p.a. und die griechische sogar um 4,2% p.a. gewachsen, während Italiens reales BIP lediglich um 1,2% p.a. zugelegt hatte. Gegenüber Deutschland wiesen Spanien und Griechenland ein Wachstumsplus von 2,0 bzw. 2,8%-Punkten jährlich auf. Gleiches gilt auch für die Inflationsentwicklung, die von 2001-2007 in Spanien und Griechenland 3,2% bzw. 3,4% p.a. betrug und damit um 1,5 bzw. 1,7%-Punkte über der deutschen lag.

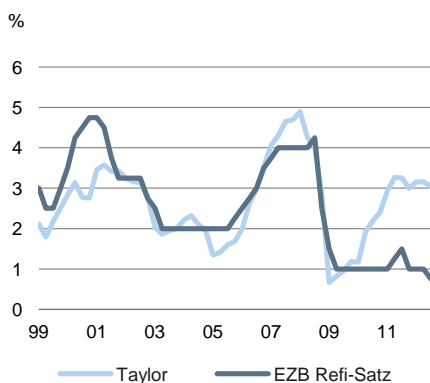
GIIPS: BIP & Potenzial 17

Mrd. 2005er EUR, Jahresbasis



Quellen: OECD, DB Research

Deutschland: Taylor & Leitzins 18



Quellen: OECD, Global Insight, Eurostat, DB Research

Am aktuellen Rand liegt der Taylor-Zins für die GIIPS-Länder merklich unter dem Refi-Satz der EZB, die Geldpolitik der EZB wäre dementsprechend für diese Ländergruppe zu restriktiv, was angesichts des moderaten Preisauftriebs sowie der tiefen Rezession in diesen Ländern mit einer erheblichen Unterauslastung der Kapazitäten plausibel erscheint (Graphik 17). Die Wirtschaftsleistung der GIIPS-Länder liegt derzeit um 6,5% unter ihrem Vorkrisenniveau von Anfang 2008 und um 5,5% unter ihrem Potenzial. Allerdings ist die Einschätzung des Restriktionsgrades der Geldpolitik für die GIIPS-Länder derzeit äußerst schwierig. So sind die Inflationsraten wohl durch Steueranhebungen nach oben überzeichnet, so dass die „tatsächliche“ Inflationslücke geringer ist, was auch einen niedrigeren Taylor-Zins für diese Ländergruppe implizieren würde. Andererseits sind aufgrund der Strukturbrüche die Schätzungen des Produktionspotenzials und damit der Produktionslücken dieser Länder sehr ungewiss. Ein niedrigeres Wachstumspotenzial würde jedoch die Produktionslücke verkleinern und somit zu einem höheren Taylor-Zins führen.

Geldpolitik für Deutschland derzeit merklich zu locker

Auffallend ist ebenfalls die starke Abweichung von EZB Refi-Satz und dem „deutschen“ Taylor-Zins etwa seit Mitte 2010 für Deutschland (Graphik 18). Damit signalisiert die Taylor-Regel, dass die Geldpolitik für Deutschland derzeit viel zu locker ist. Nach ihr wäre ein Leitzinssatz von gut 3% für Deutschland angemessen. Aufgrund des kräftigen Wachstums in den vergangenen Jahren liegt die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung seit 2011 unseren Berechnungen zufolge wieder leicht über ihrem langfristigen Mittel, und die Inflationsrate beträgt rund 2%. Angesichts dieser fundamentalen Daten erscheint ein Leitzins von nur 0,75% für Deutschland deutlich zu niedrig, was nicht zu vernachlässigende Inflationsrisiken für Deutschland birgt.

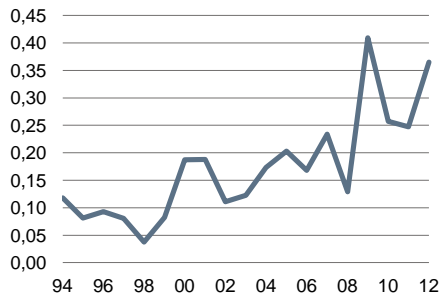
¹³ Vgl. Nechio, F. (2011). Monetary Policy When One Size Does Not Fit All. Federal Reserve Bank of San Francisco. Economic Letter 2011-18.

¹⁴ Unter Hinweis auf die großen Unterschiede zwischen kurzfristigen Zinsen und kalkuliertem Taylor-Zins weist der Sachverständigenrat darauf hin, dass die einheitliche Zinspolitik die realwirtschaftlichen Divergenzen in der Eurozone verstärkt hat. Seinen Berechnungen zufolge lagen die kurzfristigen Zinsen in Spanien, Griechenland und Portugal von 1999 bis 2007 im Durchschnitt um 2 bis 2 ½%-Punkte über dem Taylor-Zins. Vgl. Sachverständigenrat (2010). Chancen für einen stabilen Aufschwung. Jahresgutachten 2010/11.



EWU: Streuung der Produktionslücken 19

Standardabweichung der gewichteten Output gaps der einzelnen EWU-Länder, % potenzielles BIP



Quellen: OECD, DB Research

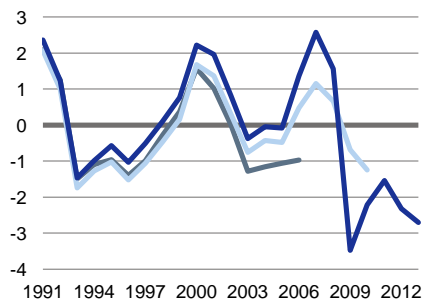
Falsche Politik der EZB?

Bedeutet dies, dass die EZB mit ihrer aktuellen Ausrichtung die falsche Politik verfolgt? Wohl nicht. So muss die EZB ihre Geldpolitik auf den Durchschnitt der Eurozone ausrichten. Eine gemeinsame Geldpolitik kann anders nicht funktionieren. Zudem befindet sich die Politik insgesamt, d.h. sowohl die Geld- als auch die Fiskalpolitik, seit dem Ausbruch der Finanzkrise sowie der Verschuldungskrise der Peripherieländer der Eurozone in unbekanntem Terrain mit erheblichen Unsicherheiten bezüglich der Wirkungsstärke und -verzögerung ihrer Maßnahmen.¹⁵

Darüber hinaus divergiert seit 2009 die fundamentale Entwicklung innerhalb des Euroraums so stark wie seit der Gründung der EWU nicht, was die weite Spreizung der Produktionslücken innerhalb der Eurozone belegt. Diese ist derzeit fast drei Mal so hoch wie im Zeitraum 1995 bis 2008 (Graphik 19). Während die Kapazitäten in Deutschland leicht überausgelastet sind, weist Griechenland nach Einschätzung der OECD und der EU Kommission eine Produktionslücke von fast 15% auf.

EWU: Produktionslücke - Schätzungen der EU Kommission 20

% potenzielles BIP



Zeitpunkt der Prognose

— Herbst 2004 — Herbst 2008
— Herbst 2012 — Herbst 2008

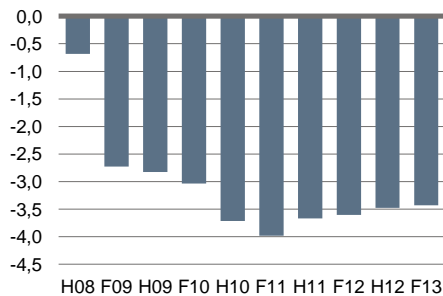
Quelle: EU Kommission

Dies birgt natürlich erhebliche Probleme für eine gemeinsame Geldpolitik, die zudem auch noch asymmetrisch in Expansions- und Restriktionsphasen wirkt. Während hohe Zinsen dämpfend auf die Kreditnachfrage des privaten Sektors wirken, ist die umgekehrte Wirkung ungewiss oder könnte durch andere Faktoren kompensiert werden, was gerade die aktuelle Entwicklung zeigt. Trotz historisch niedriger Zinsen ist die Kreditnachfrage des privaten Sektors in Deutschland derzeit sehr schwach und in der Eurozone insgesamt sogar leicht rückläufig. Salopp gesprochen ist die Geldpolitik wie ein Strick: Ziehen kann man daran recht gut, schieben lässt sich damit allerdings nicht.

Da eine Notenbank überdies ihre Geldpolitik nicht an der aktuellen Inflation, sondern dem mittelfristig erwarteten Preisanstieg ausrichten muss, muss sie ihre Entscheidungen zudem auf Basis von Prognosen fällen. Wie revisionsanfällig diese Prognosen gerade in den letzten Jahren waren, und wie hoch die Unsicherheit der für die Geldpolitik relevanten Größen, wie beispielsweise die Produktionslücke, war, zeigen exemplarisch die Prognosen der EU Kommission,¹⁶ die jeweils im Frühjahr und Herbst eines Jahres erstellt werden (Graphik 20).

EWU: Produktionslücke 2009 - Schätzungen der EU Kommission 21

% potenzielles BIP



Zeitpunkt der Prognose

F = Frühjahr, H = Herbst

Quelle: EU Kommission

Hinterher ist man immer schlauer

So war die EU Kommission in ihrer im Herbst 2008 erstellten Schätzung für die Produktionslücke der Eurozone für das Jahr 2009 lediglich von einer Unterauslastung des Produktionspotenzials von knapp ¼% des potenziellen BIP ausgegangen (Graphik 21). Nur ein halbes Jahr später, im Frühjahr 2009, veranschlagte sie die Produktionslücke schon auf -2 ¾%. Hätte die EZB nach der Taylor-Regel auf Basis der Kommissionsprognose vom Frühjahr 2009 entschieden, hätte sie ihren Leitzins um 1%-Punkt niedriger setzen müssen als auf Basis der Prognose vom Herbst 2008. In ihrer aktuellen Prognose vom Herbst 2012 schätzt die EU Kommission die Produktionslücke der Eurozone für das Jahr 2009 nun auf 3 ½% des potenziellen BIP, was im Nachhinein betrachtet nach der Taylor-Regel einen um 1 ½%-Punkte niedrigeren Leitzins impliziert als nach der Prognose vom Herbst 2008. Dies zeigt die erheblichen Unsicherheiten, unter denen geldpolitische Entscheidungen getroffen werden mussten.

¹⁵ Vgl. Blanchard, O., D. Leigh (2013). Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. IMF Working Paper. WP/13/1.

¹⁶ Ähnlich starken Revisionen unterlagen auch die Output gap-Schätzungen der OECD und des IWF.

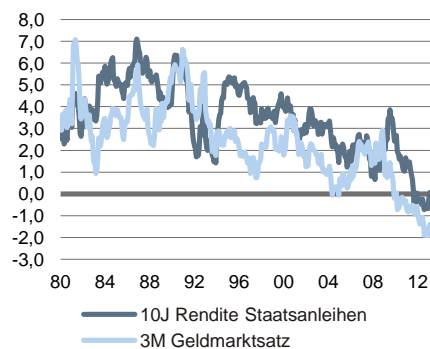


Fiskalpolitik und makro-prudenzielle Steuerung ist gefordert

Deutschland: Realzinsen

22

Nominale Zinsen - Inflationsrate, %



Quellen: Statistisches Bundesamt, Global Insight

Deutschland und die EZB befinden sich in einem Dilemma. Die Leitzinsen der EZB sind für Deutschland mit Blick auf die Fundamentaldaten zu niedrig und bergen auf längere Sicht nicht zu vernachlässigende Inflationsrisiken. Handlungsspielraum für die EZB darauf zu reagieren, gibt es aufgrund der stark divergierenden Entwicklungen innerhalb der Eurozone derzeit nicht. Zudem sprechen auch die weiterhin hohe Verunsicherung an den Finanzmärkten und die noch ungelösten Probleme europäischer Banken für weiter extrem niedrige Refi-Sätze. Eine schnelle Kehrtwende in der Ausrichtung der Geldpolitik ist somit nicht zu erwarten. Damit sind die Grundbausteine, die in den Peripherieländern der Eurozone in den Jahren 2001 bis 2008 zu erheblichen Vermögenspreisblasen, insbesondere im Immobiliensektor, geführt haben, auch in Deutschland vorhanden. So sind die Realzinsen am kurzen und langen Ende des Marktes negativ. Aktuell beträgt die reale Rendite von 10jährigen Bundesanleihen fast 0, diejenige der 3-Monats-Geldmarktpapiere sogar rund -1 ½%. Im Zeitraum 1980 bis 2000 lag die reale Rendite von Bundesanleihen im Schnitt bei 4,4% und von 2000 bis 2009 noch bei 2,6% (Graphik 22).

Entsprechend ist, wenn die Inflationsrisiken sichtbarer werden, die Fiskalpolitik gefordert, mittels einer restriktiveren Politik einen Ausgleich zu der zu lockeren Geldpolitik zu schaffen, um die Fehler der Peripherieländer zu vermeiden. Für die GIIPS-Länder war die geldpolitische Ausrichtung im Zeitraum 2001 bis 2008 eindeutig zu locker und wurde nicht durch die nationale Fiskalpolitik korrigiert, mit den bekannten Folgen.

Makro-prudenzielle Aufsicht zur Differenzierung der Geldpolitik

Helfen kann auch eine verstärkte makro-prudenzielle Aufsicht zur Differenzierung der in der Währungsunion homogenen Geldpolitik und damit beim Kampf gegen inflationäre Gefahren.¹⁷ Makro-prudenzielle Politik kann eingesetzt werden, um die eigentlich homogene Geldpolitik durch zusätzliche Instrumente zu differenzieren. Das Arsenal makro-prudenzieller Instrumente liefert hierfür Möglichkeiten, beispielsweise durch den Einsatz regional oder sektoral differenzierter geldpolitischer oder aufsichtsrechtlicher Maßnahmen. Zu denken ist hier z.B. an unterschiedliche Mindestreservevorschriften oder eine Variation der Eigenkapitalvorschriften. Solche Maßnahmen mit dem Ziel einer asymmetrischen Wirkung der Geldpolitik sind auch und gerade in Krisenzeiten möglich und geeignet.

Zwei Fliegen mit einer Klappe ...

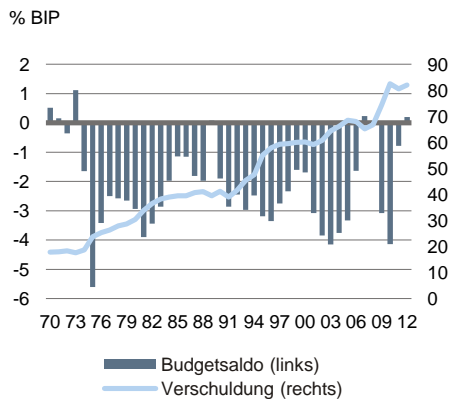
Mit einer restriktiveren Fiskalpolitik und mit makro-prudenzieller Steuerung könnten in Deutschland zwei Fliegen mit einer Klappe geschlagen werden. Zum einen können über „Anreiz- und Bestrafungsmaßnahmen“ inflationären Tendenzen entgegengewirkt werden. Hierzu zählen neben allgemeinen Steuererhöhungen und Ausgabenkürzungen auch gezielte Maßnahmen zur Vermeidung von Preisblasen am Immobilienmarkt, wie z.B. regulatorischen Maßnahmen (Anhebung der Risikogewichte bei der Eigenkapitalgewichtung der Banken, Bildung von Rückstellungen für künftige Marktkorrekturen, höhere Eigenkapitalbasis für Bauherren), die Einführung bzw. Erhöhung von Gebühren (beispiels-

¹⁷ Vgl. Speyer, B. (2012). Makro-prudenzielle Aufsicht und das ESRB: Unterschätzt. Deutsche Bank Research. Research Briefing. Globale Finanzmärkte. 29. März 2012.



Deutschland: Öffentliche Finanzen

23



Quellen: Sachverständigenrat, DB Research

weise von Notaren), der Abbau von Subventionen für bestimmte Gewerbebau-tätigkeiten sowie die Anhebung der Hebesätze auf die Grundsteuer.¹⁸

Zum anderen würde damit eine weitere Konsolidierung der öffentlichen Finanzen und insbesondere ein Schuldenabbau vorangetrieben. Zwar ist die aktuelle Lage der öffentlichen Finanzen in Deutschland ausgesprochen günstig. Nach einem leichten Überschuss im vergangenen Jahr dürfte sich im laufenden Jahr vor allem konjunkturbedingt nur ein geringfügiges Budgetdefizit von unter ½% des BIP ergeben. Allerdings ist eine weitere Konsolidierung – vor allem mit Blick auf die demografische Entwicklung – dringend geboten. So wurden in den letzten Dekaden mit Ausnahme von wenigen Jahren permanent zum Teil hohe Fehlbeträge im öffentlichen Sektor erwirtschaftet, und die öffentliche Verschuldung stieg von deutlich unter 20% des BIP im Jahr 1970 auf zuletzt über 80% an (Graphik 23).

Die Antwort, was getan werden muss, falls die Inflationsrisiken sichtbarer werden, ist klar. Ob die Politiker dazu allerdings das Rückgrat haben, wenn es hart auf hart kommt, bleibt jedoch fraglich. Vor diesem Hintergrund sollte die jüngste Forderung einiger Parteien, den Solidaritätszuschlag zu reduzieren bzw. abzuschaffen, nochmals überdacht werden.

... aber bitte nicht zu kräftig „zuschlagen“

Allerdings muss angesichts der erheblichen Wachstumsrisiken behutsam vorgegangen werden. Gerade die jüngsten Forschungsergebnisse lassen vermuten, dass die Fiskalmultiplikatoren, d.h. die Stärke der Wirkungen der fiskalischen Maßnahmen auf das Wirtschaftswachstum, vor allem in Krisenzeiten höher sind als für „normale“ Zeiten angenommen.¹⁹ Zudem ist die Fiskalpolitik nicht die erste Wahl bei der Inflationsbekämpfung, da eine solche Ausrichtung die Lenkungsfunktion von Steuern und Abgaben verzerren und zu einem unausgewogenen Policy-Mix führen würde. Nicht ohne Grund wurde die Sicherung der Preisstabilität auf unabhängige Notenbanken mit eigenem Instrumentarium übertragen.

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

¹⁸ Einen detaillierten Überblick über mögliche Maßnahmen zur Eindämmung von Blasen am Immobilienmarkt findet sich bei: Möbert, J. (2012). Deutscher Wohnimmobilienmarkt: Risiko einer Preisblase bis 2020? Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. 1. Oktober 2012.

¹⁹ Der IWF hatte in seinem World Economic Outlook vom Oktober 2012 darauf hingewiesen, dass die Fiskalmultiplikatoren, die üblicherweise mit 0,5 angesetzt werden, insbesondere in den aktuellen Krisenzeiten zu niedrig sein könnten. Seiner Einschätzung zufolge könnten sie zwischen 0,9 und 1,7 liegen, was bedeutet, dass eine Konsolidierung um 1%-Punkt des BIP zu einem Produktionsverlust von bis zu 1,7% führen würde, was von vielen Ökonomen, u.a. auch von Bundesbankpräsident Jens Weidmann, in Frage gestellt und mit der geringen Anzahl an Beobachtungen, der starken Abhängigkeit der Ergebnisse von der Auswahl der Länder begründet wurde. Zudem seien die Entwicklungen in den einzelnen Ländern sehr unterschiedlich, so dass eine Querschnittsanalyse, wie vom IWF bei seiner Untersuchung angewendet, dem nicht genügend Rechnung tragen würde. Nichtsdestotrotz veranschaulicht diese Diskussion überaus deutlich die derzeit bestehen Unsicherheiten hinsichtlich fiskalischer Wirkungen. Vgl. IMF (2012). Coping with High Debt and Sluggish Growth. World Economic Outlook. October 2012. Blanchard, O., Leigh, D. (2013). Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. IMF Working Paper. WP/13/1. Corsetti, G., Meier, A., Müller, G.J. (2012). What Determines Government Spending Multipliers? IMF Working Paper. WP/12/150, sowie: Bousard, J., de Castro, F., Salto, M. (2012). Fiscal Multipliers and Public Debt Dynamics in Consolidations. European Commission. Economic Papers 460.



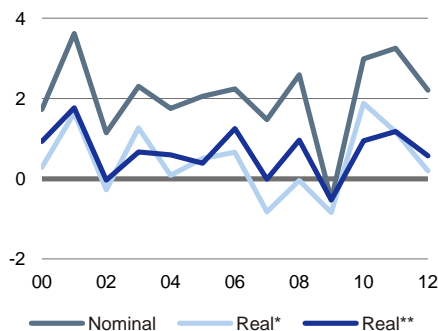
Verfügbare Einkommen: Arbeitsmarktboom und Eurokrise hinterlassen Spuren

- Die verfügbaren Einkommen stiegen 2012 nominal um 2,2%. Real blieb wegen der nur leicht gesunkenen Inflation ein Plus von 0,6%.
- Wie in den zwei Vorjahren lieferten die Arbeitnehmereinkommen dank des stabilen Arbeitsmarktes den wichtigsten Beitrag, während die Unternehmens- und Vermögenseinkommen unter der schwächeren Konjunktur, der Eurokrise und den Niedrigzinsen litten und dadurch die Einkommensentwicklung dämpften.
- 2013 dürfte sich die Entwicklung des Vorjahres in etwa fortsetzen: Die verfügbaren Einkommen könnten dank höherer Löhne und geringerer Abgaben sowie steigender Renten um knapp 2 ½% steigen, wobei die anderen Einkommensarten eher dämpfen. Das reale Plus könnte dank fallender Inflation etwas höher als 2012 ausfallen.
- Die Lohnrunde dürfte 2013 wie auch schon 2012 einen Anstieg der tariflichen Stundenlöhne von gut 2 ½% bringen. Damit dürfte der verteilungsneutrale Spielraum erneut leicht „überausgeschöpft“ werden. Würde diese Entwicklung anhalten oder sich gar beschleunigen, könnte das (negative) Beschäftigungseffekte mit sich bringen.

Verfügbare Einkommen 2012 nur mit kleinem Plus in realer Rechnung

1

Verfügbare Einkommen der privaten Haushalte, % gg. Vj.



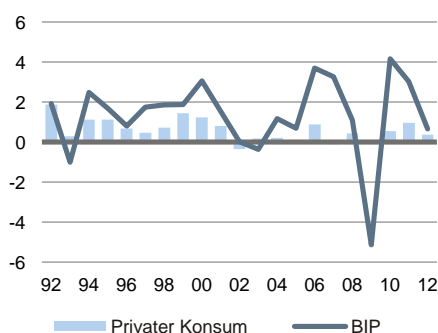
* mit Verbraucherpreisindex deflationiert
** mit Deflator des privaten Konsums deflationiert

Quelle: Statistisches Bundesamt

Konsum trug 2010-2012 wieder stärker zum Wachstum bei

2

Privater Konsum: Wachstumsbeitrag, %-Punkte;
BIP: Wachstum, % gg. Vj.; real



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Deutschland solle seine Binnenwirtschaft stärken und so die Importnachfrage anschieben. Diese Forderung wird und zuletzt verstärkt an das Land herangetragen. In einer unserer letzten Ausgaben des „Ausblick Deutschland“²⁰ haben wir davor gewarnt, dies durch kurzfristige Stimulierungsmaßnahmen anzustreben, da so keine nachhaltige Stärkung der Binnenwirtschaft erreicht werden kann. Nachhaltig kann der private Konsum – der gut 60% der Binnennachfrage ausmacht – nur durch dauerhaft höhere verfügbare Einkommen gestärkt werden. Nach dieser Maßgabe ist Deutschland auf einem guten Weg: Zwar waren die Einkommen 2012 merklich von der Eurokrise beeinflusst. Dennoch haben gestiegene reale Einkommen dem Konsum 2012 wie in den zwei Vorjahren Impulse gegeben, vor allem wenn man die Entwicklung mit der Schwächeperiode Mitte der 2000er vergleicht und bedenkt, dass die wirtschaftliche Dynamik im Jahresverlauf 2012 stark abgenommen hatte. Getragen vom stabilen Arbeitsmarkt mit recht kräftigen Lohnerhöhungen und abnehmender Inflation dürften die privaten Haushalte 2013 merkliche reale Einkommenszuwächse verzeichnen und den Konsum dadurch zum wichtigsten Wachstumstreiber machen.

Verfügbare Einkommen: 2012 etwas gedämpfter aufwärts

Die privaten Haushalte in Deutschland verzeichneten 2012 ein moderates Plus ihrer (nominalen) verfügbaren Einkommen. Die Einkommen stiegen 2012 nominal um 2,3% an. Das war in etwa die Höhe, die wir Anfang 2012 prognostiziert hatten und sogar etwas höher als der Schnitt der 10 Jahre zuvor (1,9%). In den Jahren 2011 und 2012 betrug der Anstieg vor allem auch dank der Nachhol-effekte nach der Krise noch je rd. 3%.

Trotz einer etwas niedrigeren Inflationsrate als im Vorjahr blieb 2012 in realer Rechnung nur ein sehr geringes Einkommensplus von 0,2% (2011: +1,2%). Das ist halb so viel wie im Schnitt der 10 Vorjahre, obwohl die Krisenjahre dazugehören. Auch wenn man statt den Verbraucherpreisen die Preisentwicklung des privaten Konsums heranzieht, um den realen Einkommenszuwachs zu errechnen, bleibt das Plus mit 0,6% gegenüber +0,5% in den 10 Jahren zuvor moderat (2011: 1,2%).

²⁰ Ausblick Deutschland: „Währungskrieg“ und pazifistische Europäer. 18. Februar 2013.



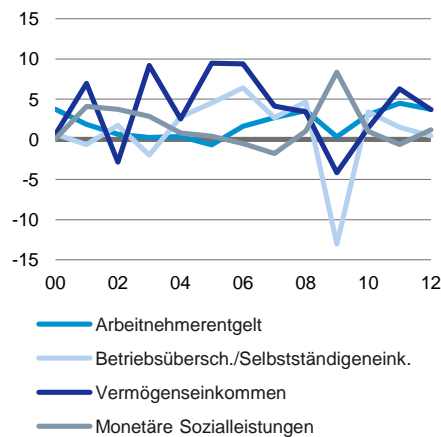
Angesichts des rückläufigen Wirtschaftswachstums – das reale BIP stieg 2012 um 0,7% nach 3% im Vorjahr – ist das wenig überraschend. Aufgrund der schwächeren Einkommensdynamik blieb der Konsum aber hinter den Anfang 2012 noch vielfach geäußerten positiven Erwartungen zurück.²¹ Der private Konsum legte 2012 mit real 0,6% weniger stark zu als im Vorjahr, in dem das Wachstum noch 1,7% betrug. Bei einer nahezu konstanten Sparquote (10,3% gg. 10,4% im Vorjahr) floss das Lohnplus komplett in den Konsum.

Zwar war das Konsumplus insgesamt nur moderat. Trotzdem war der private Verbrauch angesichts des schwachen BIP-Wachstums neben dem Export ein wichtiger Wachstumstreiber und stand für gut die Hälfte des gesamtwirtschaftlichen Wachstums. Auch in den zwei Vorjahren war der Wachstumsbeitrag des Konsums merklich positiv. Dies kontrastiert besonders deutlich mit der Zeit Mitte der 2000er, in der der Beitrag nahe null und 2007 sogar negativ war.

Arbeitnehmerentgelt wächst stärker als in letzter Dekade

3

% gg. Vj., nominal



Quelle: Statistisches Bundesamt

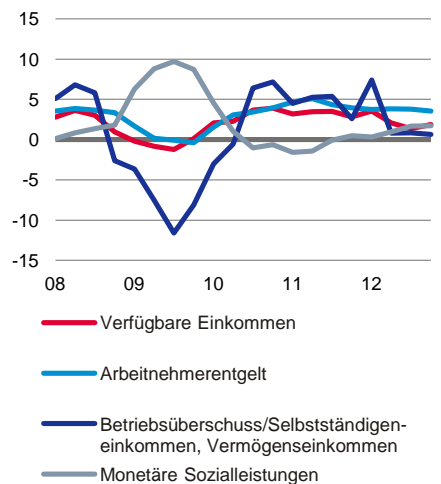
Eurokrise und Arbeitsmarktboom hinterließen 2012 Spuren

Die insgesamt etwas moderatere (nominale) Einkommensentwicklung verdeckt, dass die Arbeitnehmer 2012 erneut vom starken Arbeitsmarkt profitieren konnten. Dieser ließ sich von der Eurokrise und dem verlangsamten BIP-Wachstum kaum bremsen. Währenddessen zeigten sich bei den Einkommen aus unternehmerischer Tätigkeit und die Vermögenseinkommen, die nur wenig wuchsen, ein merklicher Einfluss der Konjunktur und Krise. Diese Dichotomie zeigte sich insbesondere im zweiten Halbjahr 2012, als die Einkommen der Arbeitnehmer im Vorjahresvergleich kräftig weiter expandierten mit Raten von nominal über 3%, während die Vermögens- und Unternehmereinkommen nur noch wenig zulegen konnten. Ursächlich dafür ist, dass bei einer konjunkturellen Verlangsamung Löhne und Beschäftigung zunächst kaum reagieren, die Schwächung der Einkommen damit fast ausschließlich bei den Gewinn- und Vermögenseinkommen – der Residualgröße – anfallen. Das im Vergleich zu den anderen Einkommenskomponenten starke Wachstum der Arbeitnehmerentgelte hat dafür gesorgt, dass die Lohnquote 2012 um 1%-Punkt auf 68% angestiegen ist und damit wieder deutlich über dem letzten Tief von 64% (2007) lag. Zudem sind die Einkommen der Arbeitnehmer damit das dritte Jahr in Folge der wichtigste Wachstumstreiber der verfügbaren Einkommen.

Einkommensdynamik Ende 2012 stark gesunken

4

% gg. Vj., nominal

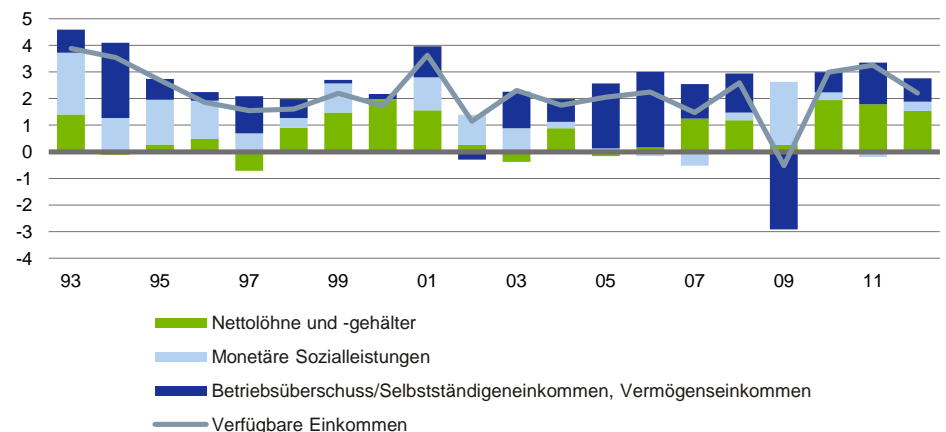


Quelle: Statistisches Bundesamt

Arbeitnehmereinkommen trieben zuletzt die verfügbaren Einkommen

5

Beitrag zum Wachstum der nominalen verfügbaren Einkommen, %-Punkte;
Verfügbare Einkommen, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

²¹ Im Januar 2012 wurde laut Consensus Economics im Schnitt 1% Konsumwachstum bei 0,5% BIP-Wachstum erwartet.

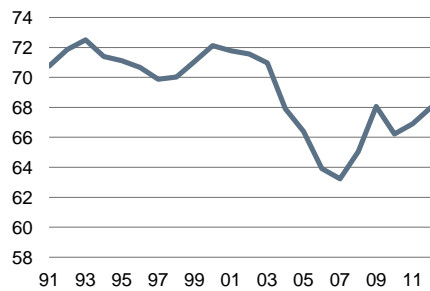


Ausblick Deutschland

Lohnquote auf aufsteigenden Ast

6

Lohnquote*, %



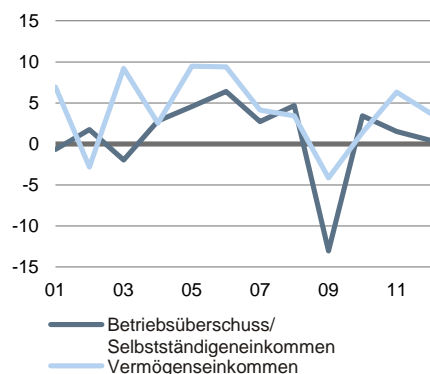
*Anteil Arbeitnehmerentgelt an Volkseinkommen

Quelle: Statistisches Bundesamt

Unternehmens- und Vermögenseinkommen: Geringere Dynamik

7

Nominal, % gg. Vj.

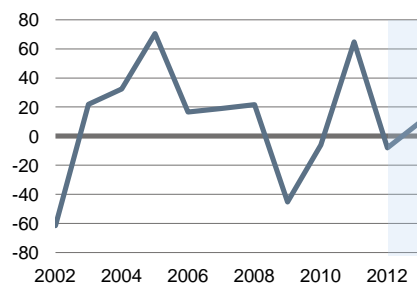


Quelle: Statistisches Bundesamt

Erträge der Dax-Unternehmen 2013 wohl nur wenig höher als 2012

8

Ertrag je Aktie, % gg. Vj.



Quellen: Worldscope, Datastream

Die Arbeitnehmerentgelte expandierten im Gesamtjahr 2012 mit nominal 3,6% erneut kräftig (2011: 4,6%; 2010: 3,0%). Der Vergleich zur von hoher Arbeitslosigkeit und Strukturreformen geprägten Zeit Anfang/Mitte der 2000er (2000-2006: +1,1% p.a.) zeigt deutlich auf, wie gut die Lage am deutschen Arbeitsmarkt derzeit ist. Getragen wurde das Plus bei den Arbeitnehmerentgelten 2012 durch den deutlichen Anstieg bei der Entlohnung je Stunde von 3,1%. Zudem trug auch der anhaltende Beschäftigungsaufbau (+1,1% oder 459 Tsd.) kräftig zu dieser Entwicklung bei. Das Beschäftigungsplus geht vor allem auf die (Netto-) Zuwanderung von 340.000 Personen zurück, die – wenn auch von niedrigem Niveau aus – zunehmend durch Migranten aus den Peripheriestaaten getrieben wird.²² Dahingegen leisteten die Arbeitnehmer im Durchschnitt weniger Stunden (-0,7% gg. Vj.), was die Einkommen der Arbeitnehmer dämpfte. Dies war auf die leicht zurückgegangene Wochenarbeitszeit und auf den Abbau der Salden auf den Arbeitszeitkonten zurückzuführen. Zieht man von den Arbeitnehmerentgelten Steuern und Sozialabgaben ab, erhält man die Nettolöhne und -gehälter. Diese machen rd. 40% der verfügbaren Einkommen aus.

Im Gegensatz zu den Arbeitnehmerentgelten blieb das Wachstum der Einkommen aus Betriebsüberschüssen und selbstständiger Tätigkeit und der Vermögenseinkommen deutlich hinter ihren jeweiligen Vorjahresraten zurück. Die abnehmende Konjunkturdynamik in Deutschland, die Rezession in der Eurozone und das globale Niedrigzinsumfeld hinterließen hier deutliche Spuren:

- Die Einkommen aus Betriebsüberschüssen und selbstständiger Tätigkeit, die für knapp 13% der Einkommen stehen, nahmen um 0,4% (2011: 1,5%) zu. Zwar ist eine Verlangsamung gegenüber den Vorjahresraten nicht überraschend, da sie noch durch einen Nachholeffekt nach der Krise und den hohen BIP-Wachstumsraten geprägt waren. Aber auch im Vergleich zum durchschnittlichen Wachstum der 10 Jahre vor 2012 (1,1% p.a.) zeigt sich die Schwäche. Zudem befinden sich die Einkommen aus dieser Quelle mit EUR 211 Mrd. noch deutlich unter dem Vorkrisen-Höchststand von EUR 231 Mrd. (2008).
- Der Anstieg der Vermögenseinkommen ging ebenfalls stark zurück von 6,3% auf 3,7%, wobei aber der Durchschnitt der 10 Vorjahre nur leicht höher bei 3,8% liegt. Diese Einkommensart steht für 23% der verfügbaren Einkommen. Der Einfluss der extremen Niedrigzinsphase wird bei den Einkommen aus „Übrigen Zinsen, Pachteinkommen“ sehr deutlich. Nach einem Plus von 3,4% im Jahr 2011 fielen sie im letzten Jahr um 4,3% und dämpften die Vermögenseinkommen dadurch merklich. Bei den „Ausschüttungen und Gewinnentnahmen“ (z.B. empfangene Dividenden), die für weit über die Hälfte der Vermögenseinkommen stehen, machte sich die Konjunktur bemerkbar. Das Wachstum dieser Einkommenskomponente halbierte sich nahezu auf 4,3% (2011: 8,3%), blieb aber im Vergleich zur letzten Dekade noch positiv (2001/2011: +4,0% p.a.). Beispielhaft sieht man dies auch am Gewinnwachstum der Dax-Unternehmen, das ins Minus fiel. Die Rezession in der Eurozone und die rückläufige Dynamik der Weltwirtschaft machten sich nicht nur direkt beim Absatz und Gewinn deutscher Unternehmen bemerkbar, sondern auch indirekt bei Tochterunternehmen und Beteiligungen im Ausland. Beispielsweise befindet sich gut ein Drittel der deutschen Direktinvestitionen (knapp EU 380 Mrd.) in den rezessionsgeplagten anderen EWU-Ländern.

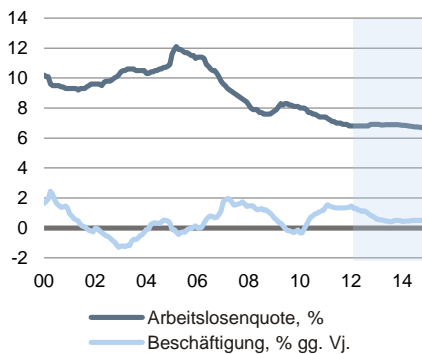
Ebenfalls dämpfend auf die verfügbaren Einkommen wirkte der schwache Anstieg der monetären Sozialleistungen von nur 1,2% (Anteil an verfügbaren Einkommen: 28,7%). Allerdings ist das immer noch höher als im Vorjahr mit -0,7% (2011/2001: 1,5% p.a.). Erneut gibt es zwei gegenläufige Entwicklungen:

²² Aktuelle Grafik. Immer mehr Zuwanderer aus südeuropäischen Partnerländern. 7. Dezember 2012.



Arbeitsmarkt: Stabile Arbeitslosigkeit, aber geringe Beschäftigungsdynamik

9

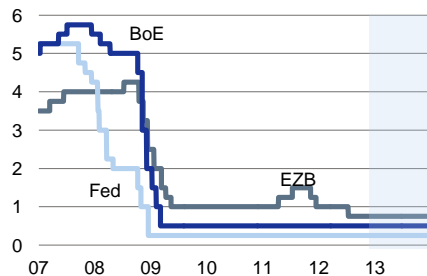


Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Globales Niedrigzinsumfeld

10

Leitzinssätze, %



Quellen: Fed, EZB, Bank of England

Sparquote zuletzt mit Abwärtstrend

11

Sparquote der privaten Haushalte, %



Quelle: Statistisches Bundesamt

- Dank der niedrigen Arbeitslosigkeit sanken die Einkommen aus Arbeitslosengeld leicht um 0,4% (2011: -16,6%). Bei der Arbeitslosenhilfe waren es sogar -2,7% (2011: -13,5%). Zusammen stehen diese Einkommensbestandteile für gut 7% der empfangenen monetären Sozialleistungen.
- Im Gegensatz dazu stiegen die Einkommen aus der staatlichen Rente und den Beamtenpensionen recht stark. Die staatliche Rente macht gut die Hälfte der monetären Sozialleistungen aus. Das Plus betrug 2012 1,7% im Vergleich zu 0,7% im Vorjahr und 1,2% im Schnitt der 10 Jahre zuvor. Die gut 2%-ige Rentenerhöhung fand erst zur Mitte des Jahres statt und trieb die Wachstumsraten der Sozialleistungen in der zweiten Jahreshälfte Richtung 2% (Grafik 4).

Gespaltene Einkommensentwicklung setzt sich 2013 abgeschwächt fort

Die deutsche Wirtschaft dürfte im laufenden Jahr mit real 0,3% noch einmal etwas schwächer als im Vorjahr wachsen. Dennoch sollten die verfügbaren Einkommen in etwa mit dem gleichen Tempo wie 2012 zunehmen. Wir erwarten ein Plus von gut 2 ½%. Dabei dürften sich die zuvor beschriebenen divergierenden Trends 2013 in abgeschwächter Form fortsetzen, da vor allem die Expansion der Arbeitnehmerentgelte weniger dynamisch ausfallen dürfte, während die anderen Komponenten ähnlich stark wie zuvor oder nur leicht schwächer als im Vorjahr wachsen sollten.

Die Arbeitnehmerentgelte sollten mit 2,8% (zuvor 3,6%) zwar etwas langsamer wachsen, aber immer noch den größten Wachstumsbeitrag zum verfügbaren Einkommen liefern. Dabei unterstellen wir, dass die Stundenlöhne wie im Vorjahr um rd. 2 ½% ansteigen (im nächsten Abschnitt mehr dazu). Gleichzeitig erwarten wir, dass die Beschäftigung vor allem wegen der geringen Konjunkturdynamik im Winter mit 0,5% nur noch halb so stark zulegen dürfte wie im Vorjahr. Das wäre dennoch der achte Beschäftigungsanstieg in Folge. Einen zusätzlichen Impuls erhalten die Einkommen der Arbeitnehmer durch die Anfang 2013 in Kraft getretene Senkung der Rentenbeiträge um 0,7%-Punkte. Diese kommt hälftig den Arbeitgebern und Arbeitnehmern zu Gute. Der Beitrag zur Pflegeversicherung wird dagegen leicht angehoben.

Die Einkommen aus Betriebsüberschüssen, selbstständiger Tätigkeit und Vermögen dürften 2013 mit etwa 2% noch einmal langsamer als im Vorjahr zulegen. Dafür spricht einerseits das – nominal wie real – verlangsamte BIP-Wachstum in Deutschland, die anhaltende Rezession in der Eurozone als auch die recht niedrigen Prognosen für die Gewinne der Dax-Unternehmen. Nicht zuletzt ist ein Ende der Niedrigzinsphase nicht absehbar. So erwarten wir von den großen Zentralbanken bis Jahresende keinen Zinsschritt.

Der Anstieg der Einkommen aus monetären Sozialleistungen dürfte im laufenden Jahr mit knapp 1,5% etwas höher als im Vorjahr ausfallen (1,2%). Das liegt an den Nachwirkungen der Rentenerhöhung zur Mitte des Vorjahres und der zur Mitte 2013 anstehenden erneuten Anhebung. Diese dürfte laut dem Bundesarbeitsministerium für Rentner in den alten Bundesländern mit 0,25% deutlich niedriger als für jene aus den neuen Bundesländern mit über 3% ausfallen. Dennoch sollten die Einkommen aus dieser Quelle wie im Vorjahr im Schnitt um etwa 1 ¾% zulegen können. Bei den Einkommen aus Arbeitslosengeld und -hilfe könnte der von uns prognostizierte leichte Anstieg der Arbeitslosigkeit für eine geringe Zunahme sorgen.

Der stabile Arbeitsmarkt bei gleichzeitig niedrigem Zinsniveau lässt uns eine unveränderte oder leicht sinkende Sparquote erwarten (2012: 10,3%). Damit sollte das Einkommensplus komplett dem Konsum zu Gute kommen. Unsere

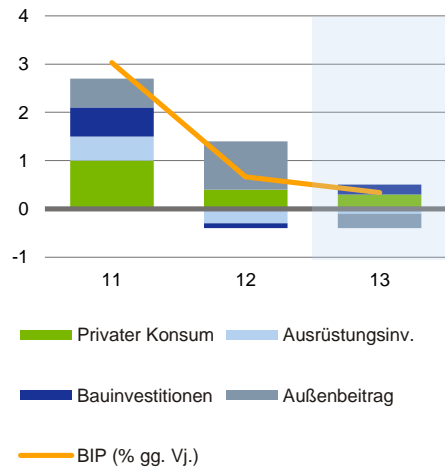


Ausblick Deutschland

Außenhandel 2012 (noch) mit höchstem Wachstumsbeitrag

12

Wachstumsbeitrag zum realen BIP, %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Prognose für das verfügbare Einkommen von +2,4% bei einer erwarteten Inflation von 1,6% deutet demnach auf Aufwärtsrisiken für unsere Prognose des realen privaten Konsums hin. Diese liegt aktuell bei +0,6%. Unabhängig davon, ob der private Konsum nun 0,6% oder etwas stärker wächst, würde er Haupttreiber des gesamtwirtschaftlichen Wachstums sein. Dies liegt daran, dass die positiven Beiträge des Staatskonsums und des Bausektors durch die negativen Beiträge des Außenhandels und der Ausrüstungsinvestitionen ausgeglichen werden sollten.

Vergleichsweise hohe Lohnabschlüsse auch 2013

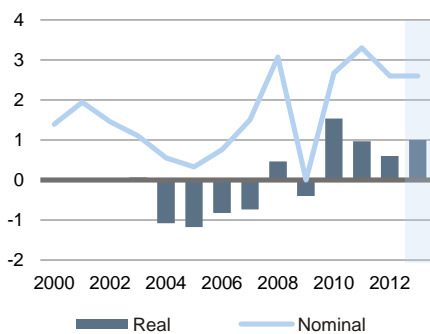
Neben der zu Beginn diskutierten Forderung an Deutschland, seine Binnenwirtschaft z.B. durch steuerliche Maßnahmen oder Ausgabenprogramme zu stärken, gibt es auch regelmäßige Appelle, dies durch höhere Löhne zu erreichen. Gleichzeitig hätte dies den Vorteil, die relative Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Partnerländer zu verbessern. Freilich führt die Argumentation über Löhne ebenfalls ins Leere, wenn die Lohnerhöhungen nicht durch Angebot und Nachfrage am Arbeitsmarkt und Produktivitätsfortschritte gedeckt sind. Denn so würden nur die erreichten Arbeitsmarkterfolge gefährdet und eine nachhaltige Entwicklung verhindert. Zudem entwickelten sich die Löhne in den letzten drei Jahren schon relativ positiv. So wuchsen die nominalen Bruttomonatsverdienste in dieser Zeit um jeweils über 2 ½%. 2012 waren es 2,6%. In den 10 Jahren zuvor lag die Rate bei im Schnitt 1,5%. In realer Rechnung zeigt sich ein ebenso markanter Unterschied: 2012 legten die Reallöhne um 0,6% zu nach 1,0% und 1,5% in den zwei Jahren zuvor. In den 10 Jahren vor 2012 schrumpften die Reallöhne pro Jahr im Schnitt um 0,1%. Dieser Richtungswechsel hat zusammen mit dem kräftigen Beschäftigungsaufbau der letzten Jahre den Arbeitnehmern wie oben beschrieben ordentliche Einkommenszuwächse ermöglicht, die dem Konsum zunehmend Impulse gaben.

Die Forderungen und ersten Ergebnisse der Tarifrunde 2013 deuten für das laufende Jahr darauf hin, dass die Gewerkschaften und Arbeitnehmer wieder recht hohe Lohnsteigerungen durchsetzen können. So lagen die Tarifabschlüsse für 2013 laut WSI-Tarifarchiv bislang bei gut 2 ½% (Öffentlicher Dienst der Länder) bis 3% (Eisen- und Stahlindustrie). Dazu kommen Tarifforderungen von in vielen Fällen mehr als 6%, die nach einer ganz groben Daumenregel zur Hälfte erfüllt werden dürften.

Reallöhne 2013 wohl mit vierten Anstieg in Folge

13

Bruttomonatsverdienste, % gg. Vj.

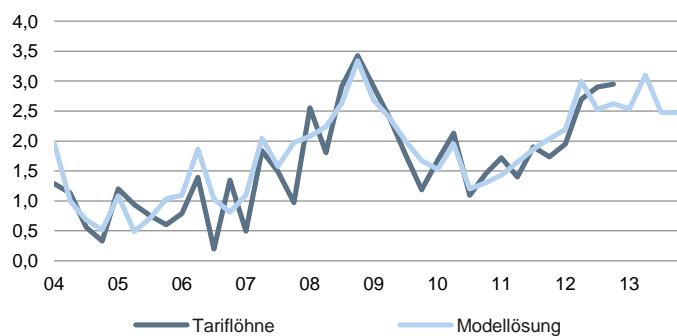


Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Tariflöhne: 2013 erneut recht hohes Wachstum zu erwarten

14

Tarifliche Stundenlöhne, % gg. Vj.

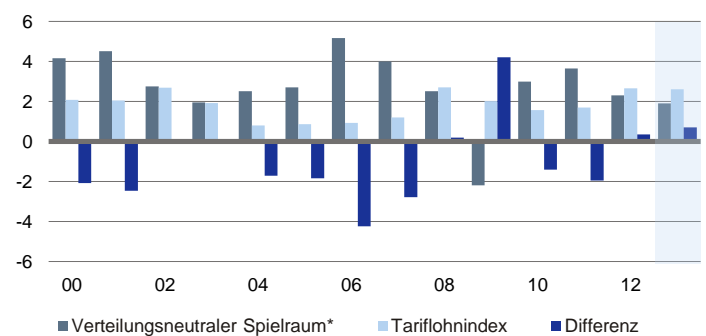


Quellen: Bundesbank, DB Research, Statistisches Bundesamt

Tariflöhne und verteilungsneutraler Spielraum

15

Stundenbasis, nominal, % gg. Vj.



* Inflationsrate + Produktivitätssteigerung

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research



Unserem Modell²³ zufolge steigen die (nominalen) tariflich vereinbarten Stundenlöhne 2013 um 2,6% und damit genauso stark wie im Vorjahr. Die Berechnung berücksichtigt die Kerninflation und das Produktivitätswachstum der letzten zwei Jahre sowie die von uns für das laufende Jahr prognostizierte Arbeitslosenquote. Die Prognose ist im Vorjahresvergleich in etwa unverändert, weil die leicht gestiegene Kerninflation durch die im Zuge der Wachstumsabschwächung 2012 gesunkene Produktivität ausgeglichen wurde. Die Arbeitslosenquote hat kaum einen Effekt, da wir erwarten, dass sie sich 2013 kaum ändert.

Vergleicht man das letzte Jahr und unsere Prognose für 2013 mit den Jahren zuvor, zeigt sich erneut die Verbesserung am deutschen Arbeitsmarkt. So übertraf das 2,6%-ige Lohnplus den Schnitt der 10 Vorjahre von 1,6% deutlich. Umgekehrt sind Löhne aber auch Kosten der Unternehmen. Steigen die Löhne deutlich stärker als die Produktivität und die Absatzpreise der Produkte der Unternehmen, dann kann dies auf längere Sicht wegen einer geschwächten Wettbewerbs-/Gewinnsituation der Unternehmen Beschäftigungseffekte nach sich ziehen. Die Summe aus der Wachstumsrate der Produktivität und der Konsumentenpreise wird daher auch als verteilungsneutraler Spielraum bezeichnet.

Nimmt man unsere Prognose zur Grundlage, dürfte der verteilungsneutrale Spielraum 2013 zum zweiten Mal in Folge etwas mehr als ausgeschöpft werden, da die Produktivität wohl nur wenig steigt und die Inflation sinken dürfte, wohingegen die Löhne aber erneut recht kräftig zulegen. Das moderate „Überausschöpfen“ der Jahre 2012 und 2013 kann mit dem „Unterausschöpfen“ der Vorjahre nur unzureichend verglichen werden. Diese waren durch die Arbeitskräftehortung im Krisenjahr 2009 und deren Nachwirkungen geprägt. Dennoch bleibt die Frage, ob durchschnittliche Lohnsteigerungen von 2 ½%-3% und das Übertreffen des verteilungsneutralen Spielraums schon 2013 eine Gefahr für das deutsche „Beschäftigungswunder“ bilden. Angesichts 1) der guten Wettbewerbsposition vieler deutscher Unternehmen, 2) dem in Teilen bestehenden Fachkräftemangel und 3) dem erwarteten (nur) moderaten Überausschöpfen ist dies wohl für den Moment noch zu verneinen. Sollte der verteilungsneutrale Spielraum in diesem und den nächsten Jahren allerdings im zunehmenden Maße übertroffen werden, sind negative Beschäftigungseffekte zu erwarten.

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

²³ Für Details zum verwendeten Modell siehe Aktuelle Themen Nr. 523: Deutschland: Nicht länger die Insel der Glückseligen. 22. August 2011.

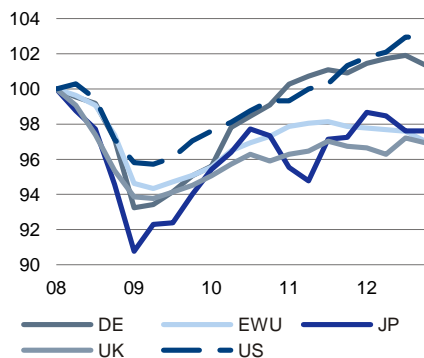


Warum konnte die deutsche Wirtschaft die jüngste Krise so gut bewältigen?

Deutschland: Tiefe Rezession und kräftige Erholung

1

Reales Bruttoinlandsprodukt, Q1 2008=100



Quelle: Eurostat

Schon die globale Konjunkturerholung 2009/2010 kam für die meisten Beobachter überraschend²⁴; die Entwicklung in Deutschland aber sorgte dafür, dass sich der "kranke Mann Europas", so das international verbreitete Bild, in ein neues Aushängeschild verwandelte. Dabei waren der boomende Export und der robuste Arbeitsmarkt von entscheidender Bedeutung.

1. Die Entwicklung Deutschlands im Einzelnen

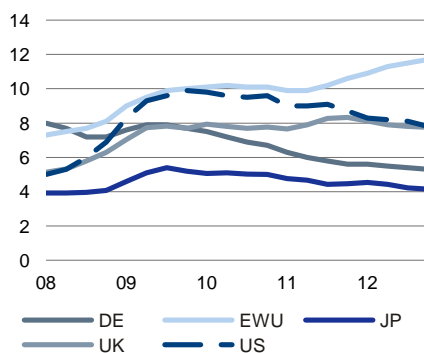
In der Tat hatte die deutsche Wirtschaft aufgrund ihrer starken Abhängigkeit vom Export während der Weltwirtschaftskrise 2008/2009 massive Rückschläge zu verkraften. Da Deutschland unter den G-20 die Volkswirtschaft mit der größten Anfälligkeit für externe realwirtschaftliche und Finanzschocks ist, kam dies nicht gänzlich überraschend²⁵. Zwischen dem Höchststand vom 1. Quartal 2008 und dem Tiefststand vom 2. Quartal 2009 schrumpfte das deutsche BIP um 6,8% (USA -4,7%, Großbritannien -6,2% und Japan -9,2%). Allerdings erhöhte sich die Arbeitslosenquote in Deutschland nur minimal um 0,7 Prozentpunkte; in den USA und Großbritannien stieg die Arbeitslosigkeit hingegen auf das Doppelte und in Japan von 3,8% auf 5,4%²⁶. Zudem verlief die Konjunkturerholung in Deutschland am schnellsten unter den G4-Ländern; das BIP überstieg bereits im 1. Quartal 2011 seinen Vorkrisenhöchststand, während dies in den USA erst im 4. Quartal 2011 gelang. Japan (2,4 %-Punkte) und Großbritannien (3,1 %-Punkte) haben beide ihr Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht. Diese Erholung erscheint noch beeindruckender, wenn man berücksichtigt, dass der Rest des Euro-Währungsraums, Deutschlands größter Handelspartner, der ca. 40% der deutschen Exporte absorbiert, seit der Talsohle im 4. Quartal 2009 lediglich ein geringfügiges Wachstum von 1,2% erzielen konnte. Allerdings wurden die negativen Auswirkungen angesichts der Politik der EZB und der Flucht der Anleger in Qualitätswerte zum Teil durch das extrem niedrige Zinsniveau sowie den – bis vor kurzem – relativ schwachen Euro-Wechselkurs kompensiert.

Die kräftige Erholung der Weltwirtschaft ist hauptsächlich auf die bislang nie dagewesene und global koordinierte Lockerung der Geld- und Fiskalpolitik zurückzuführen. Weltweit haben die Regierungen eine antizyklische Politik eingeleitet. Unter den G20-Ländern betrug das durchschnittliche Volumen dieser Maßnahmen 2009 und 2010 etwas mehr als 2% des BIP, 2011 ging es auf ca. 1% des BIP zurück²⁷. Die Zentralbanken nahmen aggressive Zinssenkungen vor und begannen, ihre Bilanzen für eine weitere konjunkturelle Stimulierung einzusetzen.

Deutschland: Arbeitslosigkeit nur vorübergehend höher

2

Arbeitslosenquote, %



Quelle: Eurostat

2. Strukturelle Vorteile in einer sich verändernden Weltwirtschaft

Die relative Stärke der deutschen Wirtschaft basiert auf einer Reihe von seit langem bestehenden strukturellen Vorteilen und insbesondere der Rolle des innovativen und exportorientierten *Mittelstands*, der dank des dualen Ausbildungssystems über hochqualifizierte Arbeitskräfte verfügt. 99,5% der 3,6 Millionen deutschen Unternehmen sind kleine und mittelständische Firmen mit weniger als 500 Beschäftigten. Auf sie entfallen 60% der sozialversicherungspflichtig

²⁴ So prognostizierte zum Beispiel der IWF im April 2009 eine globale Wachstumsrate von 1,9%. Tatsächlich aber expandierte die Weltwirtschaft um 5%.

²⁵ Country report No 11/168. IWF Juli 2011.

²⁶ Zwischen Oktober 2008 (7,6%) und April 2009 (8,3%); nationale Definition.

²⁷ Fiscal Monitor. Nov. 2010. IWF.

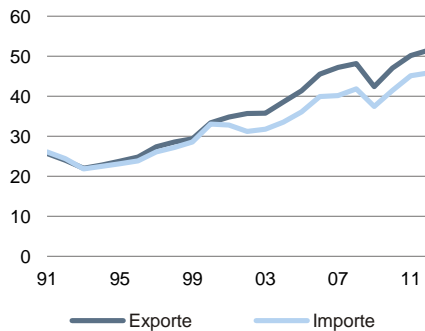


Ausblick Deutschland

Deutschland: Exportanteil am BIP seit Anfang der '90er verdoppelt

3

Deutschland, Anteil am nominalen Bruttoinlandsprodukt, %

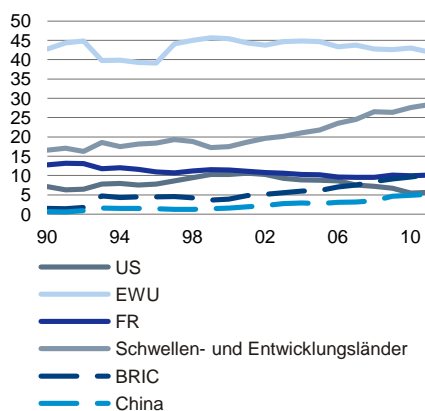


Quelle: Eurostat

Schwellen- und Entwicklungsländer von zunehmender Bedeutung

4

Anteil an deutschen Warenexporten nach Ländern und Regionen, %

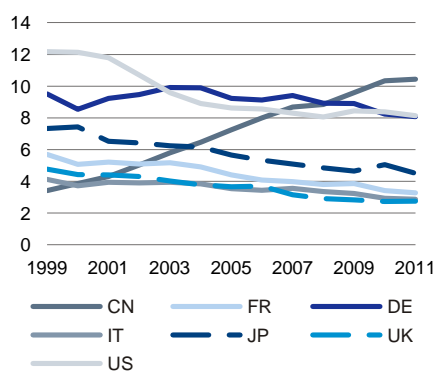


Quelle: IWF

Deutschland mit nahezu stabilem Anteil am Welthandel

5

Anteil am Welthandelsvolumen, %



Quelle: UNCTAD

Beschäftigten und 37% des gesamtwirtschaftlichen Umsatzes²⁸. Allerdings sind letztlich die Besitz- und Managementverhältnisse die Charakteristika, die den Mittelstand ausmachen, und weniger die Unternehmensgröße. Der Kern des Mittelstands sind Familienunternehmen, in denen die Risiken von der der Familie entstammenden Firmenleitung getragen werden. Zu diesen Unternehmen gehören viele der sogenannten "hidden champions", die mit durchschnittlich ca. 2.000 Mitarbeitern im Schnitt das Doppelte in Forschung und Entwicklung investieren und eine Umsatzrentabilität verzeichnen, die mehr als doppelt so hoch ist wie der deutsche Durchschnitt. Viele Innovationen werden von ihren hochqualifizierten Beschäftigten entwickelt. Hierbei stellt die breite technische Expertise, die von 60% der deutschen Erwerbsbevölkerung im dualen Ausbildungssystem erworben wird in Kombination mit einer spezialisierten Weiterbildung "on the job" eine wichtige Ressource für die innovativen Kapazitäten des Unternehmens dar. Zwei Drittel dieser Unternehmen sind Weltmarktführer und viele haben diese Position bereits seit über einem Jahrzehnt inne.²⁹ Die internationale Ausrichtung dieser Firmen lässt sich bis zum Ende des 19. Jahrhunderts zurückverfolgen, als Deutschland aus zahlreichen kleinen und unabhängigen Staaten bestand und grenzüberschreitender Handel eine Notwendigkeit darstellte. In der jüngeren Vergangenheit konnten insbesondere kleinere Firmen im Rahmen der deutschen Wiedervereinigung und der Expansion der Unternehmen in die neuen Bundesländer wertvolle Erfahrungen sammeln, die sie ermutigten, auch den nächsten Schritt zu wagen und auf die internationale Ebene vorzustoßen. Dabei war häufig Osteuropa das nächste Ziel, da die neuen ostdeutschen Kollegen dort bereits über intensive Kontakte und Marktkenntnisse verfügten.

Der Anteil der Exporte am deutschen BIP hat sich zwischen 1992 (24%) und 2012 (51,7%) mehr als verdoppelt. Allerdings waren die deutschen Unternehmen bei der Erschließung neuer Exportmärkte nicht nur erfolgreicher als ihre europäischen Kollegen. Auch führte ihre Internationalisierungsstrategie zu einer Globalisierung der Wertschöpfungsketten. Mehr als ein Drittel aller deutschen Exporte enthalten importierte Vorprodukte. Dies erlaubt es den deutschen Unternehmen, wettbewerbsfähig zu bleiben und sich im deutschen Teil der Wertschöpfungskette auf Segmente mit hohem Mehrwert zu fokussieren. Mittelständische Unternehmen sind in der Regel stärker auf industrielle Produkte, insbesondere Investitionsgüter, ausgerichtet. Dank ihres Produktfokus und ihrer internationalen Ausrichtung konnten sie in erheblichem Maße von der starken Wachstumsdynamik der Schwellenländer profitieren. Besonders von der steigenden Nachfrage aus den Schwellenländern nach Qualitätsprodukten profitierte auch die deutsche Autoindustrie, die deutlich globaler aufgestellt ist als ihre europäischen Wettbewerber³⁰. Der Anteil der Exporte in Schwellen- und Entwicklungsländer hat sich seit Anfang der 90er Jahre nahezu verdoppelt und erreichte 2011 28%. Insbesondere die deutschen Exporte in die BRIC-Länder haben sich mehr als verdoppelt; sie belaufen sich derzeit auf 10% des deutschen Gesamtexports³¹. In der Folge konnte Deutschland als einzige Industrienation seinen globalen Marktanteil trotz der Ausweitung der Marktanteile der Schwellenländer in etwa behaupten³².

²⁸ Institut für Mittelstandsforschung. Bonn. <http://www.ifm-bonn.org>

²⁹ Hidden Champions – Aufbruch nach Globalia. Die Erfolgsstrategien unbekannter Weltmarktführer, Hermann Simon, Frankfurt 2012.

³⁰ So verkauften zum Beispiel VW und BMW 2012 mehr Autos in China als im deutschen Heimatmarkt. 20% bis 30% ihres Gesamtgewinns wurden in China erwirtschaftet.

³¹ Die deutschen Ausfuhren nach China sind im Vergleich zu 1992 im Schnitt um 18% gg. Vj. gestiegen.

³² Veränderungen der Marktanteile im weltweiten Güterhandel von 2000 bis 2011 (in Prozentpunkten): Deutschland -0,5, Italien -0,9, Großbritannien -1,7, Frankreich -1,8, Japan -2,9 und USA -4,0.

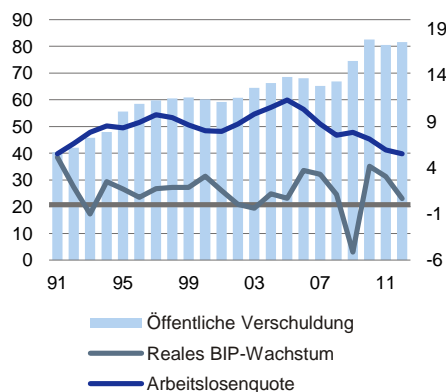


3. Gezogene Lehren – vor der weltweiten Krise 2008/2009

Die 90er Jahre: Öffentliche Verschuldung und Arbeitslosigkeit steigen

6

Deutschland; % des BIP (links); % (rechts)



Quellen: Eurostat, Europäische Kommission

Nachdem die New-Economy-Blase im Jahr 2000 geplatzt war, war es zunehmend offensichtlich, dass sich in Deutschland in Folge der Belastung der Wiedervereinigung, die erheblich unterschätzt worden waren, schwere strukturelle Ungleichgewichte herausgebildet hatten. Für sein Jahresgutachten 1999/2000 wählte der Sachverständigenrat den Titel "Wirtschaftspolitik unter Reformdruck". In der Einführung stellten die Experten fest, es könne nicht länger bestritten werden, dass in zahlreichen Bereichen wie den öffentlichen Finanzen, bei der Besteuerung, den Sozialversicherungssystemen sowie dem Funktionieren des Arbeitsmarktes sowie im Bildungssektor Reformen notwendig seien³³. In der Tat hatte sich die öffentliche Verschuldung von 40,4% des BIP im Jahr 1991 bis 1999 auf 60,9% des BIP erhöht. In der zweiten Hälfte der 90er Jahre verlangsamte sich das deutsche BIP-Wachstum auf magere 1,9% p.a., d.h. ca. einen Prozentpunkt niedriger als der EU-Durchschnitt und nahezu gleichauf mit Italien (1,5%). Die Arbeitslosenquote hatte sich von 5,5% (1991) auf 8,6% (1999) erhöht; ein ähnlicher Trend zeigte sich auch bei der Langzeitarbeitslosigkeit (von 3,2 auf 4,4%)³⁴. Während der auf das Platzen der New-Economy-Blase folgenden Rezession wurde die schlechte Performance der deutschen Wirtschaft immer deutlicher. Die 2001-2003 erzielten Wachstumsraten waren nicht nur die niedrigsten in Europa, sondern auch unter den Industrieländern weltweit³⁵.

Politik: Agenda 2010

Angesichts dieser düsteren wirtschaftlichen Entwicklung stieß der damalige Bundeskanzler Schröder mit seiner Regierungskoalition aus SPD und Bündnis90/Die Grünen eine Reihe von Reformen unter dem späteren Titel "Agenda 2010" an. Ziel dieser Reformen war es, die größten- und kostenmäßig explodierenden sozialen Sicherungssysteme umzubauen, wobei die Lohnnebenkosten auf ein Niveau unter 40% gesenkt werden sollten, um eine Flexibilisierung des Arbeitsmarktes sowie eine Konsolidierung der öffentlichen Finanzen zu erreichen. Neben der Deregulierung in einigen anderen Bereichen (Handelsrecht) lag das Kernziel der Reformen auf dem Arbeitsmarkt; zwischen 2003 und 2005 wurden mit den sogenannten "Hartz-Reformen" eine Reihe entsprechender Maßnahmen eingeleitet. Ein Schlüsselement hierbei war die Zusammenlegung von Arbeitslosengeld und Sozialhilfe; dadurch wurden die Leistungen für Arbeitssuchende deutlich gekürzt. Gemäß dem Prinzip "Fördern und Fordern" waren Langzeitarbeitslose nun gehalten, auch Jobangebote anzunehmen, für die sie überqualifiziert waren und die erhebliche Einschnitte bei der Bezahlung bedeuteten. Die Attraktivität des Niedriglohnssektors (mit monatlichen Bruttogehältern zwischen EUR 400 und EUR 800) wurde gestärkt und der Beschäftigungsschutz für Mitarbeiter kleiner Unternehmen gelockert. Zudem wurde die Bundesanstalt für Arbeit, eine Verwaltungsbehörde, die die Arbeitslosen "verwaltete", indem sie Sozialleistungen verteilte, umstrukturiert und in eine moderne Agentur umgebaut – die Bundesagentur für Arbeit – deren klarer Fokus auf der Wiedereingliederung der "Klienten" in die Arbeitswelt liegt.

Im staatlichen Gesundheitswesen wurden die Leistungen gestrafft, wobei Leistungen, die nicht unter das Versicherungsprinzip fallen (wie z.B. In-vitro-Fertilisation) nicht mehr übernommen bzw. zuzahlungspflichtig wurden. Da die

³³ Jahresgutachten des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 1999/2000.

³⁴ Harmonisierte Wachstumsquoten, Eurostat.

³⁵ Das deutsche BIP expandierte um 0,4% p.a., EU 1,5%, USA 1,8% und Japan 0,8%.



Anreizstrukturen der wichtigsten Beteiligten jedoch kaum verändert wurden, ist die Gesundheitsreform nach wie vor eine offene Baustelle³⁶.

In der staatlichen Rentenversicherung wurde 2005 ein Nachhaltigkeitsfaktor eingeführt, um den negativen demographischen Effekten Rechnung zu tragen³⁷. Dabei werden Ausbildungsjahre nicht länger auf die Rentenansprüche des Versicherten angerechnet. Die Option des vorgezogenen Ruhestands – die bisher als Hauptventil der Unternehmen zum Beschäftigungsabbau und zur Übertragung der Belastung auf die öffentliche Hand genutzt wurde – wurde mittels korrekt berechneter Abschläge bei der Altersversorgung weniger attraktiv gestaltet. Das gesetzliche Rentenalter wurde von 65 auf 67 Jahre angehoben, wobei die Umstellung zwischen 2012 und 2031 schrittweise erfolgt.

Trotz dieser Reformen stieg die Zahl der Arbeitslosen weiter an und kletterte Anfang 2005 über die Marke von 5 Millionen³⁸. Zwischen 2006 und 2007 fiel allerdings die Zahl der Beschäftigungslosen (Jahresdurchschnitt) um 724.000 – der kräftigste Rückgang seit den 1950er Jahren. Im Spätsommer 2008 – kurz bevor die Auswirkungen der weltweiten Finanz- und Wirtschaftskrise am deutschen Arbeitsmarkt spürbar wurden – war die Arbeitslosenzahl unter 3,2 Millionen gesunken und die Arbeitslosenquote von 12% im Frühjahr 2005 auf 7,6% gefallen.

Die Arbeitsmarktreformen könnten zu einer strategischen Neuausrichtung der Gewerkschaftspolitik beigetragen haben. Die großen Gewerkschaften, z.B. in der Metall-, Chemie- und Bauindustrie, gaben ihre Forderung nach deutlichen Lohnerhöhungen zugunsten größerer Arbeitsplatzsicherheit auf, akzeptierten längere Wochenarbeitszeiten ohne Lohnausgleich und zeigten sich bei Firmentarifverträgen sogar noch flexibler.³⁹ Zudem wurde in den Tarifverträgen eine flexible Arbeitszeitgestaltung, einschließlich Jahresarbeitszeitkonten, eingeführt, die es den Unternehmen erlaubten, die Arbeitszeiten flexibel an Nachfrageschwankungen anzupassen.⁴⁰

Die hervorragende Entwicklung am Arbeitsmarkt liegt aber sicherlich zu einem großen Teil in dem kräftigen Wirtschaftswachstum begründet. 2006 und 2007 wuchs das reale BIP um 3,7% bzw. 3,3%. Selbst im 2. Hj. 2008 betrug das BIP-Wachstum noch 2,6% (gg. Vj.). Obwohl die tatsächlichen Auswirkungen der Hartz-Reformen aufgrund fehlender kontrafaktischer Evidenz nur schwer abzuschätzen sind, kann man wahrscheinlich fairerweise sagen, dass die Kausalität in beide Richtungen weist⁴¹. Zudem konnte der deutsche Arbeitsmarkt dank dieser strukturellen Veränderungen die Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise deutlich besser bewältigen als dies in anderen großen Volkswirt-

³⁶ 2009 führte die Regierungskoalition aus CDU/CSU und FDP einen zentralisierten Gesundheitsfonds ein. Er schaffte einen Ausgleich unterschiedlicher Morbiditätsrisiken und mehr Möglichkeiten, zwischen unterschiedlichen (öffentlichen) Anbietern zu wechseln, so dass der Wettbewerb innerhalb des Systems angekurbelt wurde.

³⁷ Zusammen mit dem sogenannten Riester-Faktor, wonach das Rentenniveau gekürzt wird und parallel durch die staatlich subventionierte Riester-Rente zunehmend private Vorsorge getroffen wird, hätte dies in Jahren mit negativem Lohnwachstum und steigenden Rentenbeiträgen zu tatsächlichen Rentenkürzungen geführt. Dies konnte nur durch Ad-hoc-Interventionen der Bundesregierung vermieden werden.

³⁸ Allerdings führte die Zusammenlegung von Arbeitslosengeld und Sozialhilfe zu einer Wanderung aus der stillen Reserve in die reguläre Arbeitslosigkeit, um den Anspruch auf Leistungen zu sichern. Laut BA trieb dieser sogenannte Hartz IV-Effekt die offizielle Arbeitslosenzahl 2005 um durchschnittlich 380.000 in die Höhe.

³⁹ Sachverständigenrat. Jahresgutachten 2004/05 und 2005/06.

⁴⁰ Laut einer Umfrage des Instituts für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung haben etwa ein Drittel aller Unternehmen 2009 in Reaktion auf die Krise ihre Arbeitszeitkonten um durchschnittlich 45 Stunden pro Beschäftigtem gekürzt. Bei 5% der Firmen bauten die Beschäftigten negative Arbeitszeitsalden auf. IAB Kurzbericht 22/2010.

⁴¹ In der Tat gab die Bundesregierung eine große Zahl von Bewertungsstudien durch unabhängige Experten einschließlich des Sachverständigenrats (Jahresgutachten 2006/07) in Auftrag. In diesen Untersuchungen wurden jedoch individuelle Maßnahmen beleuchtet – und dies mit gemischten und teilweise sehr ernüchternden Ergebnissen – und nicht versucht, die Gesamtwirkung der Hartz-Reformen zu bewerten.

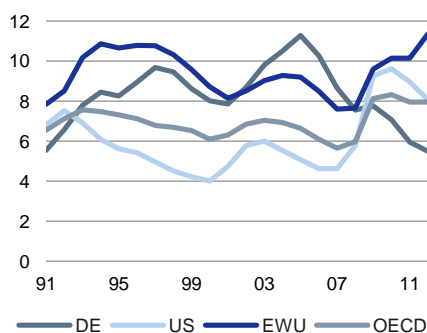


Ausblick Deutschland

Deutscher Arbeitsmarkt: Während der Krise bemerkenswert widerstandsfähig

7

Arbeitslosenrate, %



Quelle: OECD

schaften der Fall war. Die durchschnittliche jährliche Arbeitslosenquote als Prozentsatz der Erwerbsbevölkerung (wie von der OECD berechnet) stieg nur geringfügig von 7,6% im Jahr 2008 auf 7,8% 2009 an – trotz des überdurchschnittlich ausgeprägten BIP-Rückgangs – war dann aber bereits im folgenden Jahr wieder rückläufig (auf 7,2%)⁴². In der gesamten OECD erhöhte sich die Arbeitslosigkeit 2009 sprunghaft von 6,1% auf 8,3% und stieg 2010 weiter auf 8,5%. Unter den großen nationalen und internationalen Think Tanks besteht ein breiter Konsens darüber, dass die hervorragende Entwicklung des deutschen Arbeitsmarkts durch die zuvor eingeleiteten Reformen zu erklären ist. Für ihren Bericht über die deutsche Wirtschaft aus dem vergangenen Jahr hat die OECD den Titel "Frühere Arbeitsmarktreformen haben sich während der Krise ausgezahlt" gewählt⁴³. Nach Schätzungen der OECD wäre die Arbeitslosenquote ohne die vorangegangenen Reformen um 3 Prozentpunkte höher ausgefallen. In einer weiteren Studie schätzt der IWF, dass die deutsche strukturelle Arbeitslosenquote von einem Niveau über 8% auf ca. 6 ¼% gesunken ist⁴⁴. Die Untersuchung der OECD auf andere Erklärungsfaktoren – wie den demographisch bedingten geringeren Anstieg der Erwerbsbevölkerung in Deutschland, die asymmetrischen sektoralen Effekte der Krise (die hauptsächlich die eher kapitalintensiven und weniger die beschäftigungsintensiven Branchen belasten) – hat allerdings – wenn überhaupt – nur äußerst geringe Auswirkungen nachweisen können.

Zudem hat die OECD die Auswirkungen von Kurzarbeit und deren Beitrag zur positiven Arbeitsmarktentwicklung beleuchtet. Während der Krise wurden die Kurzarbeiterregelungen sowohl im finanziellen Umfang als auch hinsichtlich der Anspruchsberechtigung ausgeweitet, so dass die Kosten, die den Unternehmen durch die Weiterbeschäftigung ihrer Mitarbeiter entstanden, erheblich geringer waren als in vielen anderen OECD-Ländern mit ähnlichen Programmen⁴⁵. Die Inanspruchnahme der Kurzarbeiterregelung erreichte Mitte 2009 mit 1,5 Millionen Beschäftigten ihren Höhepunkt, fiel bis Mitte 2011 aber wieder auf unter 100.000. Auf Basis einer durchschnittlichen Arbeitszeitkürzung um 30% konnten so 500.000 Arbeitsplätze erhalten werden. Berücksichtigt man dabei mögliche Trittbrettfahreffekte, so könnte der tatsächliche Arbeitsplatzverlust bei lediglich ca. 235.000 liegen.

Laut Berechnungen des IAB wurden 2009 durch Kurzarbeitsprogramme und Jahresarbeitszeitkonten die durchschnittlichen Arbeitsstunden je Beschäftigtem um 3,2% reduziert; dies entspricht (rein rechnerisch) 1,2 Millionen Vollzeitjobs⁴⁶. Gemäß Schätzungen von Burda und Hunt sind ca. ein Drittel des Arbeitszeitabbaus um insgesamt 3,2% auf Kurzarbeiterregelungen zurückzuführen. Die Reduzierung der üblichen Wochenarbeitszeit macht ca. ein weiteres Viertel aus, gefolgt von in etwa gleichen Beiträgen durch Überstundenabbau, Abbau von Arbeitszeitkonten sowie einen Anstieg des Anteils der Teilzeitbeschäftigten (jeweils etwas weniger als 20%)⁴⁷.

⁴² Quelle: <http://www.oecd-ilibrary.org/sites/unemp-table-2012-1-en/index.html>

⁴³ OECD Economic Surveys Germany 2012.

⁴⁴ Staff report for the Article IV consultations with Germany. IWF 2011.

⁴⁵ In Kurzarbeit Beschäftigte erhalten zwischen 60% und 70% ihres Nettoeinkommens je "gearbeiteter" Stunde. Die Unternehmen werden hierfür durch die Bundesagentur für Arbeit entschädigt. Die maximale Dauer der Kurzarbeiterregelung wurde von 6 auf 24 Monate verlängert.

⁴⁶ IAB Kurzbericht 3/2010.

⁴⁷ What Explains the German Labour Market Miracle in the Great Recession? Michael Burda, Jennifer Hunt, in Brookings Papers on Economic Activity. Frühjahr 2011. Im Gegensatz zu vielen anderen Beobachtern machen die Autoren für den "fehlenden Beschäftigungsabbau" die Zurückhaltung der Arbeitgeber bei der Einstellung von Mitarbeitern in der vorangegangenen Boomphase verantwortlich.

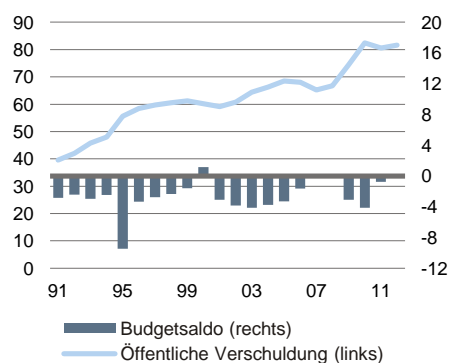


Fiskalische Position – mit Spielraum

Öffentliche Defizite nach Krise
2009/10 schnell wieder unter Kontrolle

8

Deutschland, % BIP



Quelle: Europäische Kommission

Alles in allem haben die im Rahmen der Agenda 2010 umgesetzten Reformen und der dynamische Konjunkturaufschwung 2006/2007 zu einer deutlichen Verbesserung der Haushaltsposition Deutschlands beigetragen; 2007/2008 wurde ein ausgeglichener Haushalt erreicht. Dies ermöglichte eine erhebliche Ausweitung des Haushaltsdefizits auf 3,1% im Jahr 2009 bzw. 4,2% 2010, was nicht nur auf die Wirkung der fiskalpolitischen Stabilisatoren, sondern auch auf die aktive, prozyklische Ausgabenpolitik (Kurzarbeit, öffentliche Investitionen, Abwrackprämien etc.) zurückzuführen ist. Die expansiven fiskalpolitischen Programme beliefen sich zwischen 2009 und 2011 auf 1,7%, 2,2% bzw. 1,7% des BIP⁴⁸. Laut OECD stieg das strukturelle Defizit 2009 um 3/4 Prozentpunkte und 2010 weitere 1 3/4%-Punkte des BIP, bevor es 2011 wieder um 2,3 Prozentpunkte zurückgeführt werden konnte.

Unternehmen – vorsichtiger, mit geringeren Ungleichgewichten

Burda und Hunt führen an, dass das Beschäftigungswachstum in den Jahren 2006 und 2007 ungewöhnlich gering ausfiel, da die Unternehmen in Bezug auf die Nachhaltigkeit des Aufschwungs skeptisch waren. Dies führen sie auf die laut ifo-Geschäftsklimaindex gedämpften Geschäftserwartungen zurück. Der Index erreichte jedoch im März 2006 mit 108,2 seinen Höhepunkt und verzeichnete im Mai 2007 eine erneute lokale Spitze (107,8); beide Werte lagen allerdings nur geringfügig unter dem früheren Höchststand der gesamtdeutschen Datenreihe vom Oktober 1994 (109,5)⁴⁹. Zudem wurde 2006 bei der Arbeitsproduktivität je Stunde ein Rekordanstieg von 3,6% in der Gesamtwirtschaft verzeichnet; im Verarbeitenden Gewerbe schnellte der Wert sogar um 10% nach oben. Ohne den strukturellen Wandel am Arbeitsmarkt wäre dies vermutlich nicht möglich gewesen und dieser dürfte ebenfalls der Grund dafür sein, warum die Unternehmen die anziehende Nachfrage befriedigen konnten, obwohl nur vergleichsweise wenig neue Arbeitsplätze geschaffen wurden.⁵⁰

Dennoch hatte sich das Verhalten der Unternehmen vermutlich verändert, was aber eher im Zusammenhang mit den schmerzhaften Erfahrungen nach dem Platzen der New-Economy-Blase zu sehen ist. Während dieser Blase hatten die deutschen Unternehmen in erheblichem Maße Fremdkapital aufgenommen und ihren Verschuldungsgrad erheblich erhöht. Angespornt durch die Hausse am Aktienmarkt waren viele Unternehmen im M&A-Geschäft (Fusionen und Übernahmen) aktiv und dies insbesondere im boomenden IT-Sektor. In der Folge stieg die externe Mittelaufnahme der Unternehmen außerhalb des Finanzsektors, die im vorangegangenen Jahrzehnt ca. EUR 100 Mrd. betragen hatte, im Jahr 2000 auf EUR 292,5 Mrd. an, so dass sich der Verschuldungsgrad auf 190% der Bruttowertschöpfung erhöhte⁵¹. Nach 2001 nahmen die Unternehmen einen Umbau ihrer Bilanzen vor, indem sie ihre internen Mittel deutlich ausweiteten und den Grad der Verschuldung reduzierten. Trotz anziehender Investitionsausgaben zwischen 2002 und 2008 wurden durch einbehaltene Gewinne und Abschreibungen im Nicht-Finanzsektor überschüssige Mittel angesammelt. Diese Entwicklung steht in deutlichem Kontrast zu dem massiven Anstieg der

⁴⁸ Fiscal Monitor. IWF, Nov. 2010. Die geringere Veränderung des strukturellen Defizits erklärt sich zum Teil aus der positiven Wirkung der fiskalpolitischen Maßnahmen auf das BIP-Wachstum.

⁴⁹ Die unteren Wendepunkte liegen üblicherweise zwischen 85 und 95. Die Datenreihe fiel im Dezember 2008 auf ein Rekordtief von 78,7.

⁵⁰ Ein weiterer Grund für den geringen Abbau von Arbeitsplätzen könnte in der Erwartung der deutschen Unternehmen gelegen haben, dass der Konjunkturrückgang von 2008/09 nur kurzlebig sein dürfte. Dies hätte allerdings in krassem Kontrast zu den Vorhersagen von Seiten der Konjunkturrexperten gestanden.

⁵¹ Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung. Deutsche Bundesbank. Monatsbericht Januar 2012.

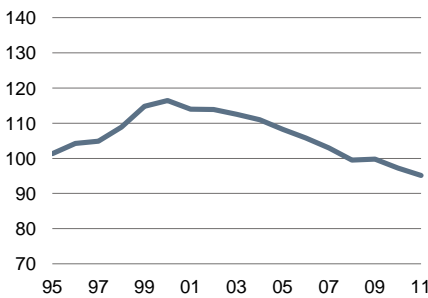


Ausblick Deutschland

Deutsche Privathaushalte: Keine übermäßige Verschuldung

9

Schulden in % der verfügbaren Einkommen

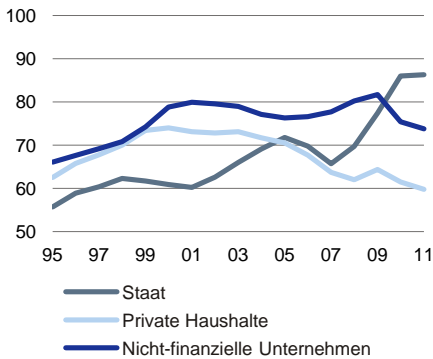


Quellen: Eurostat, Statistisches Bundesamt

Steigende Verschuldung der öffentlichen Hand

10

Schulden in % des BIP



Quelle: Eurostat

Verschuldung der Unternehmen in den anglo-amerikanischen Volkswirtschaften sowie den Ländern der europäischen Peripherie.

Private Haushalte: Schuldenabbau

In ähnlicher Weise haben auch die privaten Haushalte in Deutschland die finanziellen Exzesse der Problemländer nicht mit vollzogen. Zwar stiegen die Verbindlichkeiten der privaten Haushalte von 82,5% der verfügbaren Einkommen auf 116,4% im Jahr 2000; danach fand jedoch ein Abbau des Verschuldungsgrads statt, der bis 2008 wieder unter das Niveau von 100% der verfügbaren Einkommen gesunken war. Im Verlauf der Krise wurde ein weiterer leichter Rückgang auf 97,2% verzeichnet; aufgrund der soliden Arbeitsmarktentwicklung hatten die privaten Haushalte aber wenig Anreize, ihr Deleveraging noch aggressiver voranzutreiben. Zudem waren die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland zwischen 2000 und 2008 gesunken, was kaum zu kreditfinanzierten Investitionen anregte. Deutschland hatte seine eigene Immobilienblase nach der Wiedervereinigung, d.h. in den frühen 1990er Jahren erlebt; diese war durch eine Zuwanderung aus den Balkanstaaten weiter befeuert worden. Zwischen 1989 und 1994 stiegen die Preise für Wohnimmobilien um 7,1% p.a. an. Seit 1995 stagnieren die Hauspreise jedoch.⁵²

Schlussfolgerungen

Alles in allem lässt sich das hervorragende Abschneiden der deutschen Wirtschaft während der Krise auf drei wichtige strukturelle Veränderungen zurückführen:

1. Die im Rahmen der Agenda 2010 eingeführten Reformen, und hier insbesondere die strukturellen Veränderungen am Arbeitsmarkt, die aus einer Kombination aus Hartz IV-Reformen und einer kooperativeren und flexibleren Haltung der Tarifparteien bestanden. Der zweite Faktor war zum Teil durch den ersten bedingt sowie durch den stärker spürbaren globalen Wettbewerb (auch über die Globalisierung der unternehmensinternen Wertschöpfungsketten).
2. Eine Neuausrichtung des Unternehmenssektors nach den Exzessen der New-Economy-Blase in Bezug auf Produkte, Wertschöpfungskette, Exportmärkte und Bilanzen sowie – auf jeden Fall – eine verstärkt langfristig ausgerichtete Neuorientierung des deutschen Mittelstands mit seinen zahlreichen heimlichen Champions.
3. Solide Bilanzen der privaten Haushalte, da sich keine Blase am Wohnimmobilienmarkt bildete.

Zusätzlich zu diesen strukturellen Faktoren ist auch die Fiskalpolitik der Regierung zum Teil für die erwähnten Erfolge verantwortlich. Die stabile Situation vor der Krise, aktive Maßnahmen der Politik, die für den privaten Sektor die richtigen Anreize setzte, sowie ein klares Bekenntnis zur Defiziteindämmung, wenn es die konjunkturelle Situation erlaubt, trugen allesamt dazu bei, die Auswirkungen der Krise abzufedern. Allerdings spielten diese Faktoren alle zusammen, so dass eine klare Abgrenzung der einzelnen Beiträge nicht möglich ist.

⁵² Lediglich 2011 und 2012 wurde ein etwas kräftigerer Preisanstieg um 3,2% bzw. 3,5% verzeichnet. Quelle: BulwienGesa AG



4. Künftige Herausforderungen

Die Transformation der deutschen Wirtschaft vom kranken Mann zum Aushängeschild Europas oder gar der Welt (zumindest der Industrieländer) in weniger als zehn Jahren zeigt, dass selbst verhärtete Strukturen und eine langfristige Politik relativ rasch aufgebrochen und angepasst werden können, ganz zu schweigen von den permanenten Veränderungen der Weltwirtschaft, die die relative Position einer Volkswirtschaft in Frage stellen. Für die deutsche Wirtschaft ergeben sich so zwei große Herausforderungen:

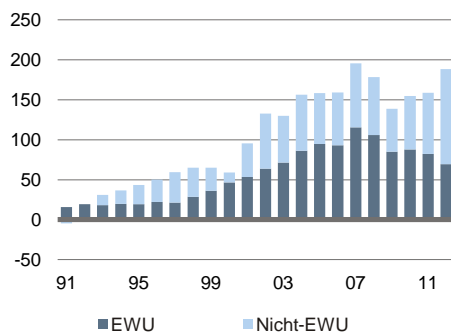
- i. Die massiven Exportüberschüsse und die Abhängigkeit vom weltweiten Konjunkturzyklus.
- ii. Die demographische Entwicklung mit den Folgen einer erheblichen Alterung der Gesellschaft und einer schrumpfenden Erwerbsbevölkerung.

Exportfokus: Neuausrichtung

Deutschland: Handelsbilanzüberschuss gg. EWU-Ländern sinkt

11

Handelsbilanzsaldo, Mrd. EUR

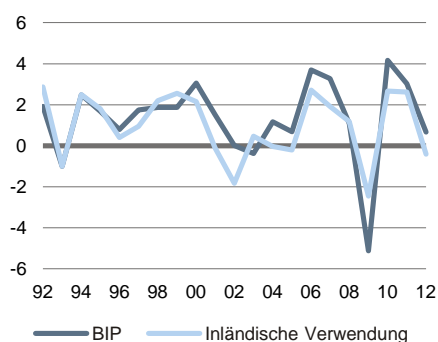


Quelle: Deutsche Bundesbank

Deutschland: Inländische Nachfrage schwächelte Anfang der 2000er

12

Real, % gg. Vj.



Quelle: Eurostat

2012 verzeichnete Deutschland mit EUR 188 Mrd. (7,1% des BIP) den zweitgrößten Handelsbilanzüberschuss seiner Geschichte und dies trotz eines gedämpften Weltwirtschaftswachstums von ca. 3% und einer Rezession in den Ländern des Euro-Währungsraums, Deutschlands wichtigstem Handelspartner. Angesichts der zwischen 2000 und 2008 stagnierenden Lohnstückkosten in Deutschland sowie des nur schwachen Wachstums der realen Inlandsnachfrage von 0,7% p.a. wurde Deutschland beschuldigt, auf Kosten seiner Handelspartner zu wachsen. Tatsächlich entfielen während dieses Zeitraums 0,9 Prozentpunkte bzw. durchschnittlich knapp 2/3 des realen BIP-Wachstums auf den Außenbeitrag. Aufgrund der sich vollziehenden strukturellen Veränderungen war dies jedoch ein zum Teil vorübergehendes Phänomen⁵³. Seit 2010 expandiert die inländische Wirtschaft im Schnitt um 1,6%; dieser Wert liegt über dem deutschen Potenzialwachstum. Trotz der verschlechterten relativen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands, die auf höhere Lohnstückkosten (2011 +1,2%, 2012 +2,7%) in Deutschland sowie sinkende Lohnstückkosten in den Ländern der EWU-Peripherie zurückgeht, dürften sich die Leistungsbilanzüberschüsse nur allmählich zurückbilden, da die Preiselastizität der deutschen Exporte relativ gering ist und die Nachfrage aus den Ländern außerhalb des Euro-Raums relativ kräftig ist. Ein wichtiger Faktor für die vergleichsweise schwache Inlandsnachfrage im vergangenen Jahrzehnt waren die Finanzierungsüberschüsse des Unternehmenssektors. Daher empfiehlt die OECD, den Abgabenkeil auf Arbeitseinkommen zu vermindern und den Wettbewerb im Dienstleistungssektor zu stärken, um die Investitionstätigkeit zu fördern⁵⁴.

Demographie: Die Grenzen des Wachstums⁵⁵

Der 2003 einsetzende – aber aufgrund starker Zuwanderung 2011 und 2012 zeitweilig unterbrochene – Bevölkerungsrückgang in Deutschland dürfte sich beschleunigen und bis 2060 zu einem Verlust von 20% auf 65 Millionen (derzeit 82 Mio.) führen. Gleichzeitig wird die Erwerbsbevölkerung um ca. 14 Mio. bzw. knapp 35% schrumpfen. Dieser Rückgang der Arbeitsbevölkerung dürfte bis ca. 2030 anziehen und mit ca. 1 ¼% pro Jahr ihren Höhepunkt erreichen. Wenn Deutschland alle Register zöge, d.h. die altersspezifischen Erwerbsquoten von Männern und Frauen das höchste Niveau unter den Industrieländern erreichten, könnten so bis 2030 eine Ausweitung der Erwerbsbevölkerung um ca. 6 ½ Mio.

⁵³ Vergleiche: „Ist etwas faul in der deutschen Binnenkonjunktur?“ Ausblick Deutschland. Deutsche Bank Research. Dezember 2010.

⁵⁴ Going for growth. Country notes Germany. OECD 2013.

⁵⁵ Vergleiche: Arbeitsmarkt Deutschland – Tiefgreifende Herausforderungen durch den demographischen Wandel, in Ausblick Deutschland. Deutsche Bank Research. August 2011.

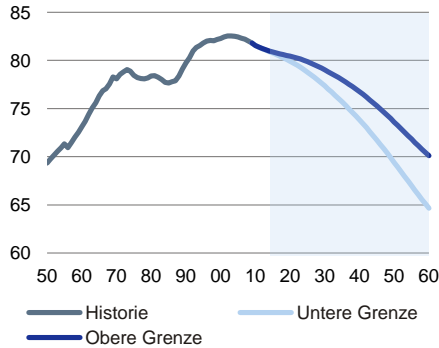


Ausblick Deutschland

Erheblicher Bevölkerungsrückgang in Deutschland erwartet

13

Mittlere Prognose-Variante, Mio.



Netto-Zuwanderung: Untere Grenze 100.000 pro Jahr,
obere Grenze 200.000 pro Jahr

Quelle: Statistisches Bundesamt

Arbeitskräfte erzielt und die demographisch bedingten Verluste weitgehend ausgeglichen werden. Dieses "Best-Case"-Szenario würde umfangreiche strukturelle Veränderungen am deutschen Arbeitsmarkt erforderlich machen, die deutlich über die der Hartz-IV-Reformen hinausgehen. Die zu beobachtende Kursänderung innerhalb der großen politischen Parteien weg von Reformen zur Flexibilisierung des Arbeitsmarkts und hin zu stärkerer Intervention der Regierung lässt jedoch in dieser Hinsicht einige Skepsis aufkommen. Unter der Annahme, dass ca. ein Drittel der notwendigen Veränderungen umgesetzt werden, würde Deutschlands Potenzialwachstum bis 2030 dennoch um ca. 3/4% von seinem jetzigen Niveau von ca. 1 1/4% sinken. Ein wenig beruhigen kann jedoch die Tatsache, dass die Leistungsbilanz nicht unerheblich weitgehend von demographischen Einflüssen bestimmt wird. Daher wird das Entsparen der alternden deutschen Gesellschaft fast schon per definitionem zu einem spürbaren Abbau der Leistungsbilanzüberschüsse führen.

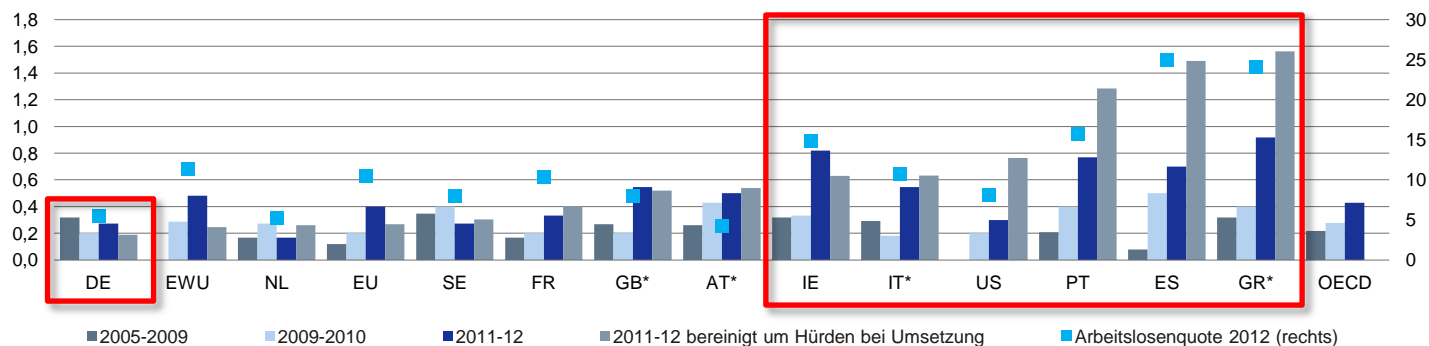
Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)



Grafik des Monats

Deutschland: Der Reformverweigerer(?)

OECD Reformaktivitäts-Indikator (links); %, harmonisiert (rechts)



* Daten zu Arbeitslosigkeit nur bis November bzw. Dezember 2012

Quellen: OECD, DB Research

Deutschland: Der Reformverweigerer(?)

Deutschland? Reformverweigerer? Das folgt zumindest aus dem jährlichen OECD-Bericht „Going for Growth 2013“, der eine nützliche Ergänzung der makroökonomischen Daten zur Wettbewerbsfähigkeit (z.B. Lohnstückkosten) bildet. In diesem Bericht stellt die OECD für die Mitgliedsländer Reformprioritäten vor und bewertet, ob und wie weitgehend die Vorschläge umgesetzt wurden. Der angegebene Reformaktivitäts-Indikator gibt an, in wie vielen Jahren Reformschritte unternommen wurden relativ zur Anzahl der Jahre, in denen die Priorität bestand. Da Reformen unterschiedlich schwer umzusetzen sein können, gibt es einen adjustierten Indikator, der bspw. politisch umstrittene Reformen der Rentenversicherung stärker gewichtet.

Laut dem OECD-Indikator hat Deutschland in den letzten Jahren kaum Reformen umgesetzt, wobei sich das Tempo seit 2009 sogar eher verlangsamt hat. Im Gegensatz dazu hat sich die Reformgeschwindigkeit in der EWU merklich erhöht, und gerade bei den sogenannten GIIPS-Ländern hat es eine dramatische Beschleunigung gegeben, insbesondere laut dem adjustierten Indikator.

Nun gibt es zwei (eng miteinander verbundene) Gründe, aus denen Deutschlands „Schneckentempo“ nicht über zu bewerten ist: 1) Der OECD-Bericht gibt nicht an, wie groß der Reformbedarf überhaupt ist. So hat Deutschland vor allem vor 2005 wichtige Strukturreformen umgesetzt, die auch jetzt noch positive Wirkungen entfalten. Die relative Wachstumsstärke Deutschlands über die letzten Jahre, die sich vermutlich zunächst fortsetzt, deutet in diese Richtung. 2) Die Effekte der vorgeschlagenen Reformen bspw. auf das Wachstum werden nicht bemessen. So dürften die Arbeitsmarkt- und Produktmarkt-reformen bei den GIIPS-Ländern kurzfristig stärkere Wachstumseffekte haben als die weniger umfassenden Vorschläge für Deutschland.

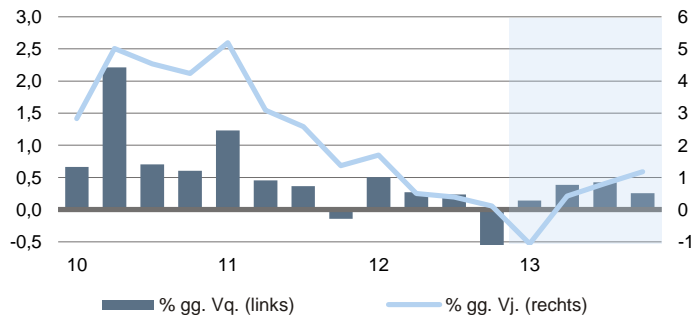
Dennoch: Das nagende Gefühl, dass Deutschland noch Reformpotenzial hat, bleibt. Gerade mit Blick auf den anlaufenden Bundestagswahlkampf und die bislang prominenten Themen scheinen Reformen für eine (dauerhafte) Stärkung des Binnenmarktes nicht sehr hoch auf der politischen Agenda zu stehen. Mit einer Arbeitslosenquote von knapp 7% steht Deutschland im europäischen Vergleich zwar sehr gut da. Aber kann man sich damit zufrieden geben?

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



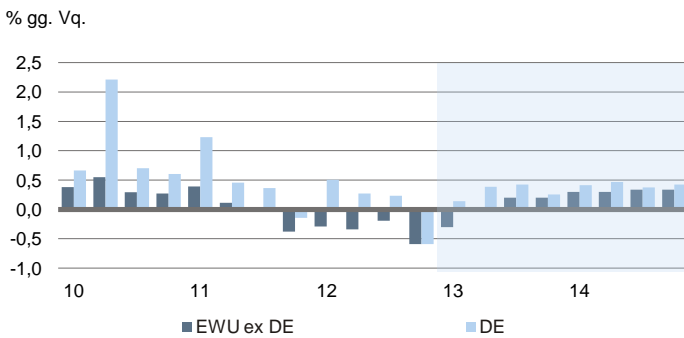
Chartbook: Konjunktur (1)

Entwicklung des realen BIP



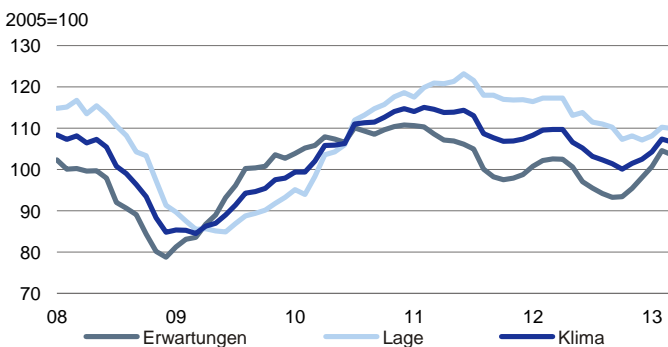
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

BIP Entwicklung: DE vs. EWU



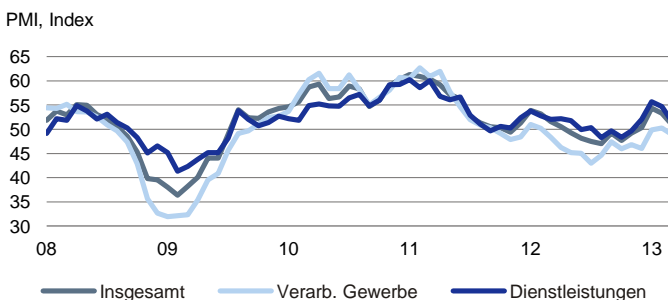
Quelle: Eurostat

Ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt



Quelle: ifo

Einschätzung der Einkaufsmanager



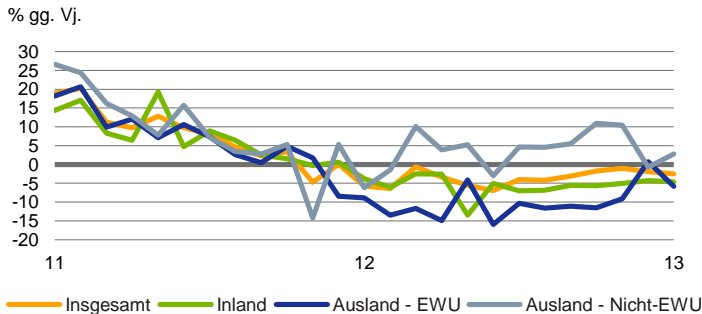
Quelle: Markit

- Mit 0,7% gg. Vj. wuchs das deutsche BIP 2012 deutlich langsamer als noch 2011 (+3,0%). Wir gehen davon aus, das Q4 2012 (-0,6% gg. Vq.) den Tiefpunkt markiert und in Q1 ein leichter BIP-Anstieg folgt. Danach sollte sich das Wachstum beschleunigen (2013 im Schnitt: +0,3%).
- Trotz der Rückgänge des ifo und der PMIs im März befinden sich die Indikatoren auf einem deutlich höheren Niveau als Ende 2012. Dies stützt unsere Prognose eines leicht positiven Wachstums in Q1.
- Das Wachstum dürfte 2013 vom Konsum getragen werden. Dahingegen dämpft der Außenhandel. Auch Investitionen bleiben schwach.
- Trotz der konjunkturellen Abschwächung in 2012 hat sich die deutsche Wirtschaft im Vergleich zu vielen anderen EWU-Ländern, deren BIP stagnierte bzw. sogar schrumpfte, noch gut entwickelt.
- Angesichts des verbleibenden Anpassungsbedarfs in einigen EWU-Ländern dürfte die EWU in H1 2013 in der Rezession verharren und danach auf einen sehr flachen Wachstumspfad einschwenken. Die Wirtschaft ist 2012 um 0,6% geschrumpft. *2013 dürfte das BIP trotz einer erwarteten Erholung im Jahresverlauf erneut schrumpfen (-0,6%).*
- Nach 4 kräftigen Anstiegen zuvor hat der ifo-Index im März einen Dämpfer erhalten. Zwar fielen die Erwartungen moderat und die Geschäftslage leicht. Beide Komponenten blieben aber deutlich über dem Q4-Schnitt. Bislang gehen wir davon aus, dass dies monatliche Schwankungen sind und keine Trendwende markiert.
- Während die Einschätzungen im exportlastigen Verarbeitenden Gewerbe moderat fielen, stützten die inländischen Sektoren Bau und Einzelhandel. Der Großhandel bewertete das Geschäftsklima deutlich negativer. Dessen Antworten sind aber generell recht volatil.
- Die deutschen und europäischen Einkaufsmanagerindizes (PMI) haben im März enttäuscht. Der deutsche Industrie-PMI (48,9) fiel wieder unter die Wachstumsschwelle, da die Bestellungen (48,6) rückläufig waren. Die Produktion wurde nur leicht gedrosselt (49,8).
- Der Index blieb im März (49,7) aber deutlich über dem Q4-Schnitt und deutet auf ein kleines Prod.-minus hin.
- Der PMI im Dienstleistungssektor ging kräftig zurück (51,6 nach 54,7), blieb aber im expansiven Bereich. Zwar dämpften die Neuaufträge und Preisentwicklung; die Erwartungen blieben aber auf hohem Niveau (57,5) und die Beschäftigungskomponente legte stark zu (53).



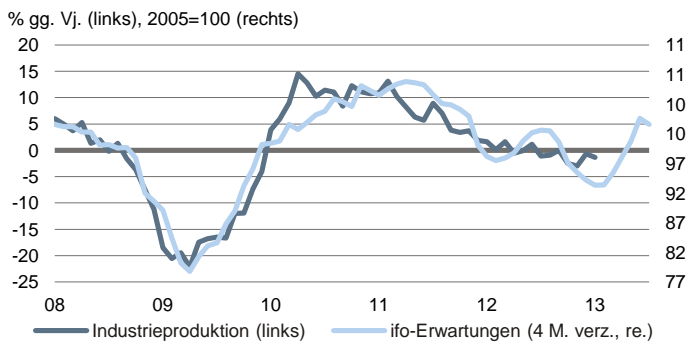
Chartbook: Konjunktur (2)

Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe



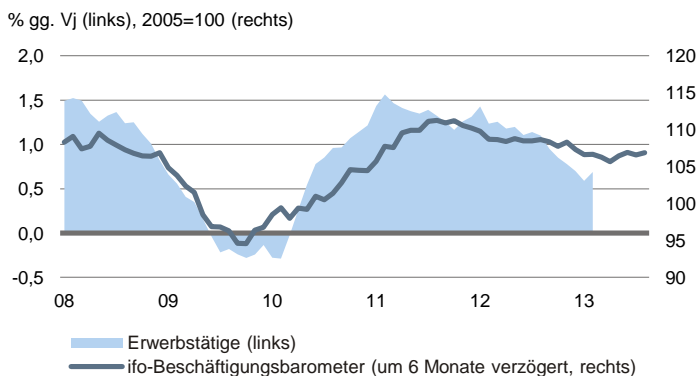
Quelle: Statistisches Bundesamt

Industrieproduktion und ifo-Erwartungen

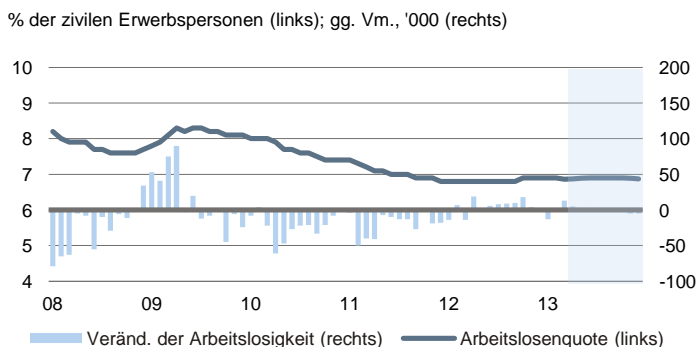


Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Erwerbstätige und ifo-Beschäftigungsbarometer



Arbeitslosigkeit



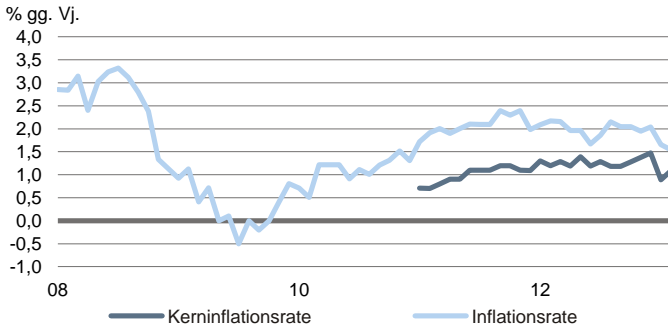
Quelle: Bundesagentur für Arbeit

- Die Nachfrage nach deutschen Gütern hat sich im Januar 2013 unerwartet deutlich eingetrübt. Im Vormonatsvergleich fielen die Bestellungen um 1,9% (Dez.: +1,1%). Auch im Vorjahresvergleich befindet sich das Auftragsniveau im Minus (-2,5% nach zuvor -1,9%).
- Im Januar wurde allerdings die Statistik umgestellt, Revisionen vorgenommen und das chinesische Neujahrsfest könnte für Sondereffekte gesorgt haben. Daher sollte der Auftragsrückgang nicht überbewertet werden.
- Angesichts der Stimmungsdaten, die sich in den letzten Monaten auch in wichtigen Exportmärkten merklich verbessert haben, sollten sich die Aufträge wieder erholen.
- Die Industrieproduktion stagnierte im Januar im Vormonatsvergleich, was auch in etwa zum Einkaufsmanagerindex für Januar (49,8) passte. Im Vormonat stieg die Produktion um 0,6%.
- Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe (-0,2%) fiel nur leicht, vor allem da die Konsumgüterproduzenten deutlich zulegen konnten und damit den Rückgang bei den Investitionsgüterherstellern teilweise ausglich. Der Bau steigerte die Ausbringung deutlich (+3,0%).
- Die Stimmungsindikatoren deuten erst für das zweite Quartal 2013 auf eine bessere Industriekonjunktur hin.
- Das Niveau der Beschäftigung lag im Feb. 0,7% über Vj. und befindet sich mit 41,7 Mio. Personen nahe dem historischen Höchststand. Das Niveau der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten liegt 1,4% über Vj.
- Der Beschäftigungsaufbau hat sich im Jahresverlauf 2012 verlangsamt. Während die Beschäftigung im Januar noch um gut 1,4% gg. Vj. stieg, waren es in Januar 2013 nur noch 0,6% gg. Vj. Im Februar lag das Beschäftigungswachstum gg. Vj. bei 0,7%. Dies könnte ein erstes Anzeichen sein, dass die temporäre Abschwächung der Dynamik am Arbeitsmarkt auslaufen könnte.
- Der Arbeitsmarkt startete gut ins Jahr 2013. Nachdem die Zahl der Arbeitslosen in der zweiten Jahreshälfte 2012 zu steigen begann (im Schnitt um 8 Tsd. im Monat), kam der Anstieg im ersten Quartal 2013 zum Stillstand. Die Arbeitslosenquote lag im März konstant bei 6,9%.
- Frühindikatoren – ifo, PMI, Stellenindex BA-X – deuten auf einen robusten Arbeitsmarkt in den nächsten Monaten hin. Ab Mitte 2013 dürfte sich die Situation auf dem Arbeitsmarkt wieder verbessern.
- Wir erwarten, dass die Arbeitslosenquote im Jahresdurchschnitt 2013 von 6,8% (2012) auf 6,9% ansteigt.



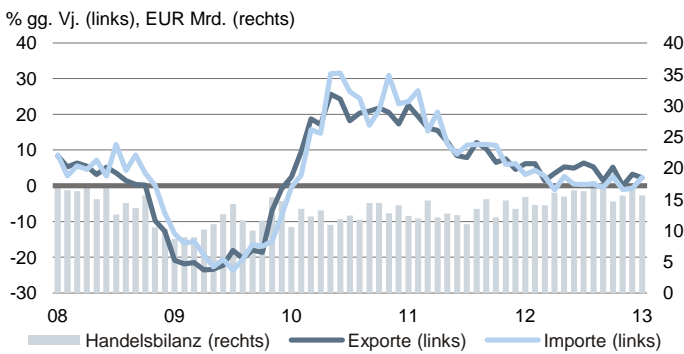
Chartbook: Konjunktur (3)

Inflationsrate und Kerninflationsrate



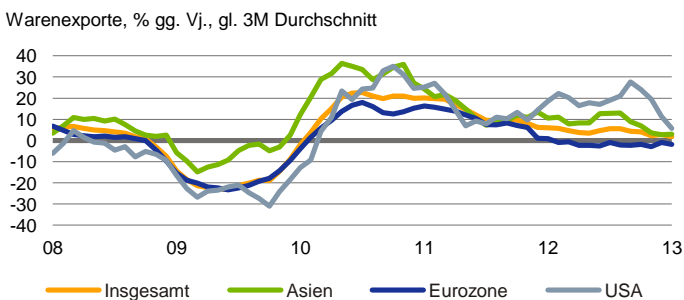
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Warenhandel



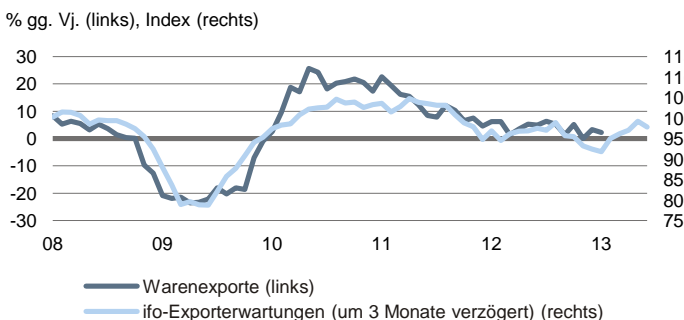
Quelle: Deutsche Bundesbank

Deutsche Warenexporte



Quelle: Deutsche Bundesbank

Exporte & ifo-Exportorerwartungen



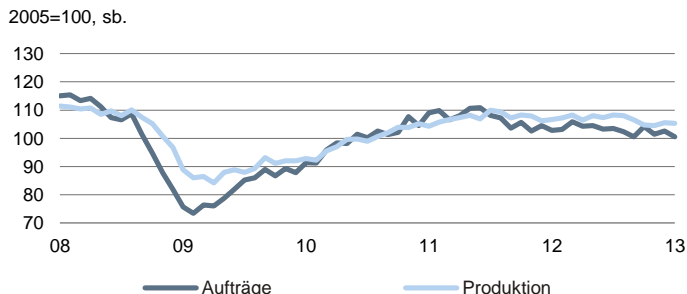
Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo

- Zu Beginn des Jahres hat der Preisauftrieb stark nachgelassen. Nachdem die Inflation 2012 im Schnitt 2,0% betrug, fiel sie im Februar auf 1,5% (Januar: 1,7%).
- Der im Vorjahresvergleich schwächere Preisauftrieb bei Energie und Nahrungsmitteln spielte den Haupttreiber im Februar, während die Kerninflation bei 1,1% lag.
- Angesichts der Import- (-1,6% gg. Vj. im Feb.) und Produzentenpreise (+1,2% gg. Vj. in Feb.) könnte die Inflation in den nächsten Monaten noch etwas sinken und sich dann mit dem anziehenden Wachstum wieder leicht beschleunigen. *Im Jahresdurchschnitt erwarten wir eine Rate von 1,6%.*
- Das Wachstum des Welthandels verlangsamte sich 2012 auf 2,2% nach +5,8% im Jahr zuvor. Auch der deutsche Warenexport entwickelte sich 2012 schlechter als noch 2011 (+3,4% gg. +11,5% zuvor).
- Im Gesamtjahr erzielte Deutschland den nach 2007 zweitgrößten Handelsbilanzüberschuss in Höhe von EUR 188 Mrd. oder 7,1% des BIP. Die Exporte stiegen 2012 um 3,4%; die Importe aber nur um 0,7%.
- Mit einem Plus von 1,4% gg. Vm. im Januar starteten die Exporte gut ins Jahr. Mit +3,1% waren die Importe allerdings stärker, wodurch der Handelsbilanzüberschuss etwas sank (EUR 15,7 Mrd. nach EUR 16,9 Mrd.).
- Seit dem Beginn der Eurokrise ist der Anteil der EWU-Exporte an den gesamten deutschen Exporten um nahezu 10%-Punkte auf zuletzt etwa 38% gefallen (Asien 17% und USA 8%).
- In Folge der Eurokrise und der Rezession in zahlreichen EWU-Ländern sind die Exporte dorthin gg. Vj. rückläufig, wodurch der deutsche Handelsbilanzüberschuss gg. den EWU-Staaten deutlich gesunken ist.
- Mehr als ausgeglichen wird dieser Rückgang bisher aber durch den Anstieg der Exporte nach Asien und in die USA, was 2012 insbesondere durch den Export von Autos getrieben war.
- Die Exporte dürften zunächst schwach bleiben. Darauf deuten die Exporterwartungen hin, die im Oktober 2012 auf ein 40-Monattief gefallen waren und trotz dann deutlicher Anstiege im März auf Höhe des langfristigen Durchschnitts notierten.
- Dagegen dürften die Importe bei einem noch recht hohen Beschäftigungsniveau und realen Einkommenszuwächsen relativ stabil bleiben.
- Der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte dürfte auch im ersten Quartal 2013 negativ bleiben. Im 4. Quartal 2012 senkte er das BIP-Wachstum um 0,8%-Punkte.



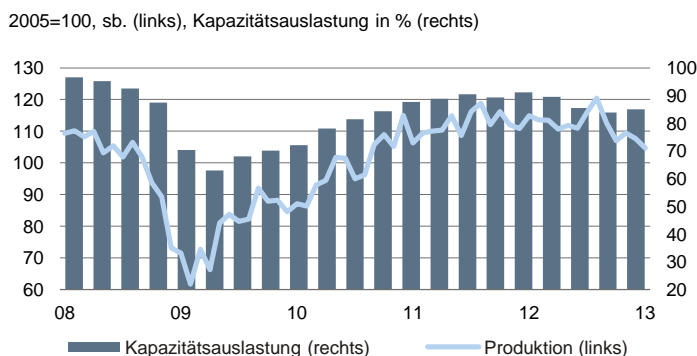
Chartbook: Branchen

Verarbeitendes Gewerbe: Produktion und Aufträge



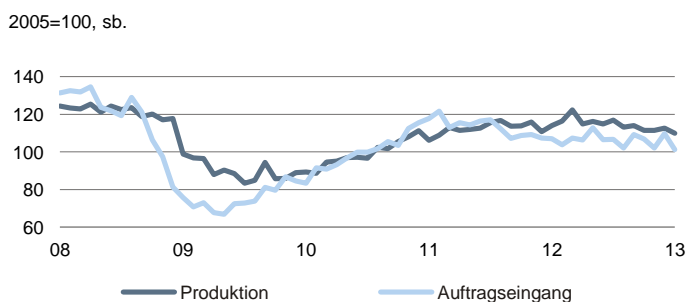
Quelle: Statistisches Bundesamt

Automobilindustrie: Produktion & Kapazitätsauslastung



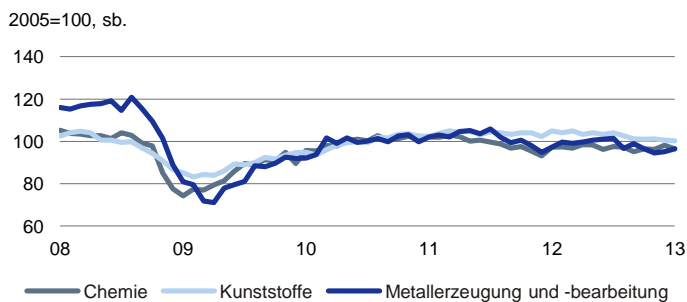
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Maschinenbau: Aufträge und Produktion



Quelle: Statistisches Bundesamt

Produktion: Frühzyklische Branchen



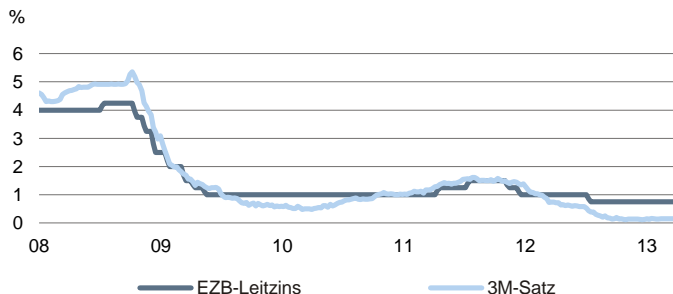
Quelle: Statistisches Bundesamt

- Die reale Produktion des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland ist 2012 um 1,1% gesunken. Vor allem im 4. Quartal lag die Fertigung unter dem Durchschnitt des Gesamtjahres. Für 2013 halten wir eine Stagnation der Produktion für wahrscheinlich.
- Die Auftragseingänge lagen 2012 um 6% unter dem Niveau von 2011. Insbesondere die Aufträge aus der Eurozone gingen stark zurück und zeigen bis zuletzt noch keinen stabilen Aufwärtstrend. Die Bestellungen von außerhalb der Eurozone wirken insgesamt stützend.
- Risiken für die Industrie bestehen in einer Konjunkturabkühlung in wichtigen Exportmärkten.
- Die Produktion in der Automobilindustrie lag im 4. Quartal 2012 spürbar unter dem Durchschnitt des Gesamtjahres. Insgesamt nahm die Produktion im letzten Jahr leicht ab.
- Die Geschäftserwartungen gaben im März deutlich nach, nachdem sie zuvor dreimal in Folge gestiegen waren. Die Kapazitätsauslastung in der Automobilindustrie hat sich Anfang 2013 stabilisiert.
- Auch aufgrund des statistischen Unterhangs erwarten wir für 2013 einen Produktionsrückgang in der Automobilindustrie von real 2%.
- Mit dem Rückgang der Aufträge im Maschinenbau im Verlauf des vergangenen Jahres, zeigte auch die Produktion Schwächen. Im Gesamtjahr 2012 war die Fertigung aber noch um 1,4% gewachsen.
- Die Auftragseingänge im Maschinenbau sendeten zuletzt uneinheitlich Signale. Eine Stabilisierung der Eurozone und eine Wachstumsbeschleunigung in Asien könnten 2013 die Auslandsnachfrage beleben.
- Für 2013 rechnen wir mit einem Rückgang der Produktion im Maschinenbau um 1%. Dabei unterstellen wir im Verlauf von 2013 eine aufwärts gerichtete Produktionsentwicklung, welche den Unterhang aus 2012 ausgleicht.
- In den frühzyklischen Branchen sind noch keine starken Konjunkturimpulse für 2013 zu erkennen.
- In der Chemieindustrie hat sich die Produktion in den letzten Monaten stabilisiert. Ein Rückgang war 2012 jedoch unvermeidlich (-2,8%). 2013 dürfte die Fertigung um 1,5% zulegen.
- Die Produktion in der kunststoffverarbeitenden Industrie stabilisierte sich zuletzt. Zudem sind die Geschäftserwartungen zuletzt in den positiven Bereich zurückgekehrt.
- Die Metallerzeugung sank 2012 zwar um 3,6%, 2013 könnte sie jedoch ein marginales Produktionsplus erzielen.



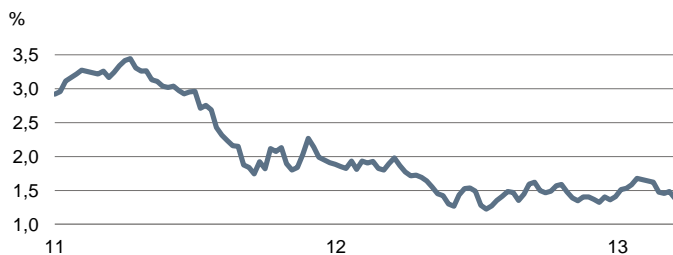
Chartbook: Finanzmärkte (1)

EWU: Leitzins & 3M Satz



Quellen: EZB, Global Insight

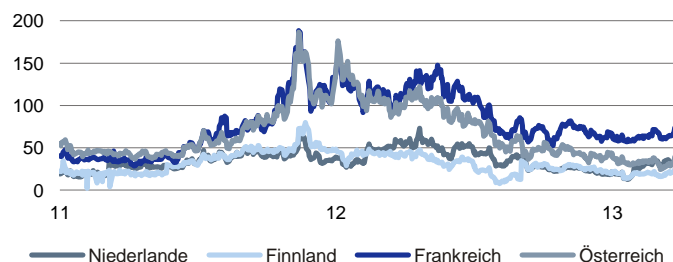
Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände

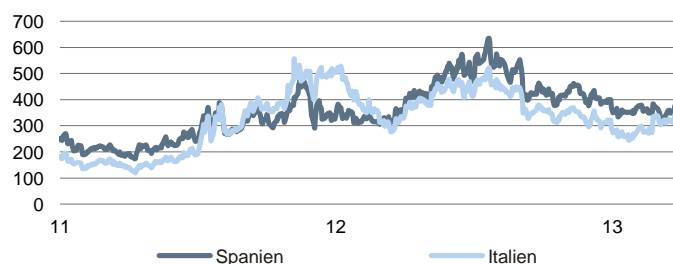
Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände

Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



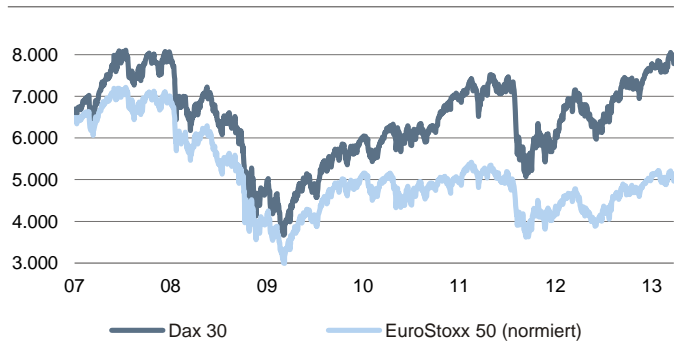
Quelle: Global Insight

- Die EZB dürfte ihren Leitzins (Refi 0,75%) nur dann noch weiter senken, wenn die Konjunktur noch einmal einbricht bzw. heftige Turbulenzen an den Finanzmärkten aufkommen. Nicht zuletzt wegen Rückzahlung bei den LTROs ist die EZB-Bilanz um etwa EUR 454 Mrd. gg. dem Höchststand (29. Juni 2012) geschrumpft. Dies könnte ein erstes Anzeichen für einen – wenn auch passiven – beginnenden Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik sein.
- Die EZB steht weiter bereit unter Konditionalität OMT zu starten und hat damit zur relativen Ruhe an den Märkten (trotz Italien und Zypern) beigetragen.
- Die Kosten besicherter Interbanken-Refinanzierung sind auf Rekordtief von etwa 0,15% p.a. (-0,6%-P. gg. Vj.).
- Die Rendite deutscher Anleihen waren seit Jahresanfang von 1,32% auf zwischenzeitlich 1,70% Ende Januar gestiegen.
- Mit dem politischen Schwebezustand in Italien und den Schwierigkeiten bei den Verhandlungen des Hilfspakets für Zypern sind die Renditen deutscher Anleihen wieder auf momentan 1,27% gesunken.
- Trotz eines Realzinses nahe Null bevorzugen viele Anleger den „sicheren Hafen“ Deutschland, eines der wenigen Länder mit AAA-Rating in Europa.
- Die Intra-EWU-Renditeabstände haben sich durch EZB-Präsident Draghis Ankündigung, dass die EZB alles tun wird, um den Euro zu erhalten (26. Juli) und den klaren politischen Willen insbesondere der Bundesregierung die Eurozone zusammenzuhalten, deutlich verringert.
- Daneben hob EZB Präsident Draghi die Stabilisierung bei den Bankeinlagen in der Peripherie, Kapitalzuflüsse aus dem Ausland und sinkende Target2 Salden als weitere Indizien für eine Defragmentierung hervor.
- Die Renditeabstände von italienischen und spanischen Anleihen haben am deutlichsten auf die in Aussicht gestellte EZB-Intervention (OMT) reagiert.
- Die Spreads sanken seit Anfang September in Spanien um etwa 180 und Italien um etwa 110 Basispunkte.
- Am kurzen Ende (3J), dem Fokus eines OMT-Programms, gingen die Renditeabstände in Spanien um rund 35% und in Italien um etwa 24% zurück.
- Zuletzt sorgten allerdings gestiegene Unsicherheiten im Zusammenhang mit Italien und Zypern für wieder steigende Renditeabstände.



Chartbook: Finanzmärkte (2)

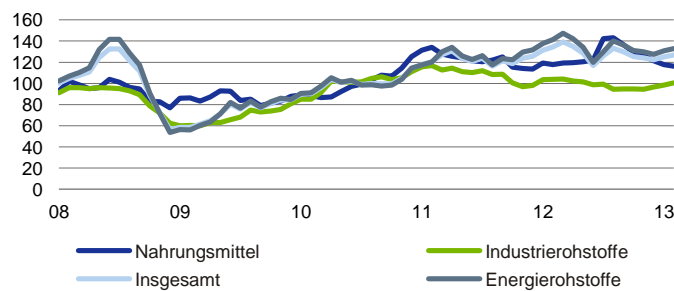
Aktienindizes



Quellen: Global Insight, DB Research

Rohstoffpreise

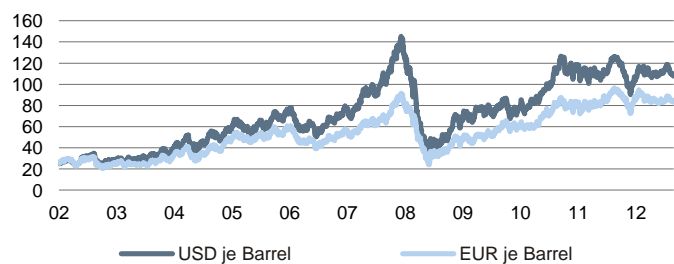
HWWI Index, 2010=100, EUR Basis



Quelle: HWWI

Ölpreis

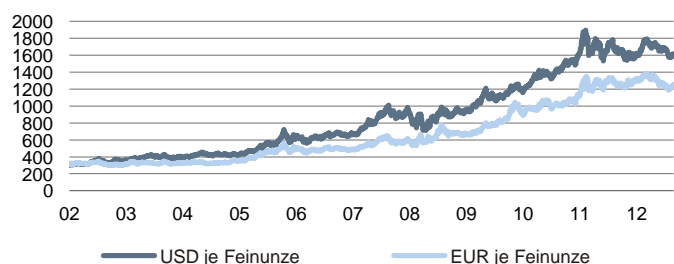
Brent Blend, USD oder EUR je Barrel



Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

Goldpreis

USD oder EUR je Feinunze



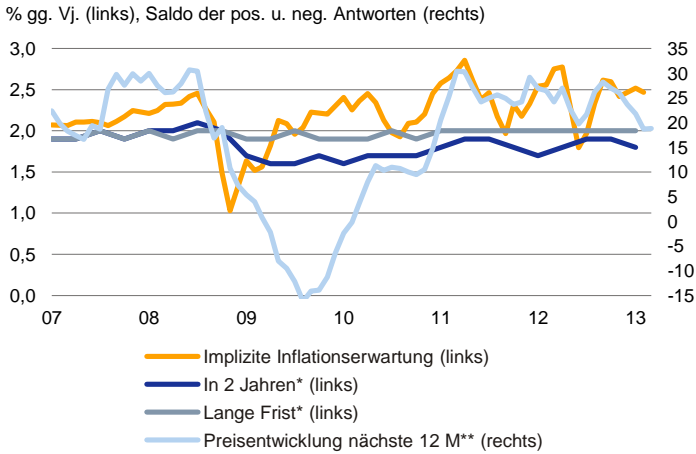
Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

- Derzeit liegt der Dax bei etwa 7.800 Punkten. Die optimistischere Einschätzung der Euro-Schuldenkrise hat den Dax weiter getrieben, nicht zuletzt da es bei teilweise negativen Realzinsen am deutschen Anleihemarkt an Anlagealternativen fehlt. Der Abstand der Dividenden zur Anleiherendite liegt auf hohem Niveau. Zuletzt gab es eine holprige Berg- und Talfahrt, insbesondere nach den Wahlen in Italien und den schwierigen Verhandlungen des Hilfspakets für Zypern.
- Dax seit Beginn der Schuldenkrise relativ zu Aktien im Euroraum mit deutlich besserer Wertentwicklung. Unsere Aktien-Analysten erwarten einen Stand des Dax von 8.000 und des Stoxx 600 von 315 zum Jahresende 2013.
- Rohstoffpreise – insbesondere Industrie und Energierohstoffpreise – dürften in 2013 aufgrund des kräftigeren Wachstums in China – dem größten Rohstoffimporteur – und der moderaten Wachstumsbelegung in den Industrieländern leicht steigen.
- Nahrungsmittelpreise sind in Q3 2012 wegen Dürren (z.B. USA und Osteuropa) deutlich gg. Q2 gestiegen, fielen zuletzt aber wieder recht deutlich. Im Februar 2013 lagen sie fast 20% unter dem Höchststand des vergangenen Jahres.
- Nach einem schwachen Winterhalbjahr, dürfte sich die Nachfrage nach Öl in H2 2013 im Zuge der weltweiten Konjunkturbelegung erhöhen. Zusätzliche preistreibende Wirkungen könnten von der Angebotsseite (z.B. geopolitische Risiken, Iran) ausgehen.
- Insgesamt dürfte der Ölpreis in etwa um sein derzeitiges Niveau schwanken. Zum Ende des Jahres erwarten unsere Rohstoffstrategen einen Ölpreis von USD 115 per Barrel Brent.
- Im Jahresverlauf 2013 dürften die Realzinsen nahe Null, ein schwächerer USD und Goldkäufe von Zentralbanken zur Diversifizierung ihrer Währungsreserven den Goldpreis steigen lassen.
- Unsere Rohstoff-Analysten erwarten eine Notierung von USD 2.000 per Feinunze zum Jahresende. Momentan liegt der Goldpreis bei etwa USD 1.600 per Feinunze.



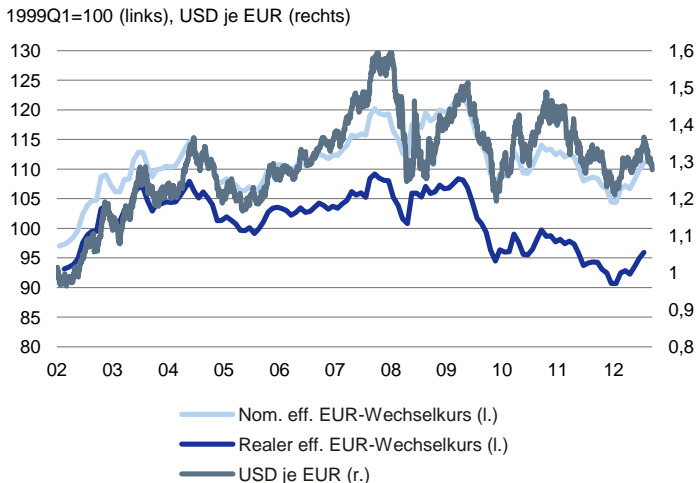
Chartbook: Finanzmärkte (3)

Inflationserwartungen Eurozone



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

Wechselkursentwicklung des Euro



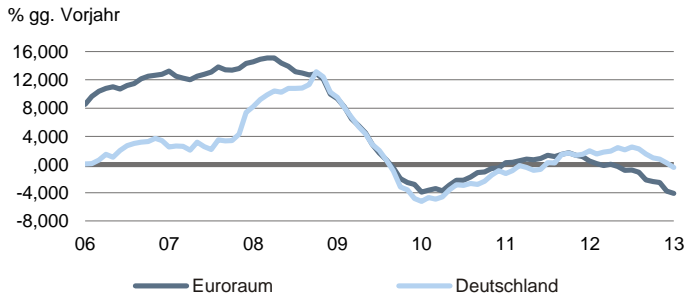
Quellen: EZB, Reuters

- Trotz der öffentlichen Debatte über Inflationsgefahren, erwarten die von der EZB befragten privaten Prognostiker keinen Anstieg der Inflation. Ihre Erwartungen über die Inflationsrate (EWU) in 2 Jahren fielen zuletzt leicht auf 1,8%. Unverändert wird in 5 Jahren eine Inflationsrate von 2,0% erwartet.
- Die aus der Differenz 10-jähriger nomineller deutscher Staatsanleihen und der Rendite inflationsgeschützter Anleihen berechnete Inflationserwartung für die nächsten 10 Jahre schwankt seit Anfang 2011 zwischen 2 und gut 2 ½%.
- Allerdings dürfte diese „implizite Inflationserwartung“ verzerrt sein. Zum einen ist der derzeitige Realzins nahe Null ökonomisch nur schwer zu erklären. Zum anderen sind die Anleiherenditen durch massive Käufe einiger großer Zentralbanken und bestehender „safe haven“-Käufe wohl nach unten verzerrt.
- Der Euro stieg seit dem Tief Mitte des Jahres 2012 bis Anfang Februar um 13% auf EUR/USD 1,37. Dies ging auf die deutliche Reduktion des Extremrisikos eines Auseinanderbrechens der Eurozone und der damit verbundenen Reduktion der Kapitalflucht, Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos der Eurozone und die expansivere Geldpolitik der Fed relativ zur EZB sowie die Unsicherheit über die Lösung der fiskalischen Probleme in den USA zurück.
- In Folge der Unsicherheiten in Italien und Zypern sowie der relativ starken US-Konjunkturzahlen wertete der Euro seit dem Hoch im Februar um 5% ab und notiert aktuell bei einem EUR/USD Kurs von 1,28.
- Unsere Wechselkursstrategen erwarten einen EUR/USD Kurs von 1,26 in 3 Monaten.
- In H2 2013 dürfte sich das Wachstum der USA auf etwa 3% erhöhen und für einen stärkeren USD sorgen – unsere Strategen rechnen mit einem EUR/USD Kurs von 1,23 in 6 Monaten. Und sehen die aktuelle USD-Stärke als Beginn eines mehrjährigen USD-Aufwertungszyklus.



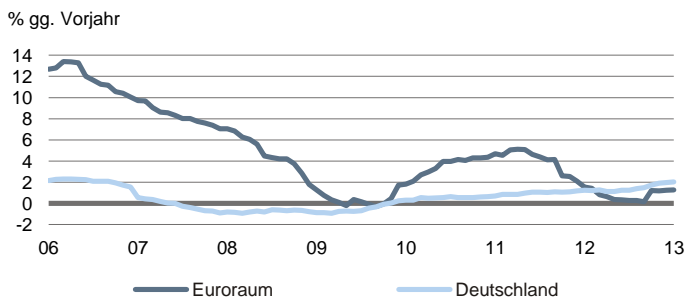
Chartbook: Finanzmärkte (4)

Kredite an Unternehmen



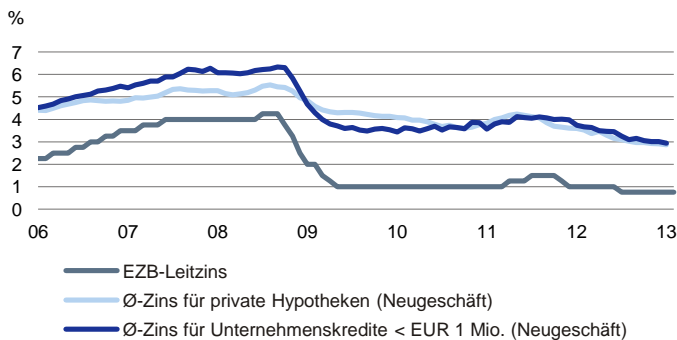
Quellen: EZB, DB Research

Privates Hypothekenvolumen



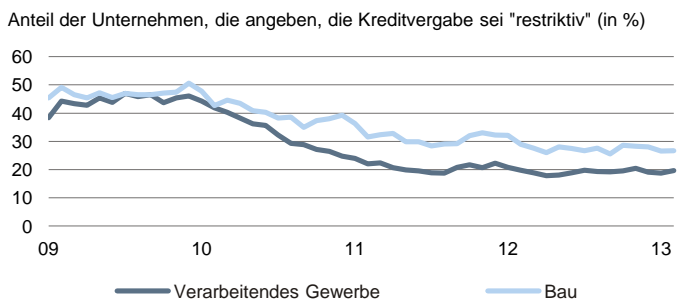
Quellen: EZB, DB Research

Zinsen für Kredite



Quellen: EZB, Bundesbank

Kredithürde



Quelle: ifo

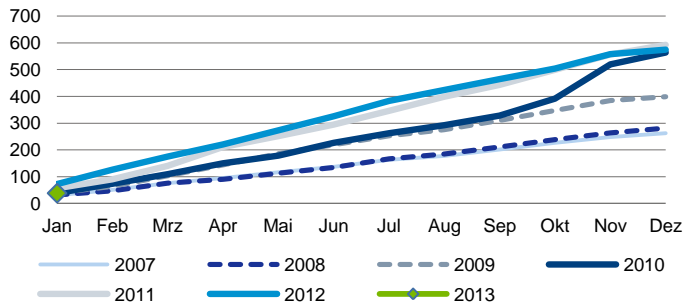
- Wachstum der Unternehmenskredite in Deutschland schwächte sich im letzten Quartal 2012 weiter ab und sank im Januar auf -0,4%.
- Damit liegt Deutschland zwar immer noch deutlich über dem Durchschnitt des Euroraums, dennoch schlägt sich die seit sechs Quartalen rückläufige Investitionstätigkeit in Kreditvolumen nieder. Teilweise auch Substitution durch Anleiheemission.
- Im Euroraum zuletzt nochmals beschleunigter Rückgang des Kreditvolumens: -4,1% gg. Vorjahr im Jan., bedingt durch anhaltendes Deleveraging und Schwierigkeiten in Krisenländern.
- Im zweiten Halbjahr 2012 leichte Beschleunigung des Hypothekarkreditwachstums in Deutschland; im Januar stieg das Kreditvolumen um rund 2% gg. Vorjahr und erreicht damit fast Zuwächse der Vorkrisenperiode.
- Niedriges Zinsniveau und in Teilen positive Erwartungen an den Immobilienmärkten wirkten sich bisher nur begrenzt auf die Kreditnachfrage aus, da Investitionen zum Teil durch Portfolioumschichtungen finanziert werden.
- Nach wie vor höheres Hypothekarkreditwachstum in Deutschland als in EWU; der zuletzt sprunghafte Anstieg in EWU vor allem bedingt durch Einbruch in der 2. Jahreshälfte 2011 (Basiseffekt).
- Zinssätze für Unternehmens- und Hypothekarkredite im Januar weiterhin auf historisch niedrigem Stand.
- Das niedrige Zinsniveau senkt Refinanzierungskosten der Banken, was wiederum auch an Kunden weitergegeben wird.
- Unternehmen schätzen Kreditvergabe weiter als unproblematisch ein.
- Im Februar leichter Anstieg des Anteils der Unternehmen, die die Kreditvergabe als restriktiv einstufen; bei Industrieunternehmen: +1 Prozentpunkt gg. Vormonat; Bauunternehmen +0,1 Prozentpunkte.
- Im historischen Vergleich sehr geringe Kredithürde sowohl für das Baugewerbe als auch das verarbeitende Gewerbe.



Chartbook: Finanzmärkte (5)

Emission von Staatsanleihen

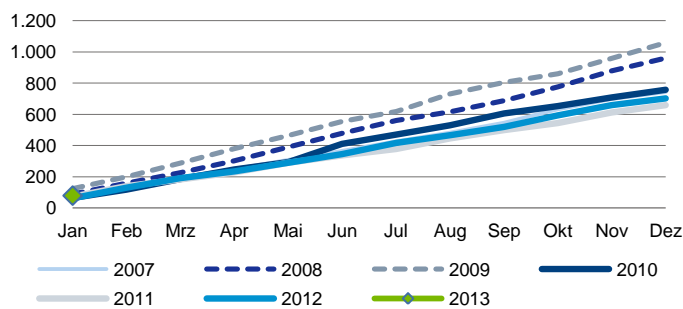
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Emission von Bankanleihen

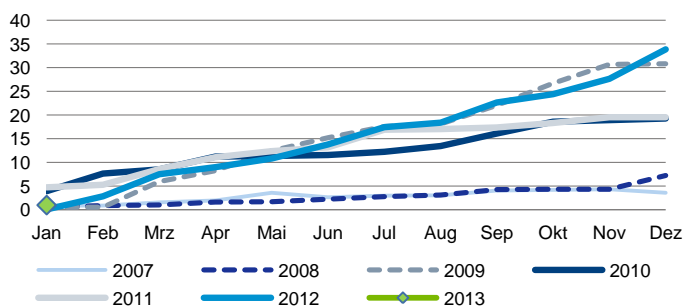
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Emission von Unternehmensanleihen

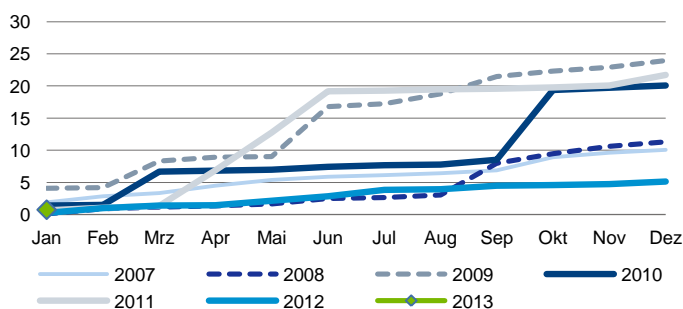
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Emission von Aktien

Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

- Wie bereits Ende letzten Jahres, weiterhin schwache Emissionstätigkeit des Bundes und der Länder: Bruttoemissionen im Januar 2013 bei EUR 38 Mrd.
- Günstige Kassenlage des Bundes und relativ niedriges Plandefizit haben Neufinanzierungsbedarf der öffentlichen Hand sinken lassen.
- Inkrafttreten einer EWU-weiten Regelung: Seit Januar 2013 werden Anleihen des Bundes mit einer Laufzeit von mindestens 1 Jahr mit Umschuldungsklauseln (CAC) begeben.

- Nach schwacher Emissionstätigkeit im Dezember, Emissionsvolumen von Bankanleihen im Januar 2013 wieder gestiegen. Mit knapp EUR 80 Mrd. leicht über langjährigem Monatsdurchschnitt.
- Weiterhin komfortable Refinanzierungssituation der Banken in Deutschland.
- In den vergangenen Jahren Bedeutungsverlust von Pfandbriefen und klassischen Bankschuldverschreibungen; Wachstum nahezu ausschließlich bei Anleiheemissionen durch öffentlich-rechtliche Förderbanken.

- Im Januar 2013 mit EUR 1 Mrd. relativ schwache Anleiheemission nicht-finanzieller deutscher Unternehmen in Deutschland. Finanzierungsbedarf in den Vormonaten bereits weitgehend gedeckt (Dezember 2012: EUR 6,2 Mrd.).
- Nach wie vor jedoch sehr vorteilhaftes Umfeld für die Emission von Unternehmensanleihen: allgemein niedriges Zinsniveau, geringe Risikoaufschläge und search for yield auf Seiten der Investoren.

- Markt für Unternehmensanleihen wächst nach wie vor schneller als der für Unternehmenskredite.

- Leichte Belebung der Aktienemissionen in Deutschland: EUR 0,7 Mrd. Bruttoemissionen im Januar im Vergleich zu 0,4 Mrd. im Dezember 2012.

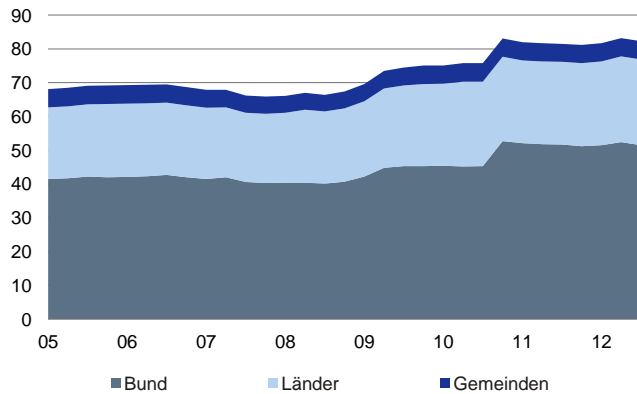
- Nach wie vor unterdurchschnittliche Emissionstätigkeit trotz günstigen Marktumfelds.
- Unternehmen decken Eigenmittelbedarf vorzugsweise intern bzw. haben insgesamt geringen Eigenmittelbedarf.



Chartbook: Wirtschaftspolitik

Verschuldung des Staates

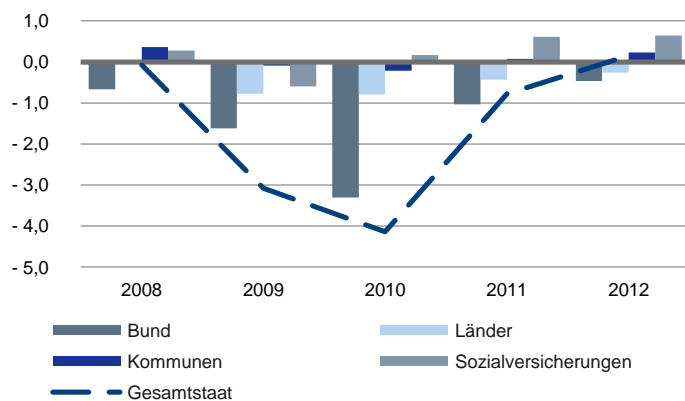
in % des BIP, Maastricht-Abgrenzung, Quartalswerte



Quellen: Deutsche Bundesbank, DB Research

Defizite Bund, Länder Kommunen und Sozialversicherungen

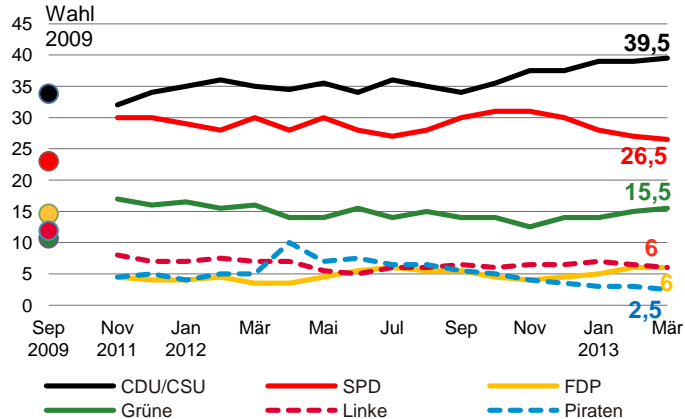
in % des BIP, Maastricht/VGR Abgrenzung



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Deutscher Bundestag, wenn morgen gewählt würde

Wahl- bzw. Umfrageergebnisse, %



Quelle: IfD Allensbach

- Der Schuldenstand war bis Ende 2010 kräftig auf fast 83% des BIP gestiegen. Davon sind fast 13%-Punkte auf Finanzmarktstützungsmaßnahmen sowie Maßnahmen im Rahmen der europäischen Rettungsmechanismen zurückzuführen.
- Wegen des kräftigen BIP-Wachstums und der Verwertung/Abbau von Finanzaktiva war der Schuldenstand bis zum 1. Quartal 2012 auf gut 81% gefallen. Angesichts der Verwertung und zumindest temporär neu hinzukommender Aktiva im Rahmen der Ersten Abwicklungsanstalt ist der Schuldenstand Schätzungen zufolge Ende 2012 wieder auf knapp 82% gestiegen. Der Anstieg der Verschuldung ist in erster Linie bei den Ländern festzustellen. Beim Bund ist der Verschuldungsgrad zuletzt (Q3) leicht gefallen.
- In Deutschland hat der Gesamtstaat (in Maastricht Abgrenzung) mit 0,2% des BIP erstmals seit 2007 wieder einen Überschuss erzielt. Seit der Wiedervereinigung war dies damit erst zum dritten Mal der Fall. 2012 hat dabei die verbesserte Finanzlage von Kommunen und Sozialversicherungen das Defizit von Ländern und Kommunen leicht mehr als ausgeglichen. Bund und Länder konnten ihre Defizite gegenüber 2011 jeweils in etwa halbieren.
- Das durch die Schuldenbremse vorgegebene maximal zulässige strukturelle Defizit von 0,35% des BIP konnte der Bund im vergangenen Jahr nach vorläufigen Berechnungen bereits im vergangenen Jahr einhalten.
- Das Gros der Meinungsumfragen zeigt weiterhin keine klaren Bewegungen, v.a. nicht für die beiden großen Parteien. Die CDU schwankt um die Marke von 40%. Die SPD bewegt sich im Bereich von 24% bis 29%. Bei den meisten Meinungsforschungsinstituten liegen die Regierungsparteien, Union und FDP, und die Herausforderer von der Opposition, SPD und Grüne, mehr oder minder gleich auf. Besonders im rot-grünen Lager besteht die Tendenz, dass Gewinne/Verluste einer Partei, etwa der SPD, durch Verluste/Gewinne der anderen, d.h. der Grünen, kompensiert werden. Allerdings hat die FDP bei mehreren Umfragen in jüngerer Zeit die 5%-Hürde übersprungen. Die meisten Deutschen wollen Angela Merkel weiterhin als Kanzlerin. Ihre hohen Popularitätswerte sind zuletzt indes etwas gefallen. Zudem sind die Wähler wenig begeistert über eine Fortsetzung der gegenwärtigen CDU/FDP Regierung.



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
4. April	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
11./12. April	ECOFIN und Eurogruppe in Irland	U.a. siebte bzw. neunte Beratung des Fortschrittsberichts zu Portugal bzw. Irland. Gespräche zur fiskalpolitischen Koordinierung.
14. April	Außerordentlicher Parteitag der SPD	Beratung und Beschluss des Regierungsprogramms.
18./19. April	Treffen der G20-Finanzminister und Notenbankgouverneure in Washington	Beratung zur Lage der Weltwirtschaft und des internationalen Finanzsystems.
19.-21. April	Frühjahrstagung von IWF und Weltbank in Washington	Debatte über Lage der Weltwirtschaft und an internationalen Finanzmärkten.
26.-28. April	Bundesdelegiertenkonferenz Bündnis90/Die Grünen in Berlin	Debatte und Beschluss über Bundestagswahlprogramm.
Anfang Mai	Europäische Kommission	Veröffentlichung der BIP-Frühjahrsprognosen.
2. Mai	Sitzung des EZB-Rates in Bratislava	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
4./5. Mai	Außerordentlicher Bundesparteitag der FDP	U.a. Verabschiedung des Wahlprogramms.
6.-8. Mai	Arbeitskreis Steuerschätzung	Gegenüber Herbstprognose leichte Abflachung des prognostizierten Anstiegswinkels der Steuereinnahmen für 2013 (+3%) und darüber hinaus zu erwarten.
10./11. Mai	Treffen der G7-Finanzminister und -Notenbankgouverneure in Buckinghamshire/London	Debatte über Lage der Weltwirtschaft und an internationalen Finanzmärkten.
13./14. Mai	ECOFIN und Eurogruppe in Brüssel	Beratung der wirtschaftlichen Lage im Eurogebiet (Basis Frühjahrsprognose der Kommission) einschließlich Makro-Ungleichgewichte.
22./23. Mai	Europäischer Rat in Brüssel	Informelles Treffen der Staats- und Regierungschefs.
Ende Mai	Sitzung des Stabilitätsrates	
6. Juni	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
17./18. Juni	G8-Gipfel in Großbritannien	Schwerpunkte der britischen Präsidentschaft: Stärkung des Wachstums der Weltwirtschaft, Liberalisierung des int. Handels, Maßnahmen gegen Steuervermeidung u.a.
20./21. Juni	ECOFIN und Eurogruppe in Luxemburg	U.a. dritte bzw. achte bzw. zehnte Beratung des Fortschrittsberichts zu Griechenland bzw. Portugal bzw. Irland; dritter Bericht zum Programm für spanischen Finanzsektor; (möglicherweise) Erweiterung des Eurogebietes (Lettland)
27./28. Juni	Europäischer Rat in Brüssel	Länderspezifische wirtschaftspolitische Empfehlungen

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
2. Apr 2013	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Mär	0,5 (1,5)	0,6 (1,5)
5. Apr 2013	12:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Feb	1,5	-1,9
8. Apr 2013	12:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Feb	0,5	0,0
9. Apr 2013	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Feb	14,6	15,6
9. Apr 2013	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Feb	1,8 (3,2)	1,3 (2,2)
9. Apr 2013	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Feb	3,7 (3,1)	3,3 (2,3)
23. Apr 2013	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Apr	48,5	48,9
23. Apr 2013	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Apr	51,5	51,6
24. Apr 2013	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Apr	106,5	106,7
28. Apr 2013	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Mär	0,2 (-2,0)	0,3 (-1,6)
29. Apr 2013	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Mär	-0,5	0,4
30. Apr 2013	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Apr	6,9	6,9
15. Mai 2013	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q1 2013	0,1	-0,6

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

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	0-0,25	0-0,1	0,75	0,50	0,00	1,00	0,30	1,50	3,25	5,00	0,05
3M	0-0,25	0-0,1	0,75	0,50	0,00	1,00	0,30	1,50	3,25	4,25	0,05
6M	0-0,25	0-0,1	0,75	0,50	0,00	1,00	0,40	1,50	3,25	3,50	0,05
12M	0,10	0,10	0,75	0,50	0,00	1,25	0,50	1,75	3,25	3,50	0,05

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,28	0,25	0,21	0,51
3M	0,35	0,30	0,25	0,51
6M	0,35	0,30	0,25	0,52
12M	0,35	0,30	0,35	0,60

10J Staatsanleihen

	Renditen, %				Renditeabstände gg. EWU, %-Punkte			
Aktuell	1,83	0,53	1,24	1,73	-0,53	0,53	0,19	0,90
3M	2,25	0,70	1,65	2,25	-0,90	0,25	0,25	0,65
6M	2,50	0,80	1,75	2,45	-0,65	0,20	0,30	0,70
12M	3,00	0,90	2,00	2,90	-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	1,28	94,15	0,85	1,51	1,22	8,28	7,45	7,44	4,17	304,12	25,81
3M	1,26	96,00	0,87	1,45	1,25	8,20	7,46	7,30	4,10	292,00	25,20
6M	1,23	98,00	0,86	1,43	1,25	8,00	7,46	7,20	4,06	280,00	25,20
12M	1,20	100,00	0,85	1,41	1,25	7,80	7,46	7,10	4,00	280,00	25,03

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

	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	Q1 2013	Okt 2012	Nov 2012	Dez 2012	Jan 2013	Feb 2013	Mrz 2013
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	109,2	107,2	102,3	101,4	106,1	100,1	101,5	102,5	104,3	107,4	106,7
ifo Geschäftserwartungen	101,9	100,1	94,3	95,6	103,0	93,4	95,4	98,1	100,7	104,6	103,6
PMI Composite	52,9	49,3	47,9	49,1	52,9	47,7	49,2	50,3	54,4	53,3	51,0
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	104,3	102,5	96,4	95,1	101,1	94,3	94,6	96,3	99,1	102,4	101,9
PMI Verarbeitendes Gewerbe	49,9	45,5	45,0	46,3	49,7	46,0	46,8	46,0	49,8	50,3	48,9
Produktion (% gg. Vp.)	-0,1	0,1	0,4	-2,4		-1,5	-0,5	0,6	0,0		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-0,3	0,1	-1,8	0,6		3,7	-2,6	1,1	-1,9		
Grad der Kapazitätsauslastung	85,1	84,9	83,7	82,1	82,9						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	-2,9	2,6	0,5	-2,3		-1,2	1,1	-6,5	-0,2		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	9,2	-5,6	-1,5	2,1		22,5	-20,6	0,8	9,9		
ifo Bauhauptgewerbe	123,1	120,0	118,1	117,6	125,7	115,8	118,3	118,8	122,7	127,1	127,3
Dienstleistungen											
PMI Dienstleistungen	52,9	51,3	49,4	50,0	54,0	48,4	49,7	52,0	55,7	54,7	51,6
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	-0,3	-1,1	-7,9	-10,0	-6,5	-9,3	-10,2	-10,4	-7,6	-6,4	-5,4
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,7	1,0	-0,9			-0,9	1,0				
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	1,3	0,2	-7,0	-6,2		0,5	-3,5	-16,4	0,0	-10,5	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	0,0	0,7	-1,2	1,8		6,3	-4,7	1,6	-3,0		
Exporte (% gg. Vp.)	2,1	1,5	1,3	-2,0		0,1	-2,2	0,2	1,3		
Importe (% gg. Vp.)	1,1	-0,2	0,2	-0,8		2,8	-3,8	-1,5	3,3		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	43,5	47,9	50,8	47,1		14,7	15,6	16,9	15,6		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,8	6,8	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-32,3	14,7	21,7	30,3	-7,3	18,0	4,0	0,0	-13,0	0,0	13,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,4	1,2	1,1	0,8		0,9	0,8	0,7	0,6	0,7	
ifo Beschäftigungsbarometer	108,5	107,8	106,5	106,3		105,6	106,4	106,9	106,6	106,9	
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	2,4	2,1	2,1	2,0		2,1	1,9	2,0	1,9	1,8	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,3	1,4	1,2	1,3		1,2	1,2	1,5	1,1	1,3	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	3,3	2,0	1,4	1,5		1,5	1,4	1,5	1,7	1,2	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-9,6	-7,8	-4,5	0,7		-0,3	1,5	1,1	-3,7	-2,7	
Ölpreis (USD)	118,4	108,2	109,7	110,1		111,8	109,2	109,4	113,1	116,3	
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	28,3	25,0	27,0	31,2	26,6	31,2	31,2	31,2	27,6	26,5	25,6
EC Unternehmensumfrage	10,0	6,4	0,8	2,9	3,7	2,1	2,1	4,6	5,4	3,2	2,5
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	2,1	2,9	3,3	3,0							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,3	2,4	2,5	2,7							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	1,8	3,2	3,5	4,0							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	6,9	7,0	6,8	6,0		9,2	8,2	6,0	6,1		
Trend von M3						8,1	7,8	6,8	6,1		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	2,1	0,7	0,6	-0,4		-0,2	-0,6	-0,4	-0,3		
Kredite an öffentliche Haushalte	13,5	22,0	10,4	13,5		12,1	4,3	13,5	-5,4		

% 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.

- ▶ **Wieder die Insel der Glückseligen?**
(Research Briefing – Konjunktur) 12. März 2013
- ▶ **Tiefpunkt (wohl) durchschritten**
(Aktuelle Themen) 1. März 2013
- ▶ **„Währungskrieg“ und pazifistische Europäer**
(Research Briefing – Konjunktur) 18. Februar 2013
- ▶ **Langsam aufwärts in 2013**
(Aktuelle Themen) 28. Januar 2013
- ▶ **BIP-Prognosen - mit Vorsicht zu handhaben**
(Research Briefing – Konjunktur) 18. Dezember 2012
- ▶ **Deutsche Konjunktur am Wendepunkt?**
(Aktuelle Themen) 3. Dezember 2012
- ▶ **BIP-Prognose 2013: Nur noch 1/4%**
(Research Briefing – Konjunktur) 15. November 2012
- ▶ **Eurokrise bringt Wirtschaft im Winterhalbjahr zum Stillstand**
(Aktuelle Themen) 1. November 2012
- ▶ **Herbst ... die Prognosen fallen**
(Research Briefing – Konjunktur) 15. Oktober 2012

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:
Deutsche Bank Research
Marketing
60262 Frankfurt am Main
Fax: +49 69 910-31877
E-Mail: marketing.dbr@db.com

Schneller via E-Mail:
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