



# Ausblick Deutschland

So weit, so gut

2. Mai 2014

## Autoren

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

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

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

## Editor

Stefan Schneider

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

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

## Inhaltsverzeichnis

	Seite
Prognosetabellen.....	2
Privater Konsum 2014: Mit +1,2% weiter Fundament des Wachstums. ....	3
Die Null muss stehen – Bundeshaushalt soll ab 2015 ohne neue Schulden auskommen. ...	12
Grafik des Monats.....	16
Chartbook.....	17
Eventkalender.....	24
Datenkalender.....	25
Finanzmarktprognosen.....	25
Datenmonitor.....	26

**Privater Konsum 2014: Mit +1,2% weiter Fundament des Wachstums.** Der Abschluss in der Chemieindustrie hat zwar mit einem Lohnplus von 3,7% ein Zeichen gesetzt. Auch der öffentliche Dienst erreichte mit 3% ein sehr ordentliches Plus. Die Gewerkschaften dürften aber für die übrigen rund 10 Mio. Beschäftigten, deren Tarifverträge 2014 auslaufen, jedoch kaum ähnlich hohe Abschlüsse wie in der Chemie erzielen können. Dennoch werden die Tariflöhne im Jahresdurchschnitt 2014 mit +2,6% wohl stärker steigen als im Vorjahr (2,2%). Bei einer anhaltend kräftigen Beschäftigungszunahme und einem leichten Plus bei den Arbeitsstunden dürften die verfügbaren Einkommen im laufenden Jahr um 2,5% steigen, auch wenn sich die monetären Sozialleistungen sowie die Einkommen aus selbständiger Arbeit und Vermögen nur unterdurchschnittlich entwickeln. Dies ermöglicht aufgrund der niedrigeren Inflation einen Anstieg der realen Konsumausgaben von 1,2% (mit der Chance auf ein leicht höheres Plus), so dass der Konsum weiter das Fundament des gesamtwirtschaftlichen Wachstums bildet.

**Die Null muss stehen – Bundeshaushalt soll ab 2015 ohne neue Schulden auskommen.** Ab 2015 plant die Bundesregierung mit ausgeglichenem Haushalt ohne Nettokreditaufnahme. Strukturell wird der Bundeshaushalt bereits dieses Jahr einen Überschuss ausweisen. Die im Zuge der Koalitionsverhandlungen beschlossenen Mehrausgaben sind – zumindest in dieser Legislaturperiode – durch höhere Einnahmen, Auflösung von Reserven sowie Verschiebungen zwischen dem Bundeshaushalt und den Sozialversicherungen ohne neue Kredite finanzierbar. Beitragszahler werden spätestens in der nächsten Legislaturperiode deutlich höher belastet werden. Haushaltsrisiken ergeben sich durch höhere Zinsen und eine schwächere Konjunkturlage, da hierfür im Haushalt kaum Reserven vorhanden sind, aber auch mögliche Mehrausgaben durch nötige Anpassungen von Existenzminimum (Grundfreibetrag) und Kinderfreibetrag oder auch notwendige Aufstockung der Infrastrukturausgaben. Haushaltsüberschüsse, die angesichts der guten Konjunkturlage und der breiten Mehrheit der Großen Koalition möglich und mit Blick auf die ab Ende der Dekade spürbaren demographischen Belastungen notwendig gewesen wären, sind den Partikularinteressen der Koalitionäre zum Opfer gefallen.



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

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

	2011					2012					2013					2014				
	2011	2012	2013	2014P	2015P	2011	2012	2013	2014P	2015P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P		
BIP	3,3	0,7	0,4	1,5	2,0	3,3	0,7	0,4	1,5	2,0	0,0	0,7	0,3	0,4	0,5	0,2	0,4	0,4		
Privater Konsum	2,3	0,8	0,9	1,2	1,5	2,3	0,8	0,9	1,2	1,5	0,3	0,6	0,2	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,5		
Staatsausgaben	1,0	1,0	0,7	1,0	0,4	1,0	1,0	0,7	1,0	0,4	0,2	-0,4	1,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2		
Anlageinvestitionen	6,9	-2,1	-0,7	4,2	3,5	6,9	-2,1	-0,7	4,2	3,5	-1,4	1,2	1,3	1,4	1,4	0,9	1,0	0,9		
Ausrüstungen	5,8	-4,0	-2,4	5,2	5,1	5,8	-4,0	-2,4	5,2	5,1	-1,4	0,5	0,1	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5		
Bau	7,8	-1,4	0,1	4,5	2,8	7,8	-1,4	0,1	4,5	2,8	-1,5	1,7	2,1	1,4	1,3	0,5	0,5	0,5		
Lager, %-Punkte	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,1	0,0	-0,8	0,4	0,0	0,1	0,0		
Exporte	8,0	3,2	0,8	5,8	6,8	8,0	3,2	0,8	5,8	6,8	-1,0	2,4	0,2	2,6	0,9	1,4	1,2	1,5		
Importe	7,4	1,4	0,9	6,5	7,1	7,4	1,4	0,9	6,5	7,1	-0,5	1,9	0,8	0,6	2,0	2,0	2,0	1,8		
Nettoexport, %-Punkte	0,7	0,9	0,0	0,1	0,4	0,7	0,9	0,0	0,1	0,4	-0,3	0,3	-0,3	1,1	-0,4	-0,2	-0,3	-0,1		
Konsumentenpreise*	2,1	2,0	1,5	1,2	1,5	2,1	2,0	1,5	1,2	1,5	1,5	1,5	1,6	1,3	1,2	1,2	1,1	1,2		
Arbeitslosenquote, %	7,1	6,8	6,9	6,6	6,4	7,1	6,8	6,9	6,6	6,4	6,9	6,9	6,8	6,9	6,7	6,6	6,5	6,5		
Industrieproduktion	7,4	-0,4	0,0	4,1	3,0	7,4	-0,4	0,0	4,1	3,0										
Budgetsaldo, % BIP	-0,8	0,1	0,0	0,1	0,1	-0,8	0,1	0,0	0,1	0,1										
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	80,0	81,0	78,4	76,0	73,3	80,0	81,0	78,4	76,0	73,3										
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,8	7,4	7,5	7,5	7,3	6,8	7,4	7,5	7,5	7,3										
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	178	199	206	212	212	178	199	206	212	212										

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



Die Einkommensrechnung der VGR

Die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte betragen 2013 fast EUR 1.720 Mrd. Sie speisen sich aus drei Hauptquellen: 1. den Einkommen aus unselbständiger Arbeit (Arbeitnehmerentgelt), 2. den öffentlichen und privaten Transferleistungen (monetären Sozialleistungen) und 3. den Einkommen aus selbständiger Arbeit und Vermögen.

- Die Einkommen aus unselbständiger Arbeit, die Arbeitnehmerentgelte, erreichten 82% der verfügbaren Einkommen. Sie umfassen sämtliche Leistungen, die abhängig beschäftigte Arbeitnehmer aus den Arbeitsverhältnissen erhalten und basieren auf der Zahl der Arbeitnehmer, deren geleisteten Arbeitsstunden und dem dafür erhaltenen Lohn. Zieht man Sozialbeiträge und die Lohnsteuer ab, erhält man die Nettolöhne und -gehälter, die mit 45% nicht ganz die Hälfte der Gesamteinkommen ausmachen.
- Monetäre Sozialleistungen trugen 28,5% zu den Einkommen bei. Dieser Anteil ist seit Ende der 1990er Jahre in etwa unverändert mit leichten zyklischen Schwankungen. Die Hälfte der monetären Sozialleistungen (bei steigender Tendenz) entfällt allein auf die Zahlungen aus der gesetzlichen Rentenversicherung.
- Die Einkommen aus selbständiger Arbeit und Vermögen beliefen sich auf 35,5% am verfügbaren Einkommen. Die Bedeutung dieser volatilen Einkommen hat zwar langfristig zugenommen, wurde aber durch die Auswirkungen der Finanzkrise wieder gedämpft.

Die verfügbaren Einkommen werden entweder konsumiert oder gespart, da private Haushalte per Definition nicht investieren.

Einkommensrechnung der VGR 1

2013, EUR Mrd.	
<b>Arbeitnehmerentgelt</b>	<b>1416,1</b>
- Sozialbeiträge der Arbeitgeber	255,2
= Bruttolöhne und -gehälter	1160,9
- Sozialbeiträge der Arbeitnehmer	200,8
- Lohnsteuer	187,2
= Nettolöhne und -gehälter	772,8
<b>+ Monetäre Sozialleistungen</b>	<b>489,4</b>
- Sonstige Abgaben	92,0
= Masseneinkommen	1170,2
<b>+ Betriebsüberschuss, Selbständigen- und Vermögenseinkommen</b>	<b>609,7</b>
+ Weitere empfangene abzgl. geleistete Transfers	-62,9
= Verfügbare Einkommen	1716,9
+ Zunahme betrieblicher Versorgungsansprüche	29,7
- Private Konsumausgaben	1572,4
= Ersparnis	174,2
Sparquote (%)	10,0

Quelle: Statistisches Bundesamt

## Privater Konsum 2014: Mit +1,2% weiter Fundament des Wachstums

- Der Abschluss in der Chemieindustrie hat zwar mit einem Lohnplus von 3,7% bei 14 Monaten Laufzeit ein Zeichen gesetzt. Auch der Abschluss für den öffentlichen Dienst war mit 3% sehr ordentlich. Für die übrigen rund 8 Mio. Beschäftigten, deren Tarifverträge 2014 auslaufen, sind jedoch ähnlich hohe Abschlüsse wie in der Chemie kaum zu erwarten.
- Dennoch werden die Tariflöhne im Jahresdurchschnitt 2014 mit +2,6% wohl stärker steigen als im Vorjahr (2,2%).
- Bei einer anhaltend kräftigen Beschäftigungszunahme und einem leichten Plus bei den Arbeitsstunden dürften die verfügbaren Einkommen im laufenden Jahr um 2,5% steigen, auch wenn sich die monetären Sozialleistungen sowie die Einkommen aus selbständiger Arbeit und Vermögen nur unterdurchschnittlich entwickeln.
- Dies ermöglicht aufgrund der niedrigeren Inflation einen Anstieg der realen Konsumausgaben von 1,2%. Es gibt sogar ein gewisses Aufwärtsrisiko für unsere Prognose. Der Konsum bleibt weiter das Fundament des gesamtwirtschaftlichen Wachstums.

Mit rund 57,5% Anteil ist der private Konsum die größte Verwendungskomponente des Bruttoinlandsprodukts. Entsprechend ist die Vorhersage seiner Entwicklung ein zentrales Element bei der Prognose des gesamtwirtschaftlichen Wachstums. Während die OECD und die EU-Kommission das Wachstum des realen Konsums eher tendenziell überschätzten, waren wir in Bezug auf die Dynamik des privaten Konsums eher etwas zu vorsichtig. Dies gilt insbesondere für die Jahre 2010 und 2011, für die wir das Konsumwachstum im Schnitt um 0,5%-Punkte unterschätzten, und weniger ausgeprägt auch für 2012 und 2013. So erwarteten wir Ende 2011 einen Anstieg der realen Konsumausgaben für 2012 von 0,7%, während die EU-Kommission von 1,1% ausging. Der tatsächliche Anstieg lag bei 0,8%. Ende 2012 sagten OECD und EU-Kommission für 2013 eine Zunahme um 1,4% bzw. 1,0% voraus, während wir 0,6% prognostizierten (tatsächlich wurden es dann 0,9%). Für das laufende Jahr schätzen wir die Expansion des privaten Verbrauchs auf 1,2%, während die EU-Kommission sie auf 1,5% und die OECD sogar auf 1,8% veranschlagt. Der Durchschnitt der von Consensus Economics befragten Prognostiker erwartet eine Steigerung um 1,4%, wobei die Spannweite der Vorhersagen von knapp 1% bis 2,2% reicht. Sind wir für 2014 (wieder) etwas zu pessimistisch? Im Folgenden diskutieren wir daher unsere Einschätzung der Einkommensentwicklung für das laufende Jahr, die die Grundlage unserer Konsumprognose bildet.

### Anhaltende Konjunkturdynamik stützt Arbeitnehmerentgelte

Die Netto-Einkommen aus unselbständiger Arbeit waren in den letzten vier Jahren der wichtigste Treiber der verfügbaren Einkommen. Im Schnitt gingen etwa 60% des Einkommensplus auf die Einkommen aus abhängiger Beschäftigung zurück. Dies stützte sich auf einen vor allem zuwanderungsbedingt kräftigen Beschäftigungsaufbau, der die teilweise negative Entwicklung bei den geleisteten Stunden je Arbeitnehmer mehr als ausglich. Dazu stiegen auch die je Stunde gezahlten Arbeitnehmerentgelte kräftig.

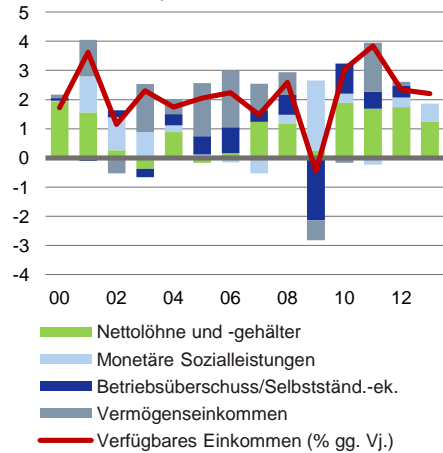
Dieses Bild dürfte sich im laufenden Jahr kaum ändern. Wir erwarten wie 2013 ein Beschäftigungsplus von 0,8%. Dank der sich belebenden globalen Nachfrage sollte auch die pro Kopf geleistete Stundenzahl wieder zulegen (+0,1%; 2013: -0,3%).



## Ausblick Deutschland

### Arbeitnehmer trieben Einkommensplus 2

Beitrag zum nominalen Wachstum der verfügbaren Einkommen, %-Punkte



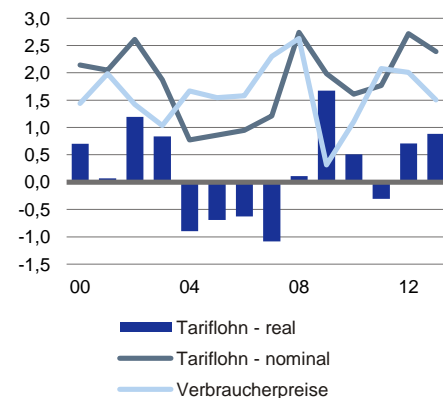
Quelle: Statistisches Bundesamt

### Lohnrunde 2014: Kräftigeres reales Plus als 2013

Die Lohnrunde 2014 hat ihr ersten zwei „Großentscheidungen“ gebracht. In der Chemieindustrie – eine deutsche Schlüsselindustrie – mit ihren gut 500.000 Beschäftigten einigten sich die Tarifpartner Anfang Februar auf ein Lohnplus von 3,7% bei einer Laufzeit von 14 Monaten. Den Abschlüssen in den Schlüsselindustrien wird zwar oft eine Signalwirkung zugesprochen, die Gewerkschaften dürften für die übrigen rund 10 Mio. Beschäftigten (von gut 40 Mio. insgesamt), deren Tarifverträge 2014 auslaufen, jedoch kaum einen ähnlich hohen Abschluss erzielen können. Anfang April einigten sich die Tarifpartner zudem auf einen Abschluss für die rund 2 Mio. Beschäftigten des öffentlichen Dienstes des Bundes und der Gemeinden. Das Lohnplus soll für sie 2014 3% (mindestens aber EUR 90 pro Monat) und 2015 2,4% betragen – im Durchschnitt der beiden Jahre also etwa 2 ¾%. Die gut 70.000 Mitarbeiter der Deutschen Telekom sollen 2014 in einem ersten Schritt 2,9% höhere Löhne erhalten. 2015 soll dann ein weiteres Plus von 2,1% folgen. Im Jahresdurchschnitt 2014 sollten die Tariflöhne insgesamt leicht stärker steigen als 2013 – insbesondere in realer Rechnung.

### Reale Löhne: 2013 fast 1% Plus 3

% gg. Vj.; Tariflöhne je Std., inkl. aller Nebenvereinbarungen



Quelle: Statistisches Bundesamt

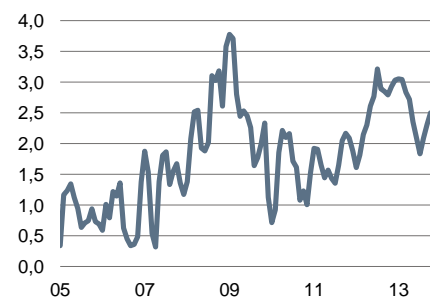
### Zugrundeliegende Lohndynamik intakt

Mit 2,4% legten die nominalen Tariflöhne 2013 etwas weniger stark als im Vorjahr (2,7%) und als von vielen erwartet zu. Das Lohnplus war aber immer noch das dritthöchste der letzten 10 Jahre und lag deutlich über dem Durchschnitt in diesem Zeitraum (1,7%). Aufgrund der stark rückläufigen Inflationsentwicklung verzeichneten die Arbeitnehmer 2013 zudem ein spürbares reales Lohnplus von 0,9% – der zweithöchste Wert der letzten 10 Jahre – nach 0,7% im Vorjahr. Zudem wurde der jahresdurchschnittliche Tariflohnanstieg 2013 durch Besonderheiten der Abschlüsse (u.a. Nullmonate) gebremst, während die zugrundeliegende Dynamik der Tarifabschlüsse intakt und hoch blieb<sup>1</sup>.

Die Lohndynamik nahm jedoch insbesondere zur Mitte des letzten Jahres deutlich ab, vor allem aufgrund tariflich vereinbarter Nullmonate, mit denen die Belastung für die Unternehmen durch höhere Löhne zeitlich verzögert wurde. Dementsprechend fielen die Lohnerhöhungen meist in die zweite Jahreshälfte. In der schwergewichtigen Metall- und Elektroindustrie (3,4 Mio. Beschäftigte) beispielsweise verschoben zwei Nullmonate das Lohnplus von 3,4% von Mai in den Juli. Überdies sahen Tarifverträge mit längerer Laufzeit aus dem Jahr 2012 vielfach eine zweite etwas niedrigere Tarifierhöhung für 2013 vor, was das Gesamtplus im Jahr 2013 dämpfte.

### Lohnwachstum: Mitte 2013 unter 2% 4

Tariflöhne, inkl. aller Nebenvereinbarungen, Stundenbasis, % gg. Vj., laufender 3M-Schnitt



Quelle: Deutsche Bundesbank

### Reales Lohnplus 2014 wohl noch einmal höher als 2013

Die verbleibende Lohnrunde 2014 dürfte von den laufenden Verhandlungen für die Beschäftigten des Bauhauptgewerbes (670.000) dominiert werden. Die Tarifverträge der Metall- und Elektroindustrie (3,4 Mio.) und des öffentlichen Dienstes der Länder (gut 800.000) laufen zwar auch Ende Dezember 2014 aus. Damit werden die Verhandlungsergebnisse dieser beschäftigungsreichen Sektoren aber erst für die Tariflohnentwicklung im Jahr 2015 wirksam werden.

Das gesamtwirtschaftliche Umfeld dürfte 2014 zwar besser als im Vorjahr ausfallen, die Tarifentwicklung lässt sich jedoch recht gut durch die Inflations- und Produktivitätsentwicklung des letzten Jahres und die Arbeitslosigkeit des laufenden Jahres erklären. Die Inflation und das Produktivitätswachstum schwächten sich 2013 ab und dämpfen daher die Verhandlungsmacht der Gewerkschaften.

<sup>1</sup> So betrug das mit der Beschäftigtenzahl gewichtete durchschnittlich vereinbarte Lohnplus 2013 wie im Vorjahr gut 3%, wenn man die Daten des WSI-Tarifarchivs zugrunde legt.

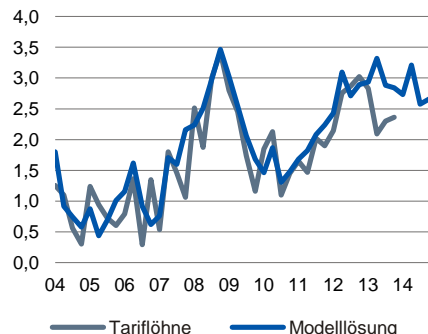


## Ausblick Deutschland

Tariflöhne: Modellprognose deutet auch für 2014 auf ordentliches Wachstum

5

% gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank  
Deutsche Bundesbank

ten, während die niedrige und vermutlich fallende Arbeitslosigkeit im laufenden Jahr stärkend wirkt, da sie ein Gradmesser für die Arbeitskräftknappheit ist. Unser auf diesen Faktoren basierendes Modell deutet auf einen Anstieg der Tariflöhne im laufenden Jahr von 2,8% (2013: 2,3%) und damit auf eine ähnliche zugrundeliegende Dynamik wie im Vorjahr hin.

Das Modellergebnis dürfte die tatsächliche Entwicklung – wie bereits in den letzten Monaten – etwas überzeichnen. So lagen die noch 2013 für 2014 wirksam werdenden Lohnerhöhungen im Schnitt bei 2,3%. Davon sind gut 6 Mio. Beschäftigte betroffen – etwa so viele wie im laufenden Jahr neue Tarifverträge erhalten sollen. Im Ergebnis liegt unsere Prognose für den Anstieg der Tariflöhne im Jahr 2014 bei 2,6%. Diese legen wir trotz nur noch rund 50%iger Tarifbindung auch für die gesamtwirtschaftliche Lohnentwicklung zugrunde.<sup>2</sup> Bei der von uns prognostizierten Inflationsrate von 1,2% würde das reale Plus 1,4% betragen und damit deutlich über dem Vorjahreswert von 0,9% liegen. Gleichzeitig wäre das, mit Ausnahme 2009, der höchste Wert seit 15 Jahren.

### Auch netto bleibt 2014 ein hohes Plus

Aus der beschriebenen Tariflohn- und Beschäftigungsentwicklung und unter der Annahme, dass die Arbeitsstunden pro Beschäftigten sich nur marginal (+0,1%) erhöhen, ergibt sich ein Anstieg der Summe der Arbeitnehmerentgelte im Jahr 2014 um 3,5%. Das ist merklich höher als im Vorjahr (2,8%), bleibt aber hinter der Entwicklung in den Jahren 2011 (4,4%) und 2012 (3,9%) zurück, da die Beschäftigungsdynamik zu dieser Zeit höher war. Der Anstieg der Nettolöhne und -gehälter sollte 2014 mit 3,0% ebenfalls höher als im Vorjahr (2,8%) ausfallen. Er ist aber weniger ausgeprägt, da die Beitragsbemessungsgrenzen für die Sozialversicherungen angehoben wurden und die kalte Progression ebenfalls Spuren hinterlassen wird.

### Verteilungsneutraler Spielraum erneut überschritten

Mit einem durchschnittlichen Anstieg der Tariflöhne um 2,6% würden die Tarifpartner den verteilungsneutralen Spielraum das dritte Jahr in Folge mehr als ausschöpfen. Der verteilungsneutrale Spielraum bezeichnet die Summe aus den Wachstumsraten der Produktivität und der Konsumentenpreise. Er ist eine Orientierungsgröße bei Lohnverhandlungen. Bei dem von uns erwarteten Lohnanstieg würde der durch höhere Preise und Produktivität erzielte Unternehmenserfolg leicht zu Gunsten der Arbeitnehmer umverteilt. Das impliziert auch, dass die Lohnstückkosten erneut zulegen werden. Bei um 3,5% steigenden Lohnkosten und einem von uns erwarteten Wirtschaftswachstum von 1,5% würden die Lohnstückkosten 2014 zwar um 2% steigen, die Zunahme aber geringer als in den Vorjahren (2013: 2,4%; 2012: 2,8%) ausfallen. Der Umfang der Umverteilung ist allerdings noch moderat im Vergleich zu der für die Unternehmen positiven Entwicklung seit 2000, als der Verteilungsspielraum nur teilweise ausgeschöpft wurde. Zudem ist die Arbeitslosigkeit derzeit niedrig und bei bestimmten Qualifikationen besteht durchaus ein Arbeitskräftemangel.

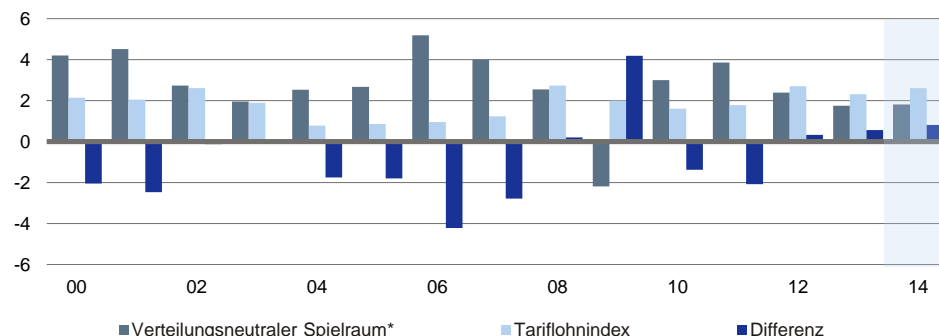
<sup>2</sup> Die Branchentarifbindung liegt nur noch bei rd. 50% (IAB) im Vergleich zu noch fast 70% Mitte der 1990er Jahre. 2013 dämpfte die relativ niedrigere Lohnsteigerung bei nicht-tariflich gebundenen Beschäftigten die gesamtwirtschaftliche Lohnentwicklung etwas.



Verteilungsneutraler Spielraum: 2014 erneut überschritten

6

Stundenbasis, nominal, % gg. Vj.



\* Inflationsrate + Produktivitätssteigerung

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Mindestlohn bringt hohe Unsicherheit und wohl großen Sprung bei den Löhnen

Die Absicht der großen Koalition, einen Mindestlohn einzuführen, hat die Unsicherheit bei der Prognose der Lohnentwicklung für das Jahr 2015 und darüber hinaus erheblich erhöht und könnte sogar im laufenden Jahr noch Auswirkungen haben.<sup>3</sup> Laut den bislang bekannten Plänen soll er ab Anfang 2015 gelten. Eine Ausnahme bis Ende 2016 gilt für jene Branchen(-tarifverträge), die einen niedrigeren Branchenmindestlohn nach dem Arbeitnehmerentsendegesetz vorsehen. Ab Anfang 2017 soll der gesetzliche Mindestlohn von EUR 8,50 dann bundesweit einheitlich gelten, wobei begrenzte Ausnahmen für Praktikanten, Berufseinsteiger und Langzeitarbeitslose vom Kabinett beschlossen wurden. Das Bundeskabinett hat den Mindestlohn Anfang April 2014 beschlossen, damit der Mindestlohn Anfang 2015 in Kraft treten kann.

Aufgrund der Ungewissheit, welche Ausnahmen und Übergangsregelungen von staatlicher Seite (Bundestagsbeschluss steht noch aus) zugelassen werden, ist es derzeit unmöglich genau zu beziffern, wie viele Arbeitnehmer von dem Mindestlohn betroffen sein werden. Die Zahl könnte bei über 4 Mio. liegen (von gut 37 Mio. Arbeitnehmern). Wichtiger könnte allerdings sein, ob und wenn ja, wie viele Branchen vorab einen niedrigeren Branchenmindestlohn vereinbaren, um den Übergang bis 2017 zu gestalten. Die größten Anreize dürften in den Branchen bestehen, in denen der Lohnsprung zu EUR 8,50 und damit auch der Kostenschock für die Unternehmen sowie das Risiko von Arbeitsplatzverlusten am höchsten ist. Diese Diskussionen dürften aber erst nach Abschluss des Gesetzgebungsverfahrens in Gang kommen, also in der 2. Jahreshälfte.

Der Sprung der Stundenlöhne im Jahr 2015 dürfte beträchtlich sein. Eine (grob vereinfachte) Beispielrechnung: Legt man 4 Mio. Betroffene (über 10% aller Arbeitnehmer) und ein durchschnittliches Lohnplus von 35% zugrunde, dann würden die Stundenlöhne aller Arbeitnehmer insgesamt um über 6% steigen, wenn die anderen Arbeitnehmer, deren Stundenlöhne über dem Mindestlohn von EUR 8,50 liegen, ein Plus von 2,5% erhalten würden. Abhängig vom Umfang des negativen Beschäftigungseffekts, so ist mittelfristig durch den Abbau von Arbeitsplätzen bzw. deren Nicht-Schaffung mit dem Verlust von 450.000 bis 1 Mio. Jobs zu rechnen, könnte der Anstieg höher ausfallen, da Personen mit niedrigen Stundenlöhnen aus der Statistik fallen. Dagegen kann die Anzahl und Ausgestaltung der Übergangsregelung und die Zahl der insgesamt vom Min-

<sup>3</sup> Für eine ausführliche Diskussion des Mindestlohns siehe: Schneider, S. (2013). Mindestlohn von EUR 8,50: Eine falsche Weichenstellung. Deutsche Bank Research. Standpunkt Deutschland. 1. November 2013. Frankfurt.



destlohn betroffenen Arbeitnehmer die Veränderungsrate auch niedriger ausfallen lassen. Zudem ist zu erwarten, dass ein derart drastischer Anstieg bei den unteren Lohngruppen den Spielraum bei den oberen Gruppen beschränken und somit eine Umverteilung zwischen diesen Gruppen stattfindet, wodurch der durchschnittliche Anstieg gebremst würde.

Tarifverhandlungen ausgewählter\* Branchen

7

Tarfbereich	Kündigungstermin	Forderung	Ergebnis	Arbeitnehmer
Chemische Industrie (Nordrhein, Hessen, Rheinland-Pfalz)	31.12.2013	Entgelt: 5,5%	3,7%; ein Nullmonat und 14 Monate Laufzeit	236,200
Druckindustrie (West und Ost)	31.12.2013	Entgelt: 5,5 % ab 01.01.2014; Laufzeit: 12 Monate		153,100
Chemische Industrie (Schleswig Holstein, Hamburg, Niedersachsen, Bremen, Westfalen, Baden-Württemberg, Bayern, Berlin-West)	31.01.2014	Entgelt: 5,5%	3,7%; ein Nullmonat und 14 Monate Laufzeit	248,400
Öffentlicher Dienst (v.a. Bund und Gemeinden)	28.02.2014	Entgelt: EUR 100 für alle Gruppen plus 3,5% ab 01.03.2014	2014: +3,0% (oder mind. EUR 90/Monat); 2015: +2,4%	1,625,000
Bauhauptgewerbe (West und Ost)	30.04.2014	Entgelt: 7,0%		667,400
Bankgewerbe (o. Genossenschaftsbanken, West und Ost)	30.04.2014	Entgelt: Sockelbetrag von EUR 100 plus 3,5%		243,800
Holz und Kunststoff verarbeitende Industrie (verschiedene Regionen)	30.04.2014	-		181,900
Hotel- und Gaststättengewerbe (Nordrhein-Westfalen)	30.04.2014	-		111 500
Privates Verkehrsgewerbe (Nordrhein-Westfalen, Südbaden)	31.05.2014	-		154,600
Eisen- und Stahlindustrie (Bremen, Niedersachsen, Nordrhein-Westfalen, Ost)	31.05.2014	-		101,500
Deutsche Bahn AG (West und Ost)	31.07.2014	-		134,000
Hotel- und Gaststättengewerbe (Bayern)	31.07.2014	-		127,800
Privates Verkehrsgewerbe (Bayern)	30.09.2014	-		113,700
Metall- und Elektroindustrie (West und Ost)	31.12.2014	-		3,443,300
Öffentlicher Dienst (Länder o. Berlin, West und Ost)	31.12.2014	-		816,200

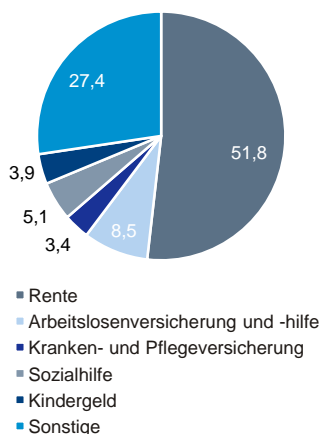
\* Verhandlungen für mehr als 100.000 Arbeitnehmer  
Quelle: WSI-Tarifarchiv, Deutsche Bank Research

Monetäre Sozialleistungen steigen 2014 etwas stärker

Rente ist der größte Brocken

8

Anteil an den monetären Sozialleistungen, 2012, %



Quelle: Statistisches Bundesamt

Monetäre Sozialleistungen umfassen Geldleistungen der Sozialversicherungen, Leistungen aus privaten Sicherungssystemen und der Arbeitgeber (u.a. Lohnfortzahlung im Falle von Krankheit, Unfall, Mutterschaft, Alters- und Hinterbliebenenrenten an frühere Arbeitnehmer) sowie sonstige soziale Geldleistungen von öffentlichen Stellen oder privaten Organisationen ohne Erwerbszweck. Sie sind mit einem Anteil von fast 30% an den verfügbaren Einkommen ein wichtiger Einkommensbestandteil. Sie stiegen 2013 um 2,2% auf fast EUR 490 Mrd. Die Entwicklung der Sozialleistungen wird durch das öffentliche Rentensystem und die Arbeitslosigkeit geprägt. Im laufenden Jahr sollten die Renteneinkommen, die die Hälfte der monetären Sozialleistungen ausmachen, ordentlich zulegen. Dies liegt an der geplanten massiven Leistungsausweitung des öffentlichen Rentensystems (z.B. Mütterrente, abschlagsfreie Rente mit 63 Jahren bei 45 Versicherungsjahren). Zudem ist die jährliche Renten Anpassung auf Basis der Lohnentwicklung des letzten Jahres 2014 nicht mehr durch Sonderfaktoren gedämpft. Die Renten werden für Bezieher in den alten Bundesländern um 1,7% und für jene in den neuen Bundesländern um 2,5% steigen. In unserer Prognose sinkt die Arbeitslosigkeit 2014 zwar von 6,9% auf 6,7%, was einen



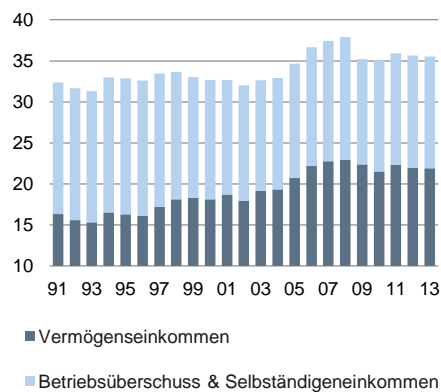
dämpfenden Effekt auf die monetären Sozialleistungen erwarten lässt. Da aber zugleich die Regelsätze der Arbeitslosenhilfe zum 1. Januar 2014 erhöht wurden, dürfte sich dieser Effekt aber in Grenzen halten. Insgesamt sollten die monetären Sozialleistungen 2014 um 2 ½ bis 3% anziehen.

### Einkommen aus selbständiger Arbeit und Vermögen: Auswirkungen der Finanz- und Eurokrise spürbar

Einkommen aus selbständiger Arbeit und Vermögen

9

Anteil am verfügbaren Einkommen, %



Quelle: Statistisches Bundesamt

Neben den Einkommen aus unselbständiger Arbeit sowie den monetären Sozialleistungen zählen noch die Einkommen aus selbständiger Arbeit zu den verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte. Diese bestehen aus dem Betriebsüberschuss und den Selbständigeneinkommen sowie den Vermögenseinkommen. Zusammen erreichten sie 2013 gut EUR 606 Mrd. und machten damit knapp 36% der verfügbaren Einkommen aus, wobei sich die Betriebsüberschüsse und Selbständigeneinkommen auf EUR 232 Mrd. und die Vermögenseinkommen auf EUR 374 Mrd. summierten.

Betriebsüberschuss und Selbständigeneinkommen umfassen das Entgelt für die unternehmerische Leistung, den kalkulatorischen Unternehmerlohn und das Entgelt für das eingesetzte eigene und fremde Sachkapital. Vermögenseinkommen entstehen aus der zeitweisen Überlassung finanzieller Mittel. Dazu zählen empfangene Zinsen, Dividenden und andere Ausschüttungen der Unternehmen, Einkommen aus Patenten, Lizenzen und anderen Vermögen sowie die Nettoeinnahmen aus der Verpachtung von Grundstücken.

Die Bedeutung der Vermögenseinkommen hat in den letzten Jahren insgesamt zwar spürbar zugenommen. Ihr Anteil an den verfügbaren Einkommen ist von 1993 bis 2013 um 6,6%-Punkte von 15,3% auf 21,9% gestiegen. Dagegen ist der Anteil des Betriebsüberschusses und der Selbständigeneinkommen um 2,4%-Punkte von 16% auf 13,6% gesunken. Bei beiden Einkommensarten sind aber die Auswirkungen der Finanz- und anschließenden Eurokrise deutlich zu sehen: Seit 2009 nehmen sie nur noch unterdurchschnittlich zu.

Die Entwicklung des Betriebsüberschusses sowie der Selbständigeneinkommen, also größtenteils der Einkommen aus selbständiger Arbeit, lässt sich relativ gut mit den 12-Monats-Gewinnerwartungen beschreiben, und die Entwicklung der Vermögenseinkommen korreliert deutlich positiv mit der Dividendenzahlungen der Dax-Unternehmen sowie in den letzten 10 bis 15 Jahren mit der Veränderung des aus dem Zinssatz auf Bankeinlagen und der Rendite von Staatsanleihen gemittelten Zinses.

Aktuell liegen die Gewinnerwartungen für die Dax-Unternehmen auf Sicht von 12 Monaten um knapp 7% über ihrem Vorjahresniveau. Mit Blick auf die enge Korrelation der Gewinnerwartungen mit dem Wirtschaftswachstum ist im weiteren Jahresverlauf nicht mit einer deutlichen Belebung der Gewinne zu rechnen. Bis zuletzt nahmen Analysten ihre Schätzungen sogar noch leicht zurück. Entsprechend dürften der Betriebsüberschuss und die Selbständigeneinkommen im laufenden Jahr mit rund 2% nur moderat zulegen.

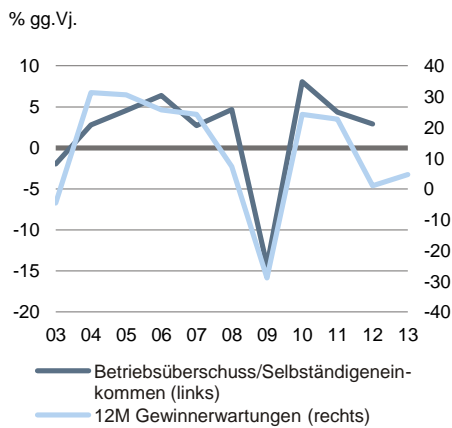
Bei den für die Vermögenseinkommen relevanten Dividendenzahlungen lassen die bislang von den Unternehmen bekanntgegebenen beabsichtigten Ausschüttungen auf eine Zunahme im oberen einstelligen Bereich schließen, nach dem im letzten Jahr die gesamten Dividendenzahlungen der Dax-Unternehmen lediglich um knapp 0,5% gestiegen waren. Bei den Zinsen am langen Ende des Marktes rechnen wir zwar im weiteren Jahresverlauf mit einem leichten Anstieg, beispielsweise für die Rendite von Bundesanleihen mit 10-jähriger Restlaufzeit von derzeit gut 1,5% auf 2,2% bis zum Jahresende. Diesem positiven Effekt auf die Zinseinkommen privater Haushalte steht allerdings entgegen, dass noch in den Portfolios vorhandene Anleihen mit einem hohen Kupon kontinuierlich fällig



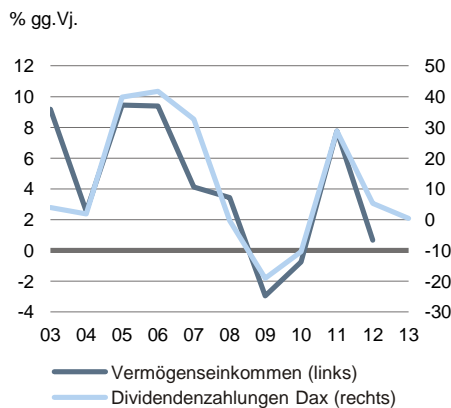


werden, was tendenziell die Zinseinnahmen verringert. Zudem dürften mit Blick auf die wohl noch lange extrem expansiv ausgerichtete Geldpolitik die Zinsen auf Bankeinlagen auf absehbare Zeit niedrig bleiben. Alles in allem halten wir daher bei den Vermögenseinkommen im laufenden Jahr nur eine Zunahme wie im Vorjahr (rund 2%) für wahrscheinlich.

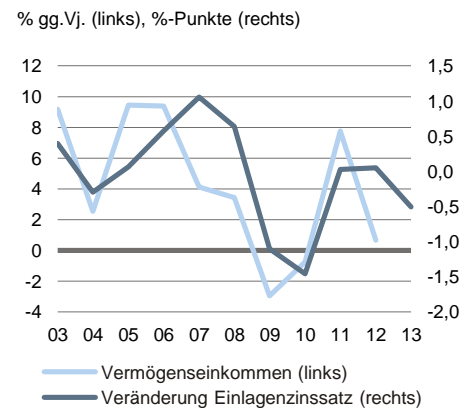
Betriebsüberschuss, Selbstständigen-einkommen & Gewinnerwartungen **10**



Vermögenseinkommen & Dividendenzahlungen **11**

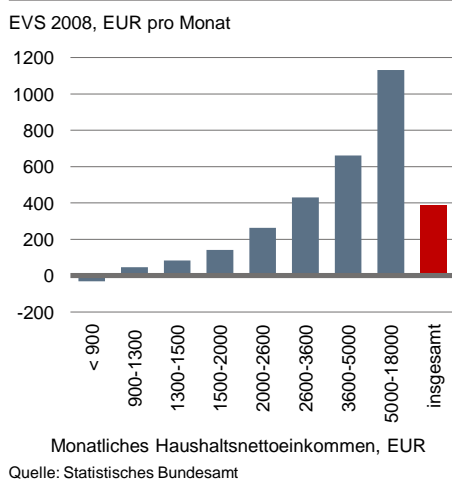


Vermögenseinkommen & Einlagenzins **12**

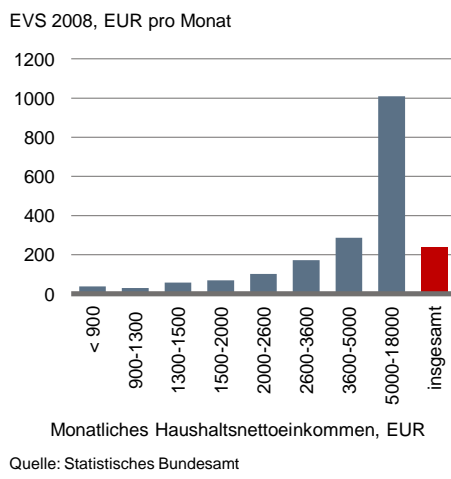


Aber selbst wenn die Einkommen aus selbständiger Arbeit und Vermögen kräftiger zunehmen würden als von uns unterstellt, wäre der Einfluss auf den privaten Konsum nur gering. So fallen diese Einnahmen vor allem bei Haushalten mit hohem Einkommen an, die eine überdurchschnittlich hohe Sparquote aufweisen. Nach der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe von 2008 erzielen Haushalte mit einem Nettoeinkommen von über EUR 3.600 pro Monat fast ein Drittel davon durch selbständige Arbeit und Vermögen, während es bei Haushalten mit einem Nettoeinkommen von EUR 1.300 bis EUR 1.500 nur rund 10% sind. Die einkommensstärksten Haushalte mit einem Nettoeinkommen von über EUR 3.600 pro Monat haben zudem mit fast 20% eine rund doppelt so hohe Sparquote wie der Durchschnitt.

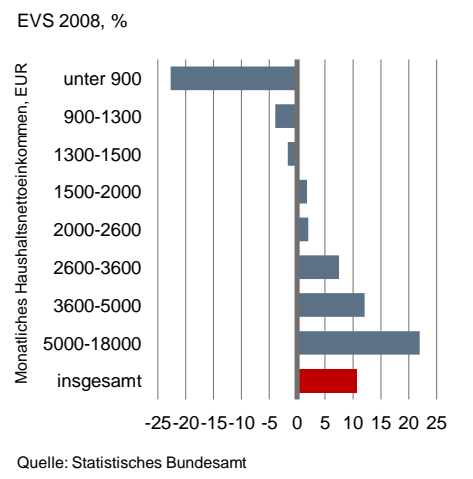
Einnahmen aus Vermögen nach Einkommensklassen **13**



Einnahmen aus selbständiger Arbeit nach Einkommensklassen **14**



Einkommensspezifische Sparquoten **15**





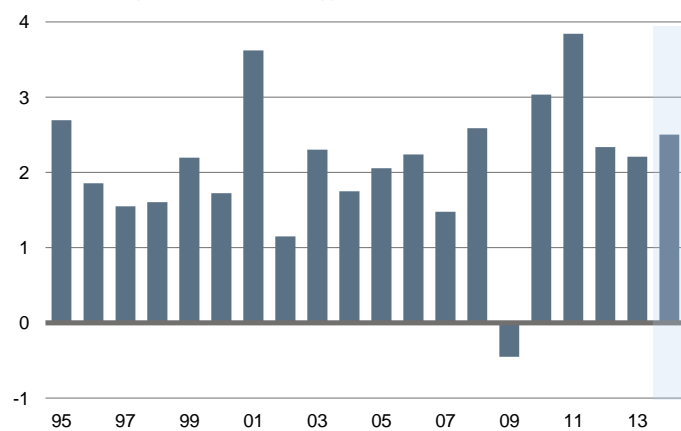
## Verfügbare Einkommen: +2,5% in 2014

Dank der beschriebenen Entwicklung der einzelnen Einkommensbestandteile sollten die verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte 2014 um etwa 2,5% ansteigen. Dies ist etwas höher als der Vorjahreswert (2,2%), kommt an die Aufholdynamik der Jahre nach der Rezession 2009 aber nicht heran (Durchschnitt 2010-2012: 3,1% p.a.). Erneut sollten die Nettolöhne und -gehälter mehr als die Hälfte und damit überproportional zum gesamten Einkommenswachstum beitragen. Dagegen werden die Betriebsüberschüsse und Selbstständigen-einkommen sowie die Vermögenseinkommen leicht unterdurchschnittlich zunehmen.

Verfügbare Einkommen 2014 mit leicht höherem Plus

16

Nominale verfügbare Einkommen, % gg. Vj.

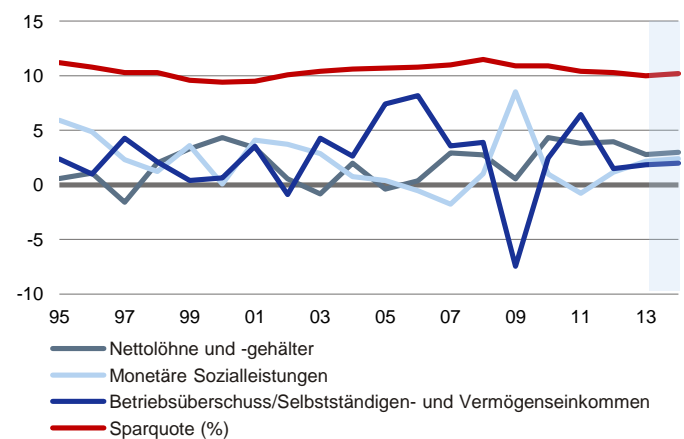


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Einkommen 2014: Breit angelegte moderate Beschleunigung

17

Nominal, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Leicht höhere Sparquote im Zeichen steigender Zinsen

Sparquote stabilisierte sich 2013

18

Sparquote der privaten Haushalte, %, sb.



Quelle: Statistisches Bundesamt

In den letzten Jahren ist die Sparquote in Deutschland deutlich gefallen. Von ihrem Hoch von 11,5% (2008) ist sie bis 2013 auf 10% zurückgegangen. Dies hat dem Konsum über die Einkommensentwicklung hinaus weiteren Auftrieb verliehen. Ein wichtiger Grund für den Rückgang der Sparquote war wohl das Niedrigzinsumfeld – insbesondere der Rückgang der realen Renditen, die bei kurzfristigen Anlagen (u.a. bei Spareinlagen) sogar negativ wurden, sowie die positive Entwicklung am Arbeitsmarkt. Im Oktober letzten Jahres haben wir den Zusammenhang der Sparquote mit den realen Renditen, der Arbeitslosigkeit sowie dem Konsumentenvertrauen analysiert und einen negativen Zusammenhang zwischen dem Realzins und der Sparquote festgestellt.<sup>4</sup> Legt man unsere Erwartungen für die Zinsentwicklung zugrunde, spricht vieles dafür, dass die Sparquote wohl ihren Tiefpunkt erreicht hat. Unsere Zinsstrategen prognostizieren, dass die Rendite für 10-jährige deutsche Staatsanleihen von derzeit gut 1,5% bis zum Jahresende auf über 2% steigt. Bei einer weiter moderaten Inflation von 1,2% würden die realen Renditen 0,5% betragen, nachdem sie im Schnitt des Jahres 2013 bei 0% gelegen hatten. Entsprechend dürfte Sparen wieder – zumindest etwas – attraktiver werden. Die leicht verbesserte Arbeitslosenquote (2014P: 6,6%; 2013: 6,9%) dürfte dagegen nur einen schwach dämpfenden Effekt haben. Insgesamt könnte die Sparquote 2014 von 10% auf 10,2% zulegen.

<sup>4</sup> Für einen ausführlichen Bericht zum Zusammenhang von Zinsumfeld und Sparneigung der Haushalte siehe: Gräf, B., O. Rakau (2013). Niedrigzinsen dämpfen Sparneigung der privaten Haushalte. In: Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 1. Oktober 2013.

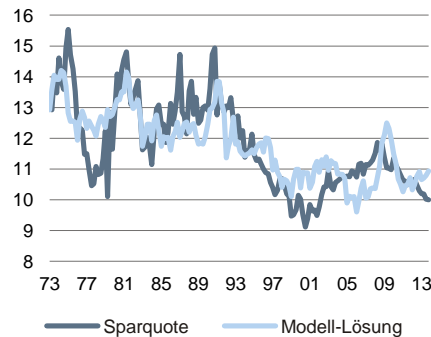


Ausblick Deutschland

Deutschland: Sparquote & Modelllösung

19

% verfügbare Einkommen

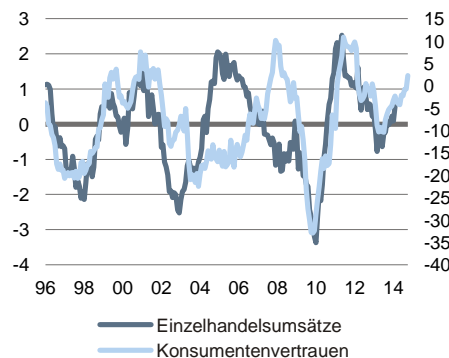


Quellen: OECD, IWF, EU-Kommission, Deutsche Bank Research

Konsumentenvertrauen: Starker, aber nicht spektakulärer Einzelhandel

20

% gg. Vj., gl. 12M-Schnitt (links); Saldo, 6M nach vorne verschoben (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, EU-Kommission

2014: Reales Konsumplus von 1,2%

Unsere Analyse der Einkommensperspektiven der deutschen Haushalte zeigt insgesamt ein sehr positives Bild. Die verfügbaren Einkommen steigen auf breiter Front und mit 2,5% sogar stärker als im Vorjahr und auch die Sparquote dürfte leicht auf 10,2% zunehmen. Einen zusätzlichen Schub erhält der reale Konsum durch den erneuten Rückgang der Inflation. Wir sehen die jahresdurchschnittliche Inflationsrate 2014 bei nur 1,2% (2013: 1,5%; 2012: 2,0%). Im Ergebnis sollte der private Konsum 2014 um real 1,2% steigen – mit der Chance auf ein leicht höheres Plus. Das Konsumplus wäre damit erneut höher als in den beiden Vorjahren, als die realen Konsumausgaben um 0,9% (2013) und 0,8% (2012) gestiegen waren.

Angesichts der monatlich wiederkehrenden Meldungen über neue Rekordstände insbesondere des GfK-Konsumbarometers mag es überraschen, dass unserer Prognose „nur“ bei 1,2% liegt. Der Zusammenhang zwischen den Daten zum Konsumentenvertrauen und dem realen Konsumwachstum ist allerdings nicht sehr stark und taugt daher nur begrenzt für quantitative Prognosen. Selbst in den Fällen, in denen die Korrelation zwischen Stimmung und harten Daten ausgeprägter ist, deutet sich an, dass der Konsum im laufenden Jahr erneut nicht in den Himmel wächst. So lässt der von der EU-Kommission veröffentlichte Index des Konsumvertrauens aktuell auf eine Beschleunigung des Wachstums der realen Einzelhandelsumsätze in Richtung 1% erwarten.

Wir stimmen völlig mit der Konsensmeinung überein, dass der private Konsum 2014 erneut die wichtigste Stütze des gesamtwirtschaftlichen Wachstums sein wird. Angesichts der anhaltend positiven Entwicklung der Beschäftigung und der Löhne besteht sogar ein Aufwärtsrisiko für unsere Prognose. Mit dieser Prognose liegen wir eher am unteren Band der Erwartungen. Beachtet man, dass unsere Inflationserwartung ebenfalls am unteren Rand liegt, ist die Lücke in nominaler Rechnung spürbar. Dieser Unterschied ergibt sich einerseits aus unserer Erwartung einer wieder leicht steigenden Sparquote und andererseits aus unserer zurückhaltenden Prognose für die Einkommen aus selbständiger Arbeit und Vermögen. Dies ist bei einer BIP-Prognose von 1,5% im Vergleich zur Konsensprognose von 1,8% aber nicht überraschend. Letztendlich sind diese Unterschiede aber angesichts der bestehenden Prognoseunsicherheiten eher zu vernachlässigen, liegen in der Fehlermarge der Schätzungen und ändern nichts Grundlegendes an den guten Konsum- und Einkommensaussichten.

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

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



## Die Null muss stehen – Bundeshaushalt soll ab 2015 ohne neue Schulden auskommen

- Ab 2015 plant die Bundesregierung mit ausgeglichenem Haushalt ohne Nettokreditaufnahme. Strukturell wird der Bundeshaushalt bereits dieses Jahr einen Überschuss ausweisen.
- Die im Zuge der Koalitionsverhandlungen beschlossenen Mehrausgaben sind – zumindest in dieser Legislaturperiode – durch höhere Einnahmen, Auflösung von Reserven sowie Verschiebungen zwischen dem Bundeshaushalt und den Sozialversicherungen ohne neue Kredite finanzierbar. Beitragszahler werden spätestens in der nächsten Legislaturperiode deutlich höher belastet werden.
- Haushaltsrisiken ergeben sich durch höhere Zinsen und eine schwächere Konjunkturlage, da hierfür im Haushalt kaum Reserven vorhanden sind, aber auch mögliche Mehrausgaben durch nötige Anpassungen von Existenzminimum (Grundfreibetrag) und Kinderfreibetrag oder auch notwendige Aufstockung der Infrastrukturausgaben.
- Haushaltsüberschüsse, die angesichts der guten Konjunkturlage und der breiten Mehrheit der Großen Koalition möglich und mit Blick auf die ab Ende der Dekade spürbaren demographischen Belastungen notwendig gewesen wären, sind den Partikularinteressen der Koalitionäre zum Opfer gefallen.

Mitte März hat die Bundesregierung sowohl den Kabinettsbeschluss zum Bundeshaushalt 2014<sup>5</sup> als auch den Eckwertbeschluss 2015 sowie den Finanzplan bis 2018 vorgelegt. Erstmals seit 1969 könnte Finanzminister Schäuble 2015 einen Bundeshaushalt ohne neue Schulden realisieren. Auch in den Folgejahren der Legislaturperiode sind ausgeglichene Haushalte geplant. Allerdings relativiert sich dieser Erfolg, wenn man den von der Großen Koalition eingeschlagenen fiskalischen Kurs in seiner Gesamtheit betrachtet. Angesichts der in den Koalitionsverhandlungen verabredeten Mehrausgaben muss auf umfangreiche Etatverschiebungen zurückgegriffen werden, damit trotz kontinuierlich steigender Steuereinnahmen (angenommen sind fast 4% Wachstum p.a.) die Null in den kommenden Jahren steht. Viele der verabredeten Maßnahmen werden aber erst in der nächsten Legislaturperiode (nach 2017) mit deutlichen

### Einkommensrechnung & Konsum

21

% gg.Vj., nominal	2012	2013	2014P
Arbeitnehmer	1,2	0,8	0,8
Arbeitsstunden je Arbeitnehmer	-0,6	-0,3	0,1
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,3	2,2	2,6
Tarifverdienste je Stunde	2,7	2,4	2,6
Lohndrift	0,6	-0,2	0,0
Arbeitnehmerentgelt	3,9	2,8	3,5
Nettolöhne- und Gehälter	3,9	2,8	3,0
Monetäre Sozialleistungen	1,2	2,2	2,3
Betriebsüberschuss, Selbständigen- und Vermögenseinkommen	2,9	1,9	2,0
Verfügbares Einkommen	2,3	2,2	2,5
Sparquote, %	10,3	10,0	10,2
Konsum	2,4	2,5	2,3
Konsum, real	0,8	0,9	1,2

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

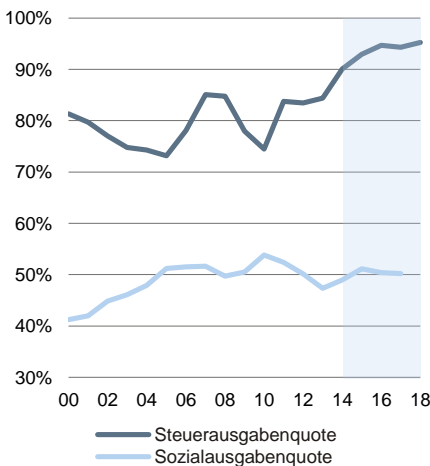
<sup>5</sup> Es handelt sich hierbei um den 2. Regierungsentwurf für den Haushalt 2014. Der erste stammt noch von der alten CDU/CSU und FDP-Regierung. Durch den Regierungswechsel zur Großen Koalition aus CDU/CSU und SPD wurde bislang der alte Haushalt 2013 fortgeführt.



Mehr Steuereinnahmen und mehr Sozialausgaben im Bundeshaushalt

2

Anteil der Steuern und Sozialausgaben an Gesamtausgaben des Bundes

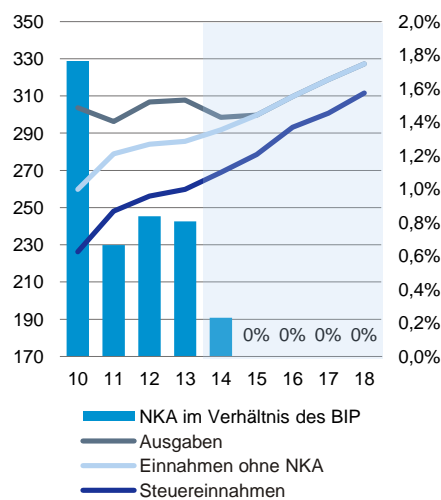


Quelle: Bundesfinanzministerium

Entwicklung des Bundeshaushaltes

1

In Mrd. Euro, Kassenstatistik, Ist und Prognose nach Bundeshaushaltsplan, Eckwertebeschluss



NKA = Nettokreditaufnahme

Quelle: Bundesfinanzministerium

Ausgabesteigerungen verbunden sein. Die Finanzplanung muss sich daher – bei genauerem Hinsehen – den Vorwurf gefallen lassen, nach dem Motto „nach uns die Sintflut“ zu agieren.

2014 werden die Ausgaben des Bundes voraussichtlich auf EUR 298,5 Mrd. sinken, bevor sie dann gemäß der Planung ab 2016 wieder kräftiger ansteigen, im Schnitt um 3% p.a. auf rund 327 Mrd. Euro bis 2018. Der Rückgang der Ausgaben von EUR 310 Mrd. in 2013 auf EUR 298,5 Mrd. in 2014 ist also nur von kurzfristiger Natur. Zudem ist er zu einem guten Stück auf Sondereffekte zurückzuführen (Wegfall von Zusatzausgaben für ESM und EIB, Fluthilfefonds).

Die im Rahmen der Koalitionsverhandlungen beschlossenen Mehrausgaben von kumuliert rund EUR 23 Mrd. über die Legislaturperiode betreffen hauptsächlich Mittel für die Länder für Kinderkrippen, Kitas, Schulen und Hochschulen (EUR 6 Mrd.), Forschung (EUR 3 Mrd.), Entwicklungshilfe (kumuliert EUR 2 Mrd.), Kommunen (Eingliederungshilfe) EUR 1 Mrd. p.a., Verkehrsinfrastruktur (EUR 5 Mrd.). Unklar bleibt aber etwa, wie die Kommunen im Einzelnen von den zukünftig versprochenen EUR 5 Mrd. p.a. für die Eingliederungshilfe von Behinderten entlastet werden sollen.

Schwarze Null beim Bundeshaushalt durch Griff in die Sozialversicherungen

Diese Mehrausgaben führen dazu, dass die noch vergangenes Jahr ab 2016 avisierten Überschüsse entfallen, zudem werden nochmals stärkere Steuereinnahmen ab 2015 einkalkuliert. So hat die neue Bundesregierung im Januar ihre Einschätzung für das Wachstum des realen BIP in diesem Jahr von 1,7% auf 2% und für 2015 von 1,4% auf 1,8% angehoben. Das reicht jedoch nicht aus. Damit die Rechnung aufgeht, sind im Etat weitere Anstrengungen nötig. Die beschlossenen Leistungen der Rentenversicherung (z.B. die Rente mit 63, Mütterrente) tauchen im Bundesetat kaum auf. Die hieraus für die Sozialkassen und vor allem die Beitragszahler erwachsenden – zunächst noch moderaten – Belastungen werden durch den nur mäßig steigenden Bundeszuschuss zur Rentenversicherung (EUR 2 Mrd. p.a.) nur teilweise finanziert. Die Kosten für diese Umverteilungsmaßnahmen werden weitgehend Beitragszahler und die Rentner selbst schultern müssen. Aufgrund der Dynamik dieser Ausgabenblöcke wird dies mittel- bis langfristig nicht ausreichen.

Bereits Anfang dieses Jahres ist dazu in einem ersten Schritt die gesetzlich eigentlich vorgesehene Senkung der Beitragssätze von 18,9% auf 18,3 % den Beitragszahlern vorenthalten worden. Erneut werden also versicherungsfremde Leistungen intransparent, d.h. nicht sachgerecht über den Haushalt, finanziert werden. Erste Schätzungen gehen von Mehrbelastungen der Rentenversicherung in Höhe von EUR 60 Mrd. bis 2020 aus (d.h. EUR 9 Mrd. p.a.). Noch gar nicht berücksichtigt ist hier die geplante Rente für Geringverdiener. Auch die Krankenversicherung bleibt nicht ungeschoren – der Zuschuss wird in den kommenden beiden Jahren um jeweils rund EUR 3 Mrd. gesenkt. Die Reserven werden frühestens ab 2017 wieder an die Krankenversicherung zurückgegeben. Ebenso wird das Kindergeld daher wohl erst später (frühestens 2016) angehoben werden. Diese Maßnahmen zeigen: Ohne umfangreiche Verschiebungen zwischen Haushalt und Sozialversicherungen wären Mehrausgaben und ausgeglichener Haushalt nicht möglich.

Haushaltsausgleich – Konjunktur, Schuldenbremse und neues Verfahren der Haushaltsaufstellung machen es möglich

Mit Blick auf die häufig stark defizitären Haushalte des Bundes in der Vergangenheit stellen die geplanten ausgeglichenen Haushalte ab 2015 zunächst einmal einen wichtigen Erfolg dar. Strukturell wird der Bundeshaushalt aller Wahr-

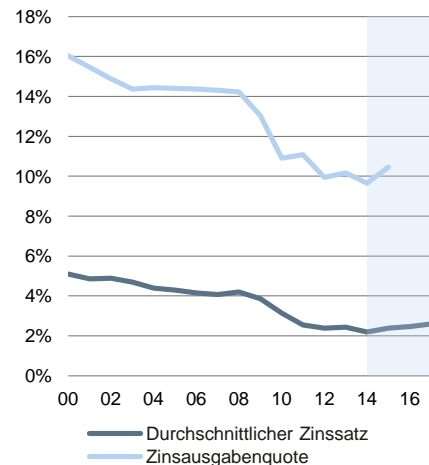


## Ausblick Deutschland

Konsolidierungserfolg auch von Zinsentwicklung abhängig

3

Zinsausgaben im Verhältnis zum Schuldenstand, Anteil Zinsausgaben an Gesamtausgaben



Quelle: Bundesfinanzministerium

scheinlichkeit sogar schon in diesem Jahr ausgeglichen sein. Der Erfolg ist neben der guten Konjunkturlage und hohen Beschäftigung zu einem wesentlichen Teil auch der Schuldenbremse sowie dem neuen „Top-down“-Verfahren bei der Haushaltsaufstellung zuzuschreiben. Letzteres gibt durch den Eckwertebeschluss Zielgrößen für die Ministerien vor. Zudem hat es das Bundesfinanzministerium unter seinem Minister verstanden, die Begehrlichkeiten der Steuereinnahmeflut durch eher pessimistische Einnahmeschätzungen und Vorsorgepositionen im Haushalt (Stichwort: Globale Mehrausgaben) im Zaum zu halten.

### Konjunkturverlauf und Zinsentwicklung bergen große Haushaltsrisiken

Der Haushaltsausgleich ist jedoch mit – naheliegenden – Risiken behaftet. Ein Konjunkturerbruch mit sinkenden Steuereinnahmen und höheren Sozialausgaben oder deutlich steigende Zinsen würden den Haushalt im Nu sprengen – von sonstigen Ereignissen – wie bspw. der Finanzkrise, die Finanzminister Steinbrücks Versuch des Haushaltsausgleichs zu Nichte machte – mal abgesehen. Zur Verdeutlichung: Der Bund zahlt derzeit im Schnitt nur noch gut 2% Zinsen auf seine gesamten Schulden, statt 4,4%, wie noch 2004. Die Zinsausgabenquote, d.h. der Anteil der Zinsen an den Gesamtausgaben des Bundes, ist seit 2008 um 4%-Punkte auf knapp 10% gefallen, so niedrig wie seit der deutschen Einheit nicht mehr. Statt jeden 5. Euro an Steuereinnahmen, wie noch vor zehn Jahren, muss der Bund nur noch jeden 10. Euro an Steuereinnahmen für den Zinsdienst aufwenden, obwohl der Schuldenstand seitdem um 50%-gestiegen ist (inklusive Extrahaushalte). In der Haushaltsplanung wird zwar ein kleiner Anstieg der Zinsbelastung in den kommenden Jahren angenommen (so steigt der durchschnittliche Zinssatz, den der Bund – berechnet auf Basis der in der Finanzplanung unterstellten Zinszahlungen und Kredite – auf seine gesamten Schulden zahlen muss, von rund 2,2% auf etwa 2,5%). Im Gegensatz zu früheren Finanzplanungen fällt diese „Vorsorge“ nun jedoch deutlich geringer aus.<sup>6</sup>

### Statt Schuldentilgung Mehrausgaben beschlossen

Angesichts der weiterhin guten Einnahmeentwicklung und der noch Mitte letzten Jahres geplanten Überschüsse wäre es im Hinblick auf eine asymmetrische Finanzpolitik und die ab 2020 wirksamen werdenden demographischen Belastungen an der Zeit gewesen, tatsächlich Schulden zu tilgen. Dieses Ziel ist nun leider auf der Strecke geblieben. Akzeptiert man dies und bejaht die Notwendigkeit von neuen fiskalischen Akzenten, stellt sich die Frage, wie mögliche Überschüsse und finanzielle Reserven im Haushalt bestmöglich verwendet werden. Die große Koalition hat sich leider dazu entschlossen, insbesondere Leistungen der gesetzlichen Rentenversicherung auszudehnen, ohne deren langfristige Finanzierbarkeit sicherzustellen. Die vollen Kosten hierfür werden Bundeshaushalt und Beitragszahler spätestens in der nächsten Legislaturperiode voll treffen.

### Wenn schon keine Tilgung, dann mehr Geld für Infrastruktur sowie Entlastung kleiner und mittlerer Einkommen nötig

Von Seiten internationaler Organisationen (IWF, OECD) wird gefordert, dass die staatlichen Investitionen in Bildung und Infrastruktur deutlich erhöht werden sollten. Wenngleich internationale und historische Vergleiche von Investitionsquoten, auf denen diese Vorschläge basieren, zum Teil fragwürdig sind und geschätzte Investitionsrenditen angesichts des demographischen Wandels mit

<sup>6</sup> Vergleich man bspw. die Finanzplanung bis 2017 (aus 2013) mit der Finanzplanung bis 2016 (aus 2012), so sind kumuliert rund EUR 20 Mrd. weniger Zinsausgaben als Vorsorge für ein steigendes Zinsniveau veranschlagt.



Vorsicht zu interpretieren sind, gibt es sicherlich in den Bereichen Bildung, Energie und Verkehrsinfrastruktur sinnvolle Investitionen.

Zum anderen wäre angesichts der zu erwartenden Mehreinnahmen auch eine gewisse Entlastung der Steuerzahler – insbesondere kleiner und mittlerer Einkommen – angebracht. Denn bis auf kleine Anpassungen ist der Einkommensteuertarif seit nunmehr fast 10 Jahren unverändert geblieben. Somit wäre es auch an der Zeit, die Wirkungen der kalten Progression, d.h. die Steuermehrbelastungen durch die Inflation, durch eine Anpassung des Steuertarifs abzumildern. Mehr Netto vom Brutto war hier in der Vergangenheit das Stichwort. Seit 2010 steigt die Belastung der Steuerzahler in Folge der kalten Progression um EUR 3 Mrd. jährlich an. Gemessen am Jahr 2010 hat der Finanzminister demnach in diesem Jahr bereits gut EUR 9 Mrd. Mehreinnahmen zu verbuchen. Dieser Effekt trifft gerade auch untere und mittlere Einkommen besonders stark, steigt hier der Steuersatz mit steigendem Einkommen doch besonders stark an.

Die Transparenz über diese Entwicklung dürfte spätestens mit dem für den Herbst vorgesehenen Bericht zur kalten Progression steigen und damit auch der öffentliche Druck auf die Politik zunehmen, hier tätig zu werden. Die nachteilige Wirkung ist übrigens durch die Anhebung des Grundfreibetrags und unterbliebene Anpassungen der Eckwerte der Progressionszonen in den vergangenen Jahren noch verschärft worden. Korrekturen in diesem Bereich des Tarifs sind jedoch für den Fiskus teuer. Zudem betreffen diese auch das Steueraufkommen von Ländern und Kommunen. Von daher wird eine Anpassung des Steuertarifs zähe Verhandlungen von Bund und Ländern erfordern, die auf einen größeren Anteil der Länder am Steuerkuchen (z.B. durch eine Integration des Solis in den Steuertarif) hinauslaufen könnten. Da ohnehin eine Neuordnung der föderalen Finanzbeziehungen auf der Arbeitsliste der großen Koalition steht, sollte eine Einigung jedoch möglich zu sein. Wie sehr die öffentlichen Haushalte von den insgesamt gestiegenen Steuereinnahmen profitieren, macht bereits die Steuerausgabenquote des Bundes deutlich: Der Anteil der Steuern an den Ausgaben hat mit 90% einen neuen Höchststand seit der Wiedervereinigung erreicht (im Schnitt lag sie seit 1991 bei rund 80%). Für sich genommen ist zwar zu begrüßen, dass ein höherer Anteil der Ausgaben durch Steuern gedeckt wird. Dies relativiert sich jedoch vor dem deutlichen Anstieg der Bundesausgaben.

Abschließend bleibt festzuhalten: Anstatt der Bedienung von Klientelinteressen, die teilweise gesamtwirtschaftlichen Herausforderungen diametral entgegenlaufen, wäre eine weitere Rückführung der Staatsverschuldung die bessere Option gewesen. Da hierzu der politische Wille offensichtlich nicht vorhanden war, wären die partielle Ausweitung öffentlicher Investitionen und der Abbau der kalten Progression die bessere Verwendung der Mittel gewesen. Neben der turnusgemäß im Herbst anstehende Überprüfung des Existenzminimums, in deren Folge u.a. Kinderfreibetrag und Grundfreibetrag ab 2015 wahrscheinlich angehoben werden müssen, ist wohl damit zu rechnen, dass die negativen Auswirkungen der Einführung eines Mindestlohnes und weitere Regulierungen am Arbeitsmarkt die finanzielle Situation der Sozialkassen deutlich belasten werden. Ob dann das Wahlversprechen, keine Steuern zu erhöhen, noch gehalten werden kann, ist fraglich.

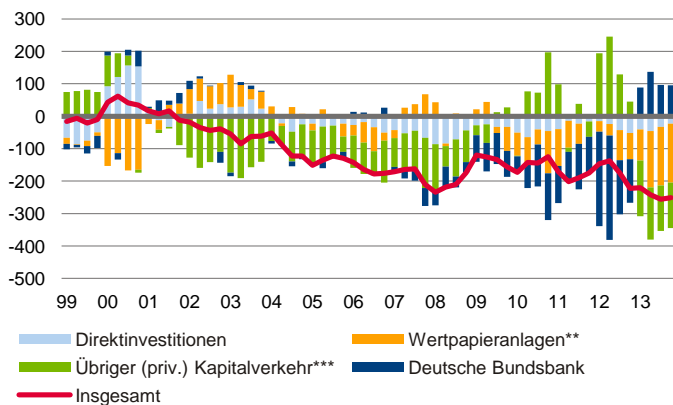
Frank Zipfel (+49 69 910-31890, frank.zipfel@db.com)



## Grafik des Monats

Deutsche Kapitalbilanz

Saldo, EUR Mrd.\*, gl. 4Q-Summe

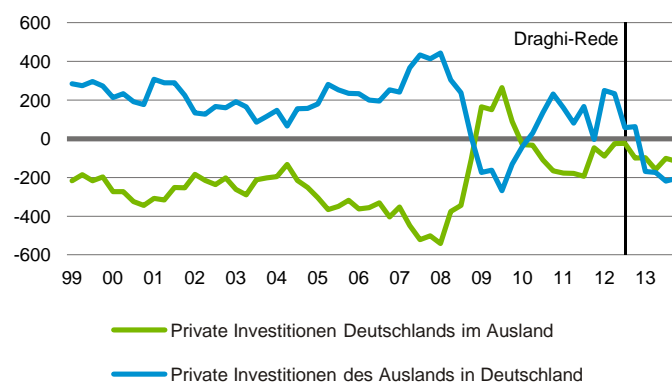


\*Kapitalzu- (+)- und Kapitalabflüsse (-); \*\* inkl. Finanzderivate; \*\*\*ohne Bundesbank

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Wertpapieranlagen und übriger Kapitalverkehr

EUR Mrd.\*, gl. 4Q-Summe, ohne Direktinvestitionen und Deutsche Bundesbank



\*Kapitalzu- (+)- und Kapitalabflüsse (-)

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Kapitalflüsse normalisierten sich 2013

Die deutsche Kapitalbilanz und ihre Bestandteile sind ein Spiegelbild der Euro-Krise und insbesondere der zwischenzeitlich extremen Risikoaversion der Anleger bzw. der sogenannten „Safe Heaven“-Kapitalflüsse. So schränkten deutsche Privat-Anleger ihre Neuinvestitionen (ohne Direktinvestitionen) im Ausland im Verlauf von 2011/12 zunehmend ein. Mitte 2012 betrug die Summe über die vier Vorquartale etwa EUR 24 Mrd. – ein Achtel des Wertes von Mitte 2011. Gleichzeitig legten internationale Investoren ihr Geld weiter in großem Umfang in dem als sicher angesehenen Deutschland an. Über die vier Vorquartale betrugen die Nettokapitalzuflüsse ausländischer Investoren Mitte 2012 über EUR 200 Mrd. (rechte Grafik). Diese Entwicklung hätte zu einem kräftigen Rückgang des deutschen Kapitalbilanzdefizits führen müssen. Der Rückgang hielt sich jedoch in Grenzen, da die Bundesbank „einsprang“ und im Rahmen ihrer Funktion innerhalb des Zahlungsverkehrssystems der Europäischen Währungsunion der EZB, und damit indirekt den Peripheriestaaten, umfangreiche Kredite einräumte (Target2-Debatte; linke Grafik, dunkelblaue Säulen).<sup>7</sup>

Mit Draghi's Versprechen alles zu tun, um die Eurozone zu retten und dem daraufhin im August 2012 angekündigten OMT-Programm drehte sich diese Entwicklung. Die wahrgenommenen Risiken sanken und die sich stabilisierende konjunkturelle Lage in der Eurozone tat ihr übriges. Statt Netto-Kapitalzuflüsse aus dem Ausland in Höhe von EUR 200 Mrd. wie Mitte 2012 verzeichnete Deutschland Ende 2013 Kapitalabflüsse in Höhe von EUR 200 Mrd. (vor allem Abfluss kurzfristiger Auslandsgelder aus deutschen Banken). Auch die deutschen Privat-Anleger investierten wieder vermehrt im Ausland (vor allem Wertpapieranlagen). Über die vier Vorquartale investierten sie Ende 2013 fast EUR 120 Mrd. im Ausland. Entsprechend gingen die (öffentlichen) Kredite der Bundesbank zurück. Wir erwarten, dass sich diese Normalisierung 2014 fortsetzt. Insgesamt stieg Deutschlands Netto-Kapitalexport 2013 auf 9,2% des BIP nach 8,4% im Vorjahr und überstieg damit sogar den viel diskutierten Leistungsbilanzüberschuss von 7 ½% des BIP.

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

<sup>7</sup> Siehe Peters, Heiko und Oliver Rakau (2012). Ausblick Deutschland: Zunehmend im Griff der Eurokrise. Deutsche Bank Research.

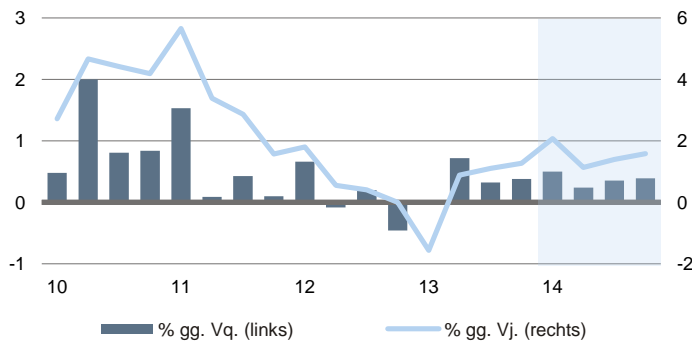




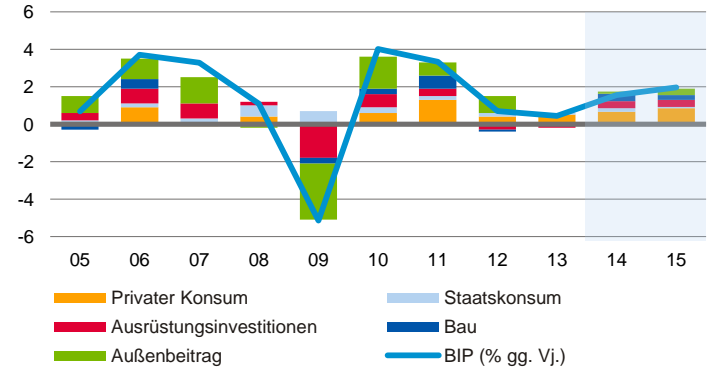
Chartbook – Gesamtwirtschaft

- Das deutsche BIP stieg 2013 um real 0,4%. Die Verlangsamung gegenüber dem Vorjahr (0,7%) ist vor allem dem schwachen Winterhalbjahr 2012/2013 geschuldet. Danach beschleunigte sich das Wachstum. In Q3 (+0,3%) und vor allem in Q4 (+0,4%) wuchs das BIP etwas schneller als die Potentialrate von gut ¼% gg. Vq.
- In Q4 trieb vor allem der Außenhandel das Wachstum (+1,1%-P.). Investitionen trugen nur leicht zum Wachstum bei – der Konsum nicht. Dagegen dämpfte der Lagerabbau merklich – eine aus statistischen Gründen mit Vorsicht zu interpretierende Zahl. Die enttäuschende Inlandsdynamik dürfte aber keine Trendwende markieren.
- Stimmungsindikatoren sowie die starke Industrieproduktion und Einzelhandelsumsätze im Januar/Februar deuten daraufhin, dass sich das Wachstum in Q1 2014 weiter beschleunigt hat. Für unsere Prognose von 0,5% Wachstum gibt es deutliche Aufwärtsrisiken. Allerdings geht der Dynamikgewinn vor allem auf einen ungewöhnlich milden Winter zurück, der z.B. Bauaktivitäten begünstigt. In Q2 dürfte es eine Gegenbewegung geben (+0,2%).
- Die Erwartung eines schwächeren Q2 wird auch durch die Rückgänge der Erwartungen im Bausektor gestützt. Dagegen glichen der gesamte ifo-Index und der PMI im April die zum Teil deutlichen Rückgänge aus dem März wieder in etwa aus. Effekte der Russland-Ukraine-Spannungen sind bislang nicht sichtbar. Insgesamt deuten die Stimmungsindikatoren derzeit auf eine stabile, sehr robuste inländische Konjunktur hin. Die Unsicherheit über die weiteren Entwicklungen in Osteuropa und die bislang weiterhin eher schwachen Stimmungsindikatoren in China dämpfen die außenwirtschaftlichen Perspektiven, dagegen scheint sich die US-Konjunktur nach dem durch starke Schneefälle belasteten Q1 wieder zu kräftigen.
- Dank Quartalswachstumsraten von im Schnitt 0,4% gg. Vq. sollte das BIP 2014 um 1,5% zulegen. Die Binnenwirtschaft dürfte wie im Vorjahr der Hauptwachstumstreiber sein. Vor allem der private Konsum (+1,2% gg. Vj.) sollte dank der Arbeitsmarktdynamik Impulse geben. Bau- und Ausrüstungsinvestitionen sollten zulegen können. Der Außenbeitrag dürfte nur leicht positiv ausfallen, da steigende Importe die Exporterholung größtenteils kompensieren.

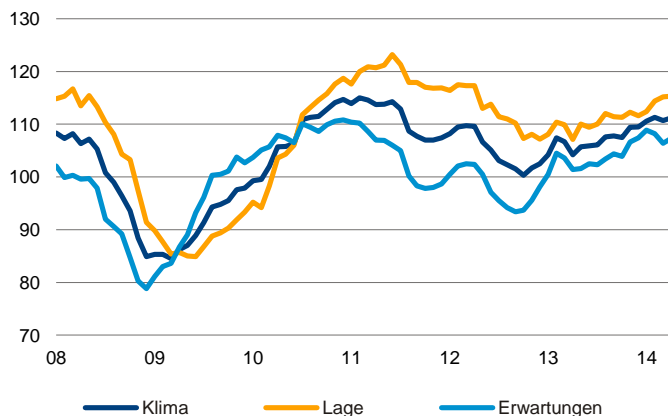
Entwicklung des realen BIP



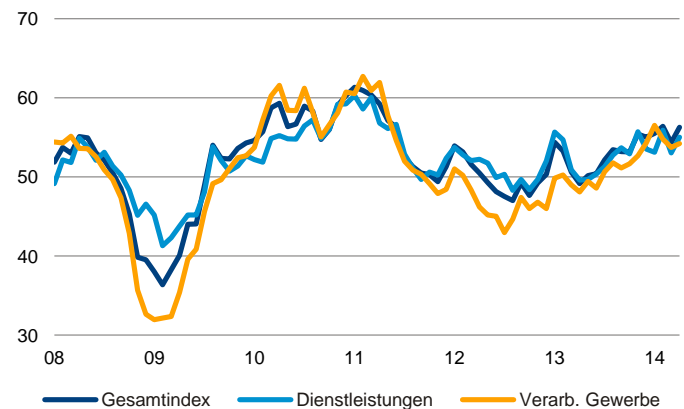
Beitrag zum realen BIP-Wachstum (%-Punkte)



ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt (2005=100)



Einschätzungen der Einkaufsmanager (PMI, Index)



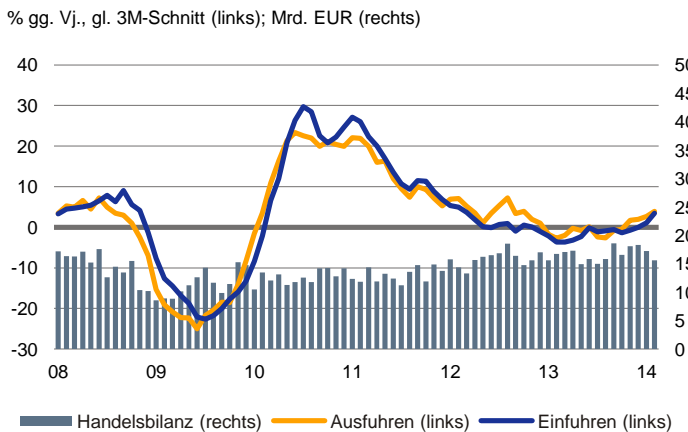
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research



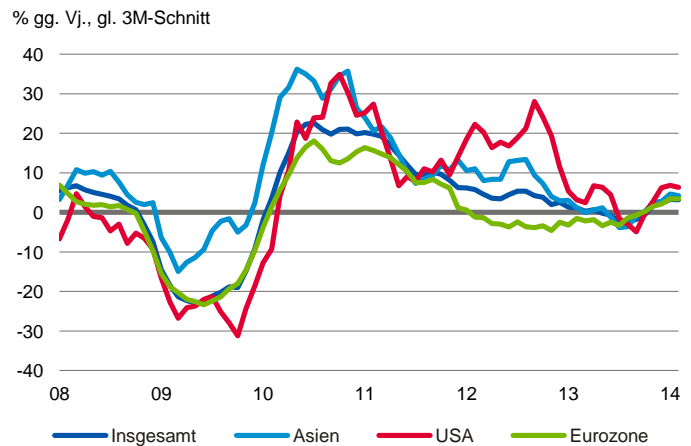
Chartbook – Außenhandel

- Der Außenhandel war 2013 schwach. Warenexporte fielen um 0,2% und Importe um gut 1%. Etwa zur Jahresmitte hatte er aber seinen Tiefpunkt erreicht und auf einen moderaten Erholungskurs eingeschwenkt. Im Februar 2014 lagen die deutschen Ausfuhren um 4,0% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt) und die Einfuhren um 3,4%. Dies ist teilweise der schwachen Vorjahresbasis geschuldet. Dank der relativ stärkeren Dynamik der Exporte erhöhte sich der monatliche Handelsbilanzüberschuss in H2 2013 auf zwischenzeitlich über EUR 18 Mrd. Zuletzt fiel der saisonbereinigte Überschuss allerdings und lag im Februar 2014 bei EUR 15,6 Mrd.
- Die Exporterholung ist regional breit angelegt. So lagen die Ausfuhren in die Eurozone (Exportanteil 2013: 37%) dank dem Ende der Rezession im Februar 3,5% über Vorjahr. Das Plus bei den USA (Anteil: 8%) lag sogar bei 6,3%, und bei Asien (Anteil: 16%) betrug es 4,2%.
- Vor allem der Automobilsektor stützt derzeit die Erholung (Feb. +7,4% gg. Vj.). Insbesondere im europäischen Auto- markt dürfte es nach den Jahren der Krise und Konsumzurückhaltung einen gewissen Nachholbedarf geben. Die Ex- porte der anderen deutschen Paradebranche, der Maschinenbau, befanden sich nur leicht über Vorjahresniveau (+0,7%). Die Auslandsnachfrage im Metallgewerbe hat sich bislang nicht spürbar erholt (-5,8%).
- Frühindikatoren wie die ifo-Exporterwartungen deuten auf eine temporäre Erholung hin. Allerdings haben sie sich zu- letzt merklich eingetrübt. Dies könnte mit den politischen Spannungen in Osteuropa zusammenhängen. Abhängig von dem Umfang möglicher weiterer Sanktionen gg. Russland könnte dies die deutschen Exporte dämpfen. Russland nahm 2013 3,3% der deutschen Ausfuhren ab. Zudem zeigten die US-amerikanischen und chinesischen Daten zuletzt Schwächen. Im Falle der USA scheint die Schwächephase vorüber zu sein. Bei China hält sie bislang noch an.

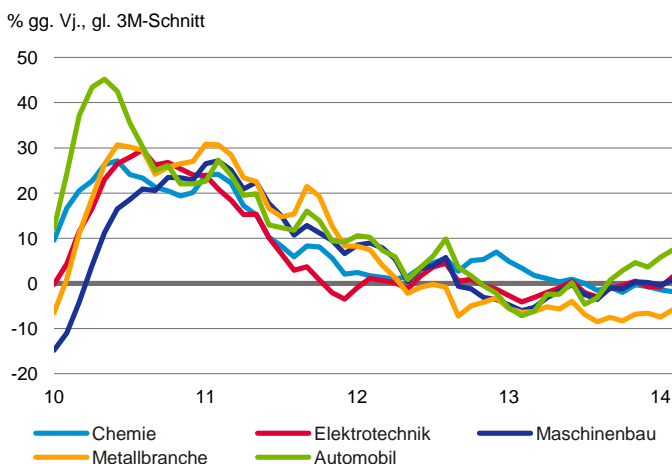
Warenhandel



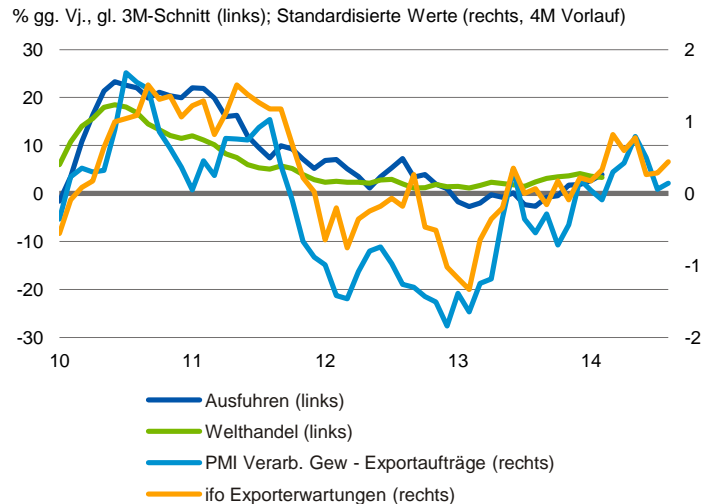
Deutsche Ausfuhren nach Regionen



Ausfuhren nach Sektoren



Ausfuhren und Frühindikatoren



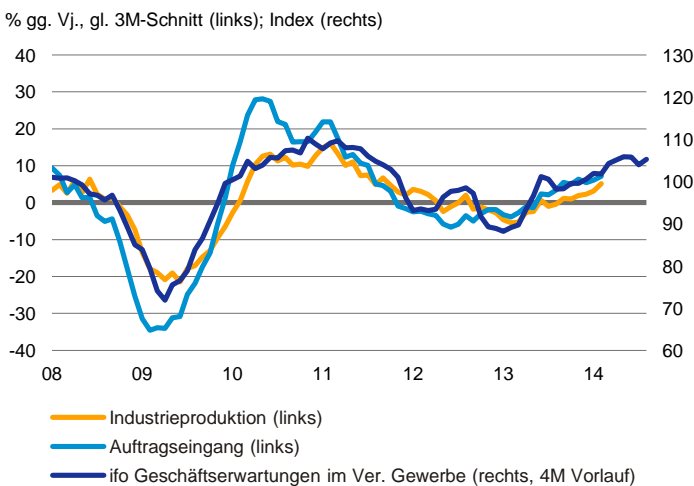
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research, CPB



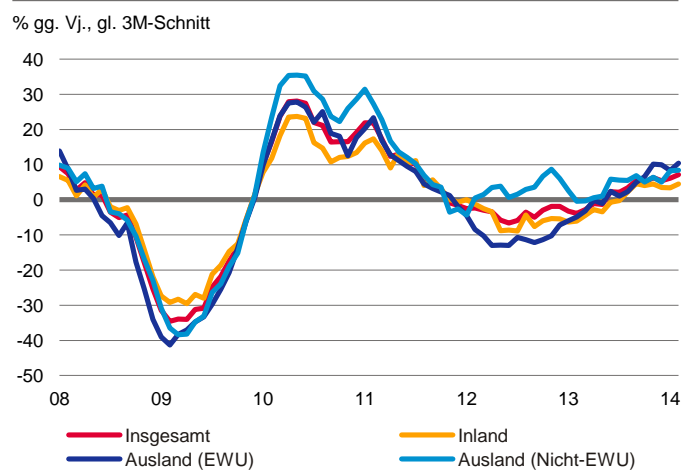
Chartbook – Industrie

- Die Industrie spiegelte im Verlauf des letzten Jahres zunehmend die konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft. Dank vieler Großaufträge vor allem für den Flugzeugbau lag der Auftragseingang im Feb. 2014 7,1% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt). Auch ohne Großaufträge ist das Plus spürbar (+6,3%). Bei der Produktion ist die Erholung bislang weniger ausgeprägt (+5,2%). Begünstigt durch das milde Wetter stieg die Produktion im Bau im Dez. und Jan merklich an und verharrte auf einem hohen Niveau im Feb.
- Der ifo-Index und der PMI deuten auf eine weitere Beschleunigung der Industrieproduktion in der kurzen Frist und eine Verlangsamung im Verlaufe des Q2 hin bei (bislang begrenzten) außenwirtschaftlichen Risiken.
- Von den größten Industriebranchen dürfte 2014 die Automobilindustrie das höchste Produktionswachstum erzielen. Wir rechnen mit einem Zuwachs von real etwa 5%. Maßgeblich für den Aufschwung ist u.a. die wieder anziehende Auto-nachfrage aus Westeuropa. Hier kommen deutsche Hersteller auf einen Marktanteil von rd. 50%. Auch im Maschinenbau ist ein kräftiges Fertigungsplus von etwa 4% möglich. Die Branche dürfte von steigenden Aufträgen aus dem Ausland und der günstigeren Investitionsneigung im Inland profitieren. Ähnliche Argumente treffen auf die Elektrotechnik zu, wo 2014 die inländische Produktion um 3,5% steigen dürfte. Für die Chemieindustrie rechnen wir mit einem Plus von etwa 3%. Die Branche profitiert von einem statistischen Überhang Ende 2013, d.h., die Dynamik im Jahresverlauf 2014 dürfte weniger stark ausfallen als in den anderen großen Industriebranchen. Das Ernährungs-gewerbe, eine ohnehin stabile Branche, könnte ein moderates Plus von 1% erzielen. Unter dem Strich dürfte die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe 2014 um real etwa 4% steigen (nach -0,1% im Jahr 2013).

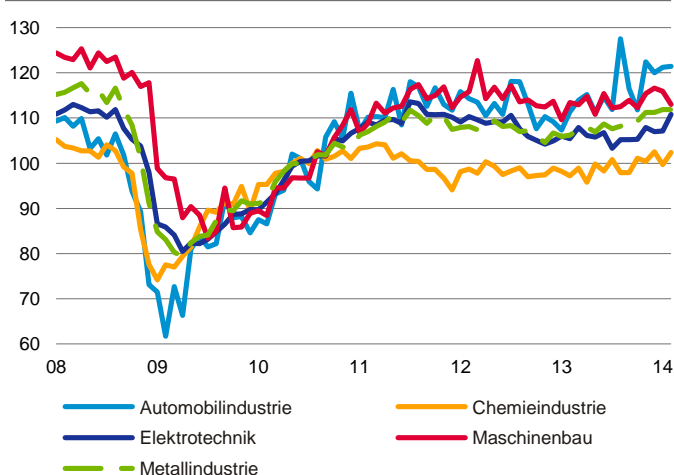
Industrieproduktion, Auftragseingang & ifo-Erwartungen



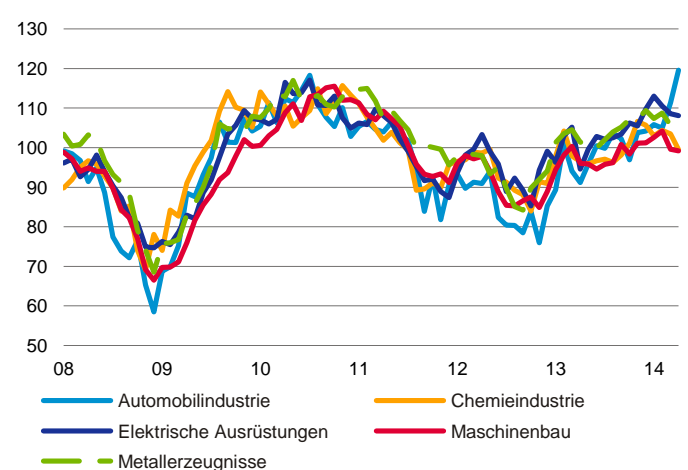
Auftragseingang nach Ursprung



Produktion der größten Industriebranchen (2010=100, sb.)



ifo Geschäftserwartungen der größten Industriebranchen (2005=100)



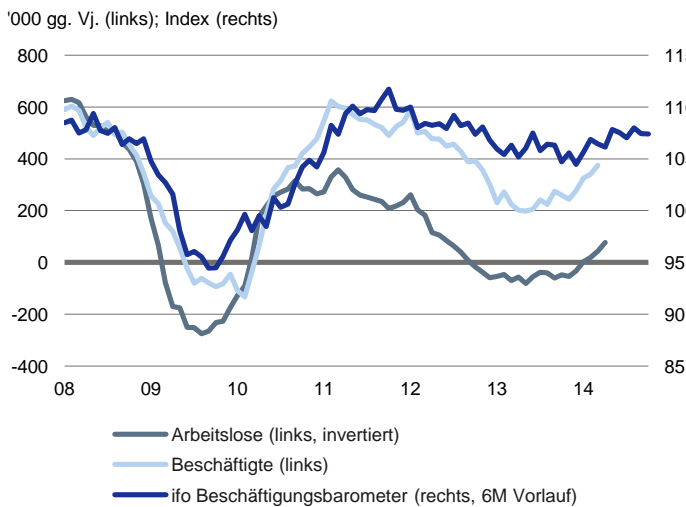
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo



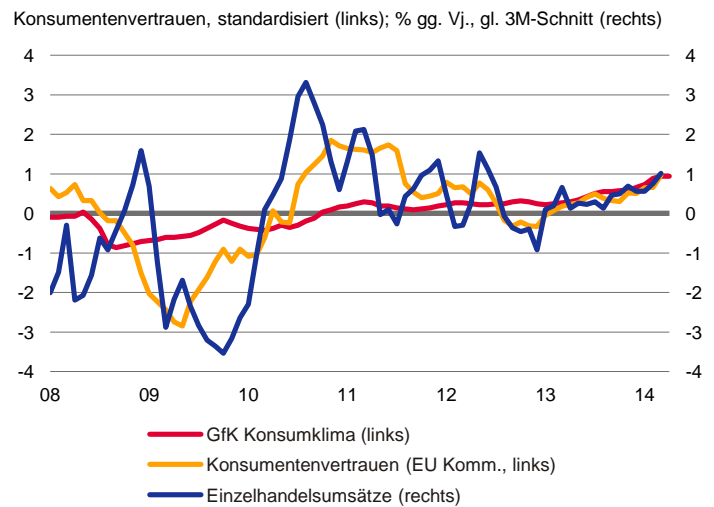
Chartbook – Inländische Nachfrage

- Die konjunkturelle Erholung seit dem Frühjahr 2013 schlug sich Ende 2013 zunehmend in Aufwärtstendenzen am Arbeitsmarkt nieder und wurde zuletzt zusätzlich durch den milden Winter gestützt. So fiel die Zahl der Arbeitslosen in den letzten drei Monaten um im Schnitt 18 Tsd. gg. Vm. und lag dadurch wieder merklich unter Vorjahr, wobei die Quote im April jedoch unverändert bei 6,7% stand. Der Beschäftigungsaufbau nahm ebenfalls zu (3M-Schnitt: +47 Tsd. gg. Vm.; +0,8% gg. Vj.). Wegen Zuwanderung und steigender Erwerbsquoten legt die Beschäftigung weiter stärker zu als die Arbeitslosigkeit abnimmt. Frühindikatoren (ifo-Beschäftigungsbarometer/PMI) deuten für die nächsten Monate eine positive Entwicklung am Arbeitsmarkt an. Die Arbeitslosenquote sollte 2014 auf 6,6% sinken ('13: 6,9%).
- Die Einzelhandelsumsätze lagen im März um 0,3% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt) und folgen einem moderaten aber volatilen Aufwärtskurs. Die Dynamik bleibt wie üblich hinter jener des privaten Konsums zurück (Q4 2013: +1,0% gg. Vj.). Die Rekordstände beim GfK-Konsumklima (7-Jahreshoch) und Konsumentenvertrauen (höchster Stand seit Mitte 2011) sowie der stützende Arbeitsmarkt lassen eine anhaltend positive Entwicklung erwarten.
- Nach dem schwachen Vorjahresergebnis sollten sowohl die Ausrüstungs- als auch die Bauinvestitionen 2014 wieder zum BIP-Wachstum beitragen. Die inländischen Investitionsgüterbestellungen lassen bislang zwar noch nicht auf eine ausgeprägte Erholung schließen. Im Zuge einer kräftigen Binnenkonjunktur sowie eines stärkeren globalen Wachstums erwarten wir aber 2014 einen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen um 5% (2013: -2,4%).
- Die Bauwirtschaft profitiert dank hoher Nettozuwanderung und steigender verfügbarer Einkommen von der zunehmenden Nachfrage nach Wohnraum. Sowohl die Bauaktivität (Feb. +8,5% gg. Vj.) als auch die Auftragseingänge (+16,3%) liegen spürbar über Vorjahr. 2014 könnten die Bauinvestitionen etwa um 4,5% zulegen (2013: +0,1%).

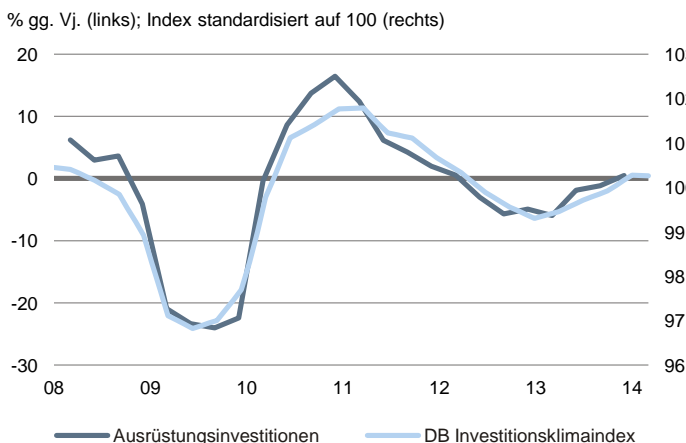
Arbeitslosigkeit, Beschäftigung und ifo Beschäftigungsbarometer



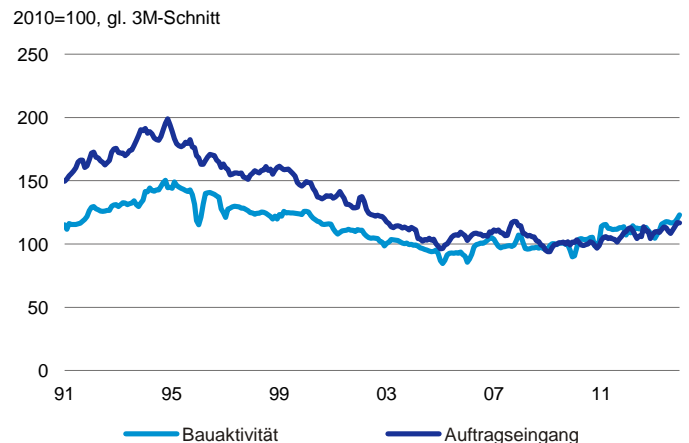
Einzelhandelsumsätze und Konsumentenvertrauen



Ausrüstungsinvestitionen und DB Investitionsklimaindex



Bauhauptgewerbe: Bauaktivität und Auftragseingang



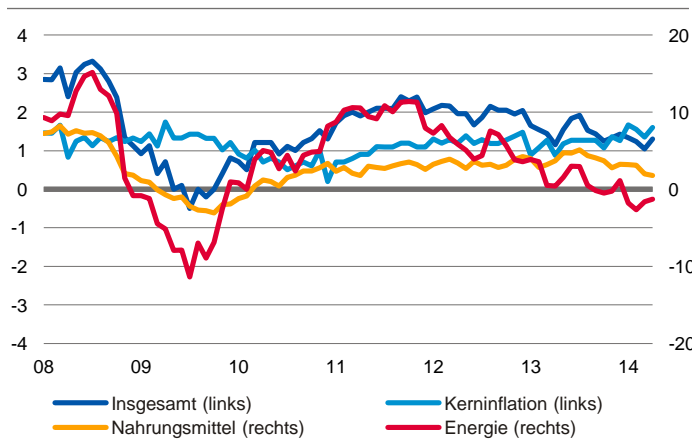
Quellen: Statistisches Bundesamt, GfK, EU-Kommission, ifo, Deutsche Bank Research



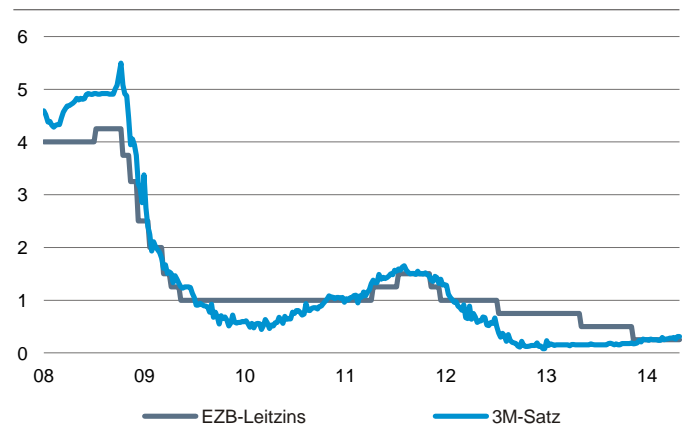
Chartbook – Finanzmärkte

- Im April hat sich die Inflationsrate auf 1,3% erholt, da die Basiseffekte aufgrund des 2013 im März gelegenen Osterfestes wieder ausgeglichen wurden. Im März war sie noch auf den tiefsten Wert seit August 2010 gefallen (1,0%). Die Nahrungsmittelinflation hat sich im April weiter spürbar abgeschwächt (1,8%; Aug. 2013: 5,7%). Die Energiepreise lagen weiter unter Vorjahr (-1,3%) und folgen seit Ende 2011 einem Abwärtstrend. Die Kerninflation dürfte bei 1,6% gelegen haben. Insgesamt bleibt die Preisdynamik extrem moderat. Wir erwarten 2014 eine Inflationsrate von 1,2%.
- Bei der Pressekonferenz nach der EZB-Ratssitzung im April, die keine konkreten Maßnahmen brachte, verschärfte Draghi seine Rhetorik. Er verkündete, dass der EZB-Rat einig sei, auch unkonventionelle Maßnahmen zu nutzen, um eine „zu lange“ Phase niedriger Inflation zu verhindern. Auch wenn nicht klar ist, welche Umstände genau dazu führen würden (niedriger als erwartete Inflation bzw. ein inflationsdämpfender „zu starker“ EUR) und was diese Schritte genau sein könnten (z.B. Kauf von privaten oder Staatsanleihen), sind quantitative Lockerungsmaßnahmen der EZB nunmehr eine realere Option geworden. Wir erwarten Mitte des Jahres eine begrenzte, liquiditätsstützende Maßnahme und im September die Verkündung eines privaten Anleihekaufprogramms.
- Aufgrund der divergierenden Zins- und Wachstumserwartungen für den Euroraum und die USA hat sich der Renditeabstand zwischen den 10-jährigen US Treasuries und den Bunds seit Mitte 2013 in etwa verdoppelt auf zuletzt gut 1%-Punkt. Dank der besseren Konjunkturaussichten und der anhaltend akkommodierenden Politik reduzierten sich die Zinsabstände der Peripherieländer gegenüber Deutschland auf zuletzt nur gut 1,5%-P. (Mitte 2013: rd. 3%-P.).
- Die divergierenden Erwartungen an den Euroraum und die USA spiegeln sich auch in unserer Erwartung, dass der USD gg. dem EUR im Verlaufe des Jahres recht kräftig aufwerten sollte, nachdem das Währungspaar im Verlauf von 2013 und bis zuletzt eher die gegenteilige Entwicklung aufwies. Derzeit liegt der Wechselkurs bei knapp 1,39.

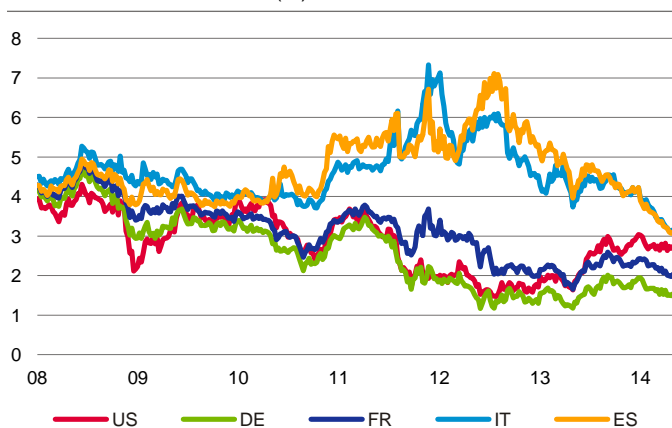
Verbraucherpreise (% gg. Vj.)



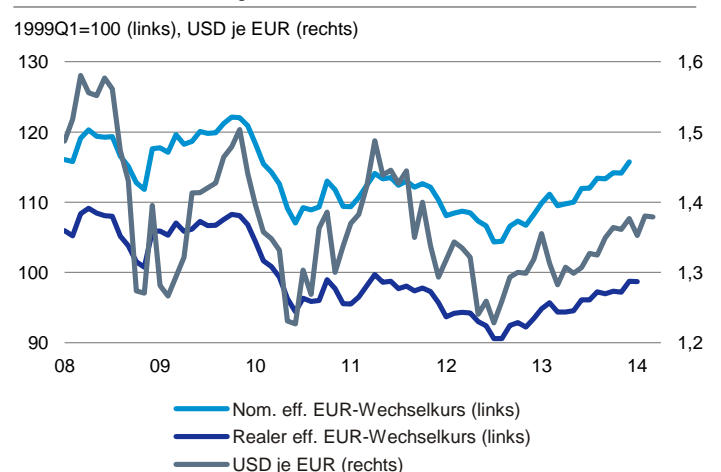
EWU: Leitzins und 3M-Satz (%)



Rendite 10J-Staatsanleihen (%)



Wechselkursentwicklung des Euro



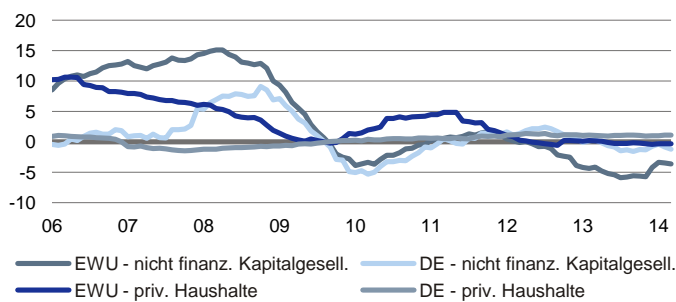
Quellen: Statistisches Bundesamt, EZB, Global Insight, Reuters



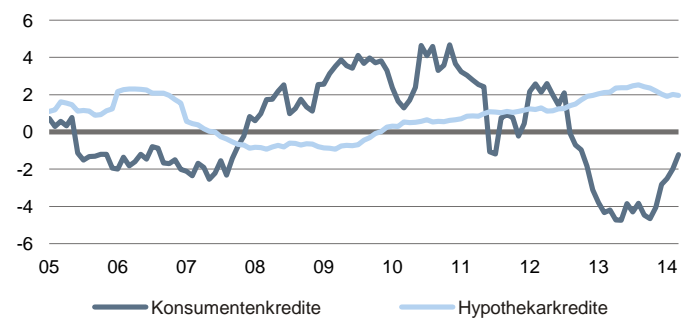
Chartbook – Kreditvergabe

- Die Kreditvergabe an Unternehmen blieb 2013 anhaltend schwach, wobei der Rückgang in der Eurozone stärker ausgeprägt war als in Deutschland. Während die Schrumpfungsprozesse in der Eurozone besonders anhaltendem Deleveraging geschuldet sind, spiegeln diese in Deutschland eher eine verhaltene Investitionstätigkeit und Rückgriff auf alternative Finanzierungsmöglichkeiten wider. Zu Jahresbeginn 2014 haben die Rückgänge in der Eurozone zwar an Schärfe verloren, dennoch stellte sich keine nachhaltige Belebung ein: im März -3,6% in der Eurozone und in Deutschland zuletzt -1,2% (gg. Vorjahr).
- Auch die Haushalte in der Eurozone bauen weiter Verbindlichkeiten ab (-0,3% gg. Vj.). Dagegen steigt die Kreditvergabe an Haushalte in Deutschland weiter leicht an: Im März Zuwächse von rd. 1,1%.
- Das stabile aber insgesamt nur leichte Kreditwachstum in Deutschland ist vor allem durch die Entwicklungen bei Hypothekarkrediten bedingt (im März erneut +2% gg. Vj.). Auch hier setzt sich der Trend des vergangenen Jahres fort, wo Zuwächse knapp über der 2%-Marke zu beobachten waren. Angesichts der niedrigen Zinsen (2,8% Feb.) zeigt sich das Wachstum bei Immobilienkrediten vergleichsweise moderat, was teils Portfolioumschichtungen sowie lokalen Angebotsknappheiten auf Immobilienmärkten geschuldet sein dürfte. Das Geschäft mit Konsumentenkrediten war dagegen auch im März leicht rückläufig (-1,2% gg. Vj.). Eine stabile Einkommens- und Erwerbssituation in Deutschland bedingt – trotz des niedrigen Zinsniveaus – eine gebremste Kreditnachfrage auf Seiten vieler Haushalte, da Anschaffungen auch aus Einkommen bzw. Vermögen finanzieren werden.
- Aus Unternehmenssicht gestalten sich die Bedingungen für Kreditfinanzierung in Deutschland weiter günstig. So lagen die Zinsen für Unternehmenskredite im Februar erneut bei 3%.
- Weniger als ein Fünftel der Unternehmen aus der gewerblichen Wirtschaft schätzt die Kreditvergabe gegenwärtig als restriktiv ein – mit 18,2% erreichte der Anteil im April einen historischen Tiefstand. Auch für das Baugewerbe gestaltet sich der Zugang zu Krediten weiterhin sehr günstig. Aktuell liegt hier die Kredithürde mit 23,8% leicht unter dem Jahresdurchschnitt vom Vorjahr (24,7%). Dem vergleichsweise leichten Zugang zu Kreditmitteln steht das schwache Wachstum der Kreditvolumina bei Unternehmenskrediten in Deutschland entgegen.

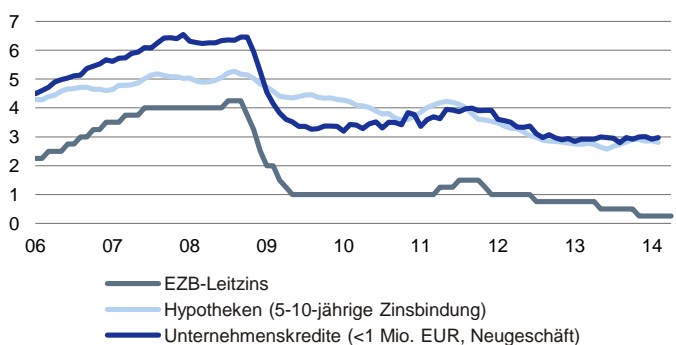
Kredite an den privaten Sektor (% gg. Vj.)



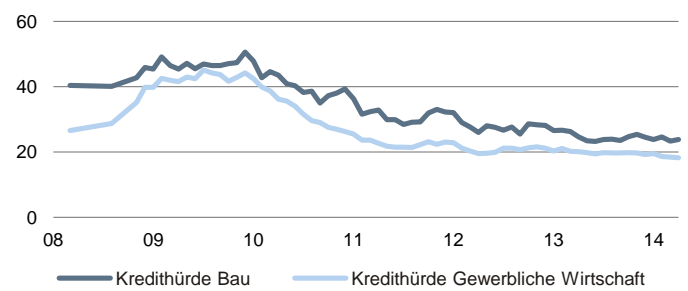
Kredite an private Haushalte (% gg. Vj.)



Zinssätze (%)



Kreditbedingungen aus Sicht der Unternehmen



Kredithürde: Prozentsatz der Unternehmen, die angeben, Kreditvergabe sei restriktiv. Höhere Werte bedeuten restriktiveren Zugang aus Unternehmenssicht.

Quellen: EZB, ifo, Deutsche Bank Research

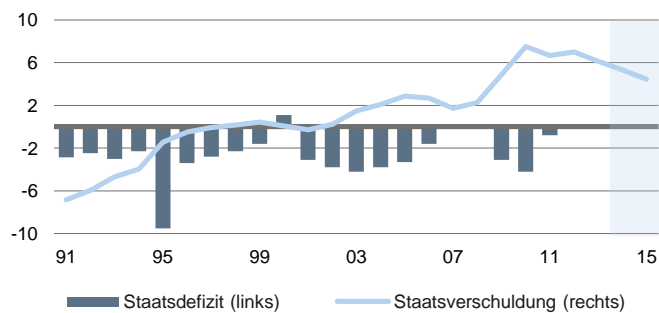


Chartbook – Staatsfinanzen

- Mit einem ausgeglichenen Finanzierungssaldo konnte Deutschland neben Luxemburg als einziges Euroland 2013 ohne ein Defizit im Haushalt auskommen. Bund und Länder weisen aber nach wie vor Defizite aus. Nur dank der Überschüsse von Kommunen und Sozialversicherungen konnte der Gesamthaushalt mit einem Überschuss abschließen.
- Der öffentliche Schuldenstand belief sich Ende 2013 auf 78,4% des BIP. Dies spiegelt einerseits die gute Situation auf der Einnahmeseite wider, andererseits führt der anhaltende Portfolioabbau bei den Bad Banks quasi automatisch zu einem Rückgang der Verschuldung.
- Auch in den nächsten Jahren dürfte die Staatsverschuldung kontinuierlich zurückgehen. Regierung und EU-Kommission erwarteten bisher, dass sie bereits 2017 auf unter 70% des BIP sinken könnte. Angesichts der Pläne der neuen Regierungskoalition, die in den nächsten Jahren zu einem merklichen Ausgabenanstieg führen dürften, erscheint diese Prognose inzwischen allerdings durchaus optimistisch. Allein aus geplanten Leistungsausweitungen bei der Rente resultiert eine Belastung von mindestens 0,5% des BIP.
- Die Steuereinnahmen des Staates nehmen weiter kontinuierlich zu. Zuletzt hat sich der der Anstieg wieder verstärkt. Vor allem die Einkommensteuer trägt zum guten Wachstum der Steuereinnahmen bei.

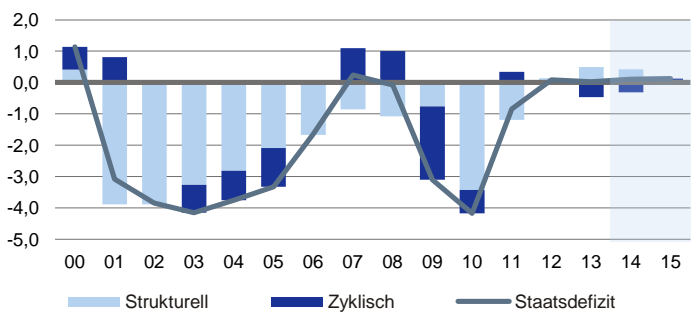
Staatsverschuldung und -defizit

in % des BIP



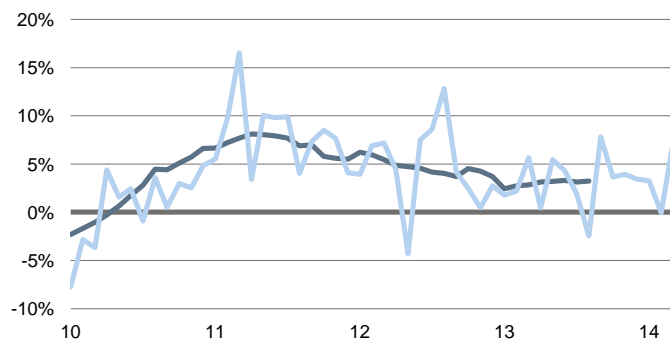
Staatsdefizit

Gesamtstaat, in % des BIP



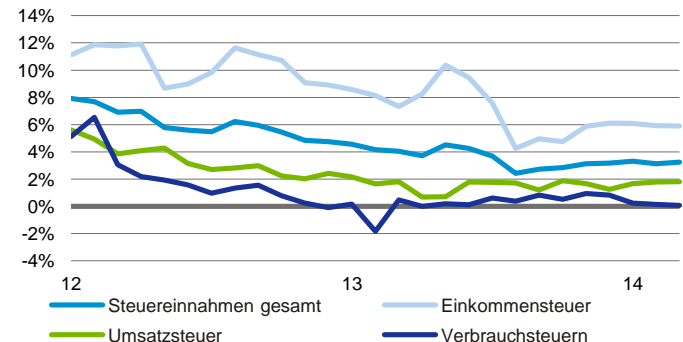
Steuereinnahmen

Veränderung ggü. Vorjahresmonat und als 12 Monatsdurchschnitt



Entwicklung wichtiger Steuern

Veränderung ggü. Vorjahr, 12 Monatsdurchschnitt



Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission, Bundesbank



## Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
5./6. Mai	Eurogruppe/ECOFIN-Sitzung	Debatte über wirtschaftliche Lage in der Eurozone sowie Fragen der Bankenunion.
6.-8. Mai	Sitzung des Arbeitskreises Steuerschätzung, Berlin	Wenig Überraschendes zu erwarten. Angesichts leichter Anhebung der Wachstumsprognose der Bundesregierung im Januar dürften die Steuereinnahmen noch einmal nach oben korrigiert werden. In Finanzplanung des Bundes ist dies schon antizipiert.
8. Mai	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
22.-25. Mai	Wahlen zum Europäischen Parlament (EP)	Europawahlen könnten zu Stimmenzuwachs bei EU-skeptischen Parteien führen. Nach Aufhebung der 3-Prozent-Hürde durch das Bundesverfassungsgericht haben selbst einige kleinere Splittergruppen Chancen in das EP einzuziehen, dementsprechend dürften etablierte Parteien Sitze verlieren.
27. Mai	Europäischer Rat, Brüssel	Informelles Dinner.
28. Mai	Zusammenkunft des Stabilitätsrates, Berlin	Voraussichtlich u.a. Prüfung der Einhaltung der Vorgaben der Schuldenbremse sowie der Sanierungsverfahren v.a. der Länder Bremen und Saarland.
4./5. Juni	G7-Gipfel, Brüssel	Der ursprünglich als G8-Gipfel in Sotschi vorgesehene Termin wurde nach einem Treffen der G7-Staats- und Regierungschefs zur Ukraine-Krise am 24. März in Brüssel abgesagt. Die Gruppe der 7 haben Russlands Mitgliedschaft ausgesetzt.
5. Juni	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
19./20. Juni	Eurogruppe/ECOFIN-Sitzung, Luxemburg	Europäisches Semester: Debatte über Stabilitäts- und Konvergenzprogramme sowie spezifische Empfehlungen für die Eurozone, IWF-Konsultationen (nach Art. IV) mit der Eurozone, Griechisches Anpassungsprogramm, Bankenunion und Fragen der Eurozone.
26./27. Juni	Europäischer Rat, Brüssel	Voraussichtlich u.a. wirtschaftliche Lage sowie Außenbeziehungen (v.a. Ukraine).

Quelle: Deutsche Bank 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
7. Mai 2014	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Mrz.	-0,8	0,6
8. Mai 2014	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Mrz.	0,2	0,4
9. Mai 2014	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Mrz.	15,9	15,6
9. Mai 2014	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Mrz.	-1,0 (1,7)	-1,4 (3,5)
9. Mai 2014	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Mrz.	-1,5 (3,8)	0,4 (5,8)
15. Mai 2014	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q1 2014	0,5	0,4
22. Mai 2014	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Mai	53,7	54,2
22. Mai 2014	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Mai	54,5	55,0
23. Mai 2014	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Mai	110,5	111,2
28. Mai 2014	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Mai	6,6	6,7
30. Mai 2014	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Apr	-0,5 (-2,7)	-0,6 (-3,3)
30. Mai 2014	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Apr	0,5	-0,7
2. Juni 2014	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Mai	0,4 (1,3)	0,3 (1,0)

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

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,125	0,10	0,25	0,50	0,00	0,75	0,20	1,50	2,50	2,50	0,05
Jun 14	0,125	0,10	0,25	0,50	0,00	0,75	0,20	1,50	2,50	2,50	0,05
Sep 14	0,125	0,10	0,25	0,50	0,00	0,75	0,20	1,50	2,50	2,60	0,05
Mrz 15	0,250	0,10	0,25	0,50	0,00	0,75	0,30	1,50	3,50	3,25	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,23	0,21	0,35	0,53
Jun 14	0,35	0,20	0,35	0,52
Sep 14	0,35	0,20	0,38	0,52
Mrz 15	0,35	0,20	0,40	0,52

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,67	0,62	1,50	2,69	0,89	1,97	1,59	2,86
Jun 14	2,50	0,60	1,85	2,90	1,10	2,40	1,90	3,10
Sep 14	3,00	0,70	2,05	3,00	1,25	2,55	2,10	3,20
Mrz 15	3,25	0,80	2,35	3,30	1,45	2,80	2,45	3,30

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,38	102,58	0,82	1,68	1,22	9,04	7,46	8,28	4,19	309,18	27,44
Jun 14	1,32	109,00	0,82	1,61	1,25	8,70	7,46	8,35	4,09	303,80	27,00
Sep 14	1,29	112,00	0,81	1,59	1,26	8,58	7,46	8,28	4,00	297,50	27,00
Mrz 15	1,20	116,00	0,80	1,50	1,27	8,35	7,46	8,00	3,98	301,50	27,00

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

	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Nov 2013	Dez 2013	Jan 2014	Feb 2014	Mrz 2014	Apr 2014
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	105,3	107,2	108,8	110,9		109,4	109,5	110,6	111,3	110,7	111,2
ifo Geschäftserwartungen	101,8	103,4	106,0	107,8		106,6	107,4	108,9	108,2	106,4	107,3
PMI Composite	49,9	52,9	54,5	55,4		55,4	55,0	55,5	56,4	54,3	56,3
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	100,4	102,7	104,5	106,9		105,2	105,2	106,3	107,3	107,0	107,5
PMI Verarbeitendes Gewerbe	48,7	51,2	52,9	55,0		52,7	54,3	56,5	54,8	53,7	54,2
Produktion (% gg. Vp.)	1,5	0,8	0,5			2,3	0,1	0,7	0,4		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,0	1,5	2,3			0,7	0,1	0,1	0,6		
Grad der Kapazitätsauslastung	82,1	83,2	83,2	83,4	84,3						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	10,9	1,4	0,0			1,2	2,1	3,1	2,4		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,5	-1,1	3,5			5,6	-1,5	4,3	-3,1		
ifo Bauhauptgewerbe	123,7	120,4	121,2	122,6		121,0	123,6	124,2	123,1	120,6	120,7
<b>Dienstleistungen</b>											
PMI Dienstleistungen	49,9	52,6	54,1	54,0		55,7	53,5	53,1	55,9	53,0	55,0
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-4,2	-3,2	-2,8	0,3		-2,1	-2,2	-0,8	-0,7	2,3	3,1
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,2	-0,2	-0,2	1,3		1,0	-1,6	2,0	0,4	-0,7	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-3,7	-1,4	1,6	2,8		-2,0	5,4	-2,0	4,3	5,4	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	2,8	0,6	3,9			-0,4	1,8	-1,3	0,2		
Exporte (% gg. Vp.)	0,5	0,2	1,7			0,7	-0,9	2,2	-1,4		
Importe (% gg. Vp.)	1,2	-0,3	0,5			-1,2	-1,4	4,1	0,4		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	48,1	49,4	53,0			18,1	18,3	17,3	15,6		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,9	6,8	6,9	6,7		6,9	6,8	6,8	6,7	6,7	6,7
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	23,0	1,0	13,3	-54,7		7,0	-19,0	-29,0	-16,0	-14,0	-25,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,5	0,6	0,6	0,8		0,6	0,7	0,8	0,8	0,9	
ifo Beschäftigungsbarometer	104,9	106,3	107,2	107,5		107,8	107,5	107,0	108,0	107,4	107,4
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,5	1,7	1,3	1,0		1,6	1,2	1,2	1,0	0,9	1,1
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,0	1,2	1,1	1,1		1,7	0,7	1,2	1,2	0,9	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-0,1	-0,3	-0,7	-1,0		-0,8	-0,5	-1,1	-0,9	-0,9	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-7,0	-12,2	-10,4	-11,1		-9,8	-10,2	-11,0	-11,0	-11,3	
Ölpreis (USD)	102,5	110,4	109,3	108,2		108,0	110,8	108,3	108,9	107,5	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	22,5	26,2	25,5	22,0		24,6	25,5	24,0	22,0	19,9	18,0
EC Unternehmensumfrage	-0,6	2,8	6,1	5,6		5,8	8,6	7,8	4,8	4,1	2,5
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	1,5	1,3	1,0								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,7	2,2	1,8								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	1,1	1,3	1,7								
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	3,8	2,4	2,7	3,4		1,3	2,7	3,1	3,9	3,4	
Trend von M3						2,0	2,4	3,2	3,5		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	1,3	-4,0	-3,1			-3,9	-3,1	-3,8	-3,9		
Kredite an öffentliche Haushalte	-22,4	-17,7	-17,1			-12,7	-17,1	-5,8	-5,8		

% 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.

- ▶ 2% Wachstum in 2015 trotz belastender Beschäftigungspolitik (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 28. Februar 2014
- ▶ Weiter im Aufwind (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 27. Januar 2014
- ▶ Aufbruch in die Vergangenheit (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 29. November 2013
- ▶ Trotz Wachstum in der Kritik (Research Briefing – Konjunktur) ..... 19. November 2013
- ▶ Von Übertreibungen und Ängsten (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 31. Oktober 2013
- ▶ Arbeitsmarkt: Weiter im Aufwind (Research Briefing – Konjunktur) ..... 15. Oktober 2013
- ▶ Deutschland nach der Wahl (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 1. Oktober 2013
- ▶ Ja mei, is denn scho o'zapft? (Research Briefing – Konjunktur) ..... 16. September 2013
- ▶ Deutsches BIP +0,5% in 2013 – trotz Verlangsamung in H2 (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 2. September 2013
- ▶ Das Wandern ist des Deutschen Lust (Research Briefing – Konjunktur) ..... 15. August 2013

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

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

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2014. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis 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