



# Ausblick Deutschland

## Deutsches BIP +0,5% in 2013 – trotz Verlangsamung in H2

2. September 2013

### Autoren

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

DB Research Management  
Ralf Hoffmann | Bernhard Speyer

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosetabellen.....	2
Deutsches BIP +0,5% in 2013 – trotz Verlangsamung in H2 .....	3
Anlageverhalten deutscher Haushalte: Risikoaversion im Zuge der Finanzkrise merklich gestiegen.....	5
Grafik des Monats.....	14
Chartbook: Konjunktur .....	16
Chartbook: Branchen.....	19
Chartbook: Finanzmärkte.....	20
Chartbook: Wirtschaftspolitik.....	25
Eventkalender.....	26
Datenkalender .....	27
Finanzmarktprognosen .....	28
Datenmonitor.....	29

### Deutsches BIP +0,5% in 2013 – trotz Verlangsamung in H2

Wir haben unsere Prognose für das deutsche BIP-Wachstum in 2013 von 0,1% auf 0,5% angehoben. Dies liegt allerdings nicht in einer optimistischeren Einschätzung der Dynamik des zweiten Halbjahres begründet, sondern ist Ergebnis des auf Einmaleffekte zurückzuführenden Wachstumsschubs in Q2 (0,7% gg. Vj.) und von Revisionen des Verlaufs von 2012, die aufgrund eines geringeren Unterhangs zu einem höheren Jahresdurchschnitt für 2013 führen. Das deutsche BIP ist im 2. Quartal mit 0,7% gg. Vq. (0,9% gg. Vj.) etwas stärker als erwartet gestiegen. Die Wachstumsimpulse kamen überwiegend von der inländischen Verwendung, die 0,5 Prozentpunkte zum Wachstum beitrug. Diese verteilte sich gleichmäßig auf den privaten Konsum und die Anlageinvestitionen, die beide jeweils 0,3 Prozentpunkte beitrugen. Ein Abbau der Vorräte reduzierte das Wachstum um 0,1 Prozentpunkte. Schätzungen des BIP-Anstiegs in Q3 mit Hilfe von Regressionen auf das ifo-Geschäftsklima bzw. den Index der Einkaufsmanager deuten auf eine Quartalsrate zwischen ¼% bis ½% hin. Allerdings haben diese Modelle hohe Fehlermargen. Insgesamt untermauern diese (begrenzten) Informationen unsere Erwartung von Wachstumsraten von rund 0,3% in Q3 und Q4, was in etwa der Potentialrate entspricht.

### Anlageverhalten deutscher Haushalte: Risikoaversion im Zuge der Finanzkrise merklich gestiegen

Der in den 90er Jahren zu beobachtende Trend zu Anlagen mit höherer Rendite ist spätestens seit dem Ausbruch der Finanzkrise gebrochen. Private Haushalte präferieren seither bei ihren Finanzanlagen Bargeld und Einlagen bei Finanzinstituten, also Anlagen ohne bzw. mit nur sehr geringen Risiken. Dies verringert zwar das Verlustrisiko, birgt allerdings den Nachteil einer niedrigen Rendite. Private Haushalte in den Peripherieländern der Eurozone wiesen eine merklich höhere Risikobereitschaft bei ihren Finanzanlagen auf. Ihre Finanzvermögen sind in den vergangenen Dekaden entsprechend merklich stärker gestiegen. Zuletzt ist allerdings auch hier tendenziell eine Zunahme der Risikoaversion festzustellen. Finanzvermögen deutscher Haushalte rangieren mit insgesamt 187% des BIP oder EUR 123.100 je Haushalt im europäischen Vergleich im unteren Mittelfeld. Das Einbeziehen der Sachvermögen in die Analyse verändert das Bild nur wenig. Der typische deutsche Haushalt rangiert beim Gesamtvermögen im europäischen Vergleich am unteren Ende. Dies resultiert vor allem daraus, dass weniger als die Hälfte der deutschen Haushalte in einem Eigenheim wohnen.



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

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

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

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

	2010	2011	2012	2013P	2014P	2012				2013			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3P	Q4P
BIP	4,0	3,3	0,7	0,5	1,5	0,7	-0,1	0,2	-0,5	0,0	0,7	0,3	0,3
Privater Konsum	1,0	2,3	0,8	0,9	1,0	0,0	0,0	0,3	0,1	0,2	0,5	0,4	0,3
Staatsausgaben	1,3	1,0	1,0	0,8	0,7	0,4	-0,5	0,6	0,1	0,1	0,6	0,1	0,1
Anlageinvestitionen	5,7	6,9	-2,1	-1,2	3,4	-0,4	-1,9	0,1	-0,6	-2,1	1,9	0,4	0,6
Ausrüstungen	10,0	5,8	-4,0	-2,5	4,1	-0,4	-3,7	-0,6	-0,3	-2,1	0,9	0,5	1,0
Bau	3,2	7,8	-1,4	-1,1	2,2	-0,5	-1,0	0,5	-1,0	-2,2	2,6	0,3	0,3
Lager, %-Punkte	0,4	-0,1	-0,5	0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,4	-0,1	-0,1	0,0
Exporte	15,2	8,0	3,2	1,7	6,5	1,7	1,4	0,5	-1,6	-0,7	2,2	2,0	2,3
Importe	12,5	7,4	1,4	2,5	6,7	0,1	0,7	0,1	-0,9	-0,4	2,0	2,3	2,7
Nettoexport, %-Punkte	1,7	0,7	0,9	-0,2	0,3	0,8	0,4	0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,0
Konsumentenpreise*	1,1	2,1	2,0	1,6	1,6	2,1	1,9	2,0	2,0	1,5	1,5	1,7	1,6
Arbeitslosenquote, %	7,7	7,1	6,8	6,8	6,6	6,8	6,8	6,8	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8
Budgetsaldo, % BIP	-4,1	-0,8	0,2	0,0	0,2								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,3	6,2	7,0	7,0	6,9								

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

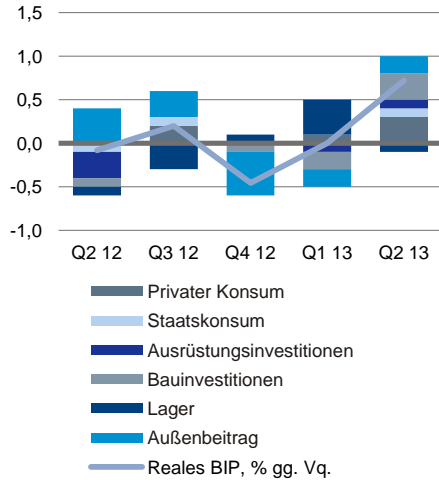


## Ausblick Deutschland

### Inländische Verwendung und Exporte tragen zum Wachstum bei

1

Wachstumsbeitrag zum realen BIP, gg. Vq., %-Punkte



Quelle: Statistisches Bundesamt

## Deutsches BIP +0,5% in 2013 – trotz Verlangsamung in H2

Wir haben unsere Prognose für das deutsche BIP-Wachstum in 2013 von 0,1% auf 0,5% angehoben. Dies liegt allerdings nicht in einer optimistischeren Einschätzung der Dynamik des zweiten Halbjahres begründet, sondern ist Ergebnis des auf Einmaleffekte zurückzuführenden Wachstumsschubs in Q2 (0,7% gg. Vj.) und von Revisionen des Verlaufs von 2012, die aufgrund eines geringeren Unterhangs zu einem höheren Jahresdurchschnitt für 2013 führen.

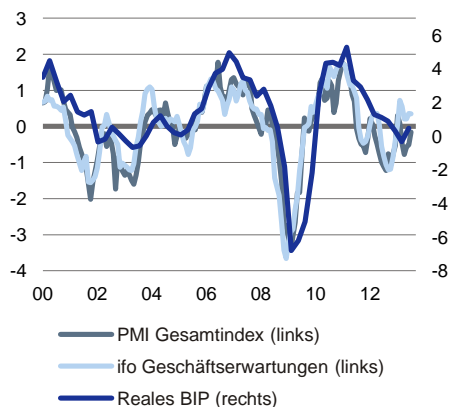
### Anstieg des BIP um 0,7% in Q2

Das deutsche BIP ist im 2. Quartal mit 0,7% gg. Vq. (0,9% gg. Vj.) etwas stärker als erwartet gestiegen. Die Wachstumsimpulse kamen überwiegend von der inländischen Verwendung, die 0,5 Prozentpunkte zum Wachstum beitrug. Diese verteilte sich gleichmäßig auf den privaten Konsum und die Anlageinvestitionen, die beide jeweils 0,3 Prozentpunkte beitrugen. Ein Abbau der Vorräte reduzierte das Wachstum um 0,1 Prozentpunkte.

### Wachstumsaussichten: Stimmungskennzeichen uneinheitlich

2

Standartisierte Werte (links); % gg. Vj. (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, DB Research

## Binnenkonjunktur – stabiler aber nicht dynamisch

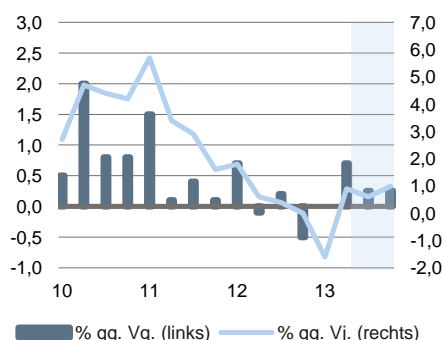
Der private Verbrauch stieg um 0,5% gg. Vorquartal, gestützt auf einen Zuwachs der realen verfügbaren Einkommen in gleicher Höhe. Vier Fünftel des Anstiegs der verfügbaren Einkommen stammten von dem 2,6% Zuwachs der Betriebsüberschüsse und Selbständigeneinkommen. Ursächlich war der kräftige nominale BIP-Anstieg (1,6% gg. Vq.), der zu einem Rückgang der Lohnkosten je Umsatzeinheit um 1,4% geführt hat. Nettolöhne und -gehälter legten lediglich 0,5% zu. Gegenüber Vorjahr stiegen die verfügbaren Einkommen um 2,4%, abzüglich der Inflationsrate verblieben eher bescheidene 0,6%. Der Anstieg der Bruttoanlageinvestitionen um 1,9% gg. Vq. wurde nahezu ausschließlich von den Bauinvestitionen getrieben, die mit einem Anstieg um 2,6% einen Großteil des auf die außergewöhnlichen Witterungsbedingungen zurückzuführenden Rückgangs des Winterhalbjahres aufholen konnten. Investitionen in Maschinen und Anlagen verzeichneten ein Plus von 0,9%, nachdem sie in den vorangegangenen sechs Quartalen um insgesamt 8% gefallen waren.

## „Zusetzungen“ beeinflussen Außenbeitrag

### Moderates Wachstum in H2 erwartet

3

Reales BIP



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Etwas überrascht hat dagegen der positive Wachstumsbeitrag des Außenhandels von 0,2 Prozentpunkten. Betrachtet man den nominalen Warenhandel, so hat der Export im 2. Quartal nahezu stagniert (+0,1% gg. Vq.), während die Importe um 1,4% zulegten. Unter Berücksichtigung der Preisentwicklung hätte daher ein kräftiges Minus beim Außenbeitrag auftauchen sollen. Allerdings werden beim Außenhandel in der VGR noch Dienstleistungen (z.B. Reiseverkehr) und sogenannte „Zusetzungen“ zum Warenhandel erfasst. Hinter diesen Zusetzungen, die in den letzten Jahren bei unterjähriger Betrachtung an Bedeutung gewonnen haben, verbergen sich insbesondere Eigentümerwechsel von Elektrizitäts- und Gaskontrakten, die an der Energiebörse in Leipzig gehandelt werden. Falls dabei ein Ausländer als Käufer oder Verkäufer beteiligt ist, werden diese Transaktionen als Exporte bzw. Importe in der Zahlungsbilanz erfasst. Damit werden sie automatisch in den Außenhandel der VGR übernommen, obwohl es sich eigentlich um Vermögenstransaktionen und nicht um eine im aktuellen Quartal angefallene Produktion oder den Konsum von Gütern und Dienstleistungen handelt. Zudem ist die Preisbereinigung dieser Transaktionen

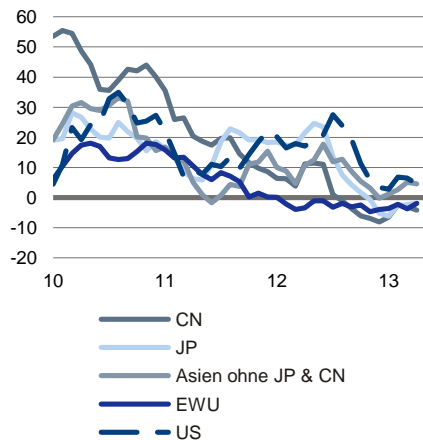


## Ausblick Deutschland

### Deutscher Export: Regionen

4

3M-Durch., % gg. Vj



Quelle: Statistisches Bundesamt

(mit laufenden Grenzübergangspreisen) schwierig. Leider handelt es sich bei diesen „Zusetzungen“ nicht um Marginalien, für die sich lediglich ein paar Statistiker und Ökonomen interessieren dürften. Diese Transaktionen beeinflussen den Außenbeitrag signifikant und damit auch das BIP-Wachstum im Quartal. Allerdings gleichen sich die Bewegungen in der längeren Frist tendenziell aus, so dass das jahresdurchschnittliche BIP-Wachstum dadurch weniger berührt ist.

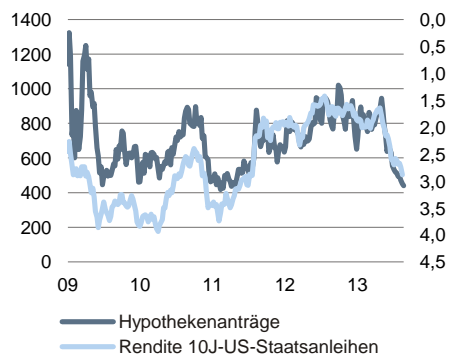
### Fragwürdiger Anstieg der Industrieproduktion

Der starke Anstieg der Industrieproduktion im Juni und in Q2 insgesamt von 2,8% gg. Vj. wurde durch einen Zuwachs der Automobilproduktion um 10,9% in Q2 getrieben. Dieser exorbitante Anstieg spiegelt sich allerdings weder in den Umsatz-, den Export- noch in den Zulassungszahlen des zweiten Quartals. Vielmehr gibt es konkrete Hinweise auf einen Fehler bei den Meldungen an das Statistische Bundesamt. Dieser wurden aber bei der Berechnung des Q2-BIPs berücksichtigt, so dass daraus keine Revisionsrisiken entstehen sollten.

### USA: Hypothekenanträge

5

Index, 03/1990=100 (links), %, invertiert (rechts)



Quellen: MBA, Global Insight

### Frühindikatoren deuten auf langsames Wachstum in Q3

Schätzungen des BIP-Anstiegs in Q3 mit Hilfe von Regressionen auf das ifo-Geschäftsklima bzw. den Index der Einkaufsmanager deuten auf eine Quartalsrate zwischen ¼% bis ½% hin. Allerdings haben diese Modelle hohe Fehlermargen. Insgesamt untermauern diese (begrenzten) Informationen unsere Erwartung von Wachstumsraten von rund 0,3% in Q3 und Q4, was in etwa der Potentialrate entspricht.

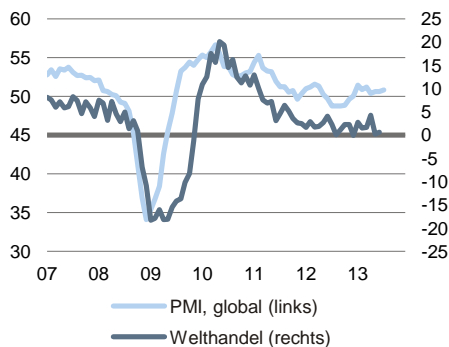
### Globale Risiken haben wieder zugenommen

Die Prognose für den weiteren Jahresverlauf basiert auf der Annahme einer Erholung der Weltwirtschaft und einer Stabilisierung der restlichen Eurozone. Die deutlich besseren Flash-PMIs in China und der EWU im August deuten auf einen Anstieg des globalen PMIs um etwa einen Punkt hin (Juli: 50,8). Allerdings dürfte sich angesichts zunehmender Risiken diese Entwicklung demnächst eher abschwächen. In den USA zeigt der durch die im Mai begonnene Tapering-Debatte der Fed ausgelöste Zinsanstieg um rund 100 Basispunkte deutliche Spuren im Hypothekengeschäft. Seit Mai sind die Hypothekenanträge um rund 40% gesunken. Zwar zeigt sich der Wohnimmobilienmarkt noch robust, aber im Zweimonatsvergleich (Jun./Jul. gg. Apr./Mai) sind Baugenehmigungen, Baubeginne und der Verkauf neuer Häuser leicht rückläufig. Die deutschen Ausfuhren in die USA sind nach einem kräftigen Anstieg im Frühjahr im Mai/Juni wieder gesunken und liegen nur noch um 2% über Vorjahr. Die Tapering-Debatte hat zu erheblichen Kapitalabflüssen aus den Schwellenländern geführt. In einigen Ländern (Indien, Brasilien) wird offensichtlich, dass die Kapitalzuflüsse der letzten Jahre strukturelle Probleme überdeckt haben. Die deutschen Ausfuhren nach Asien sind im Zweimonatsvergleich Mai/Juni gg. März./April um 3,3% gesunken (-5,7% gg. Vorjahr). Der Welthandel lag im Mai/Juni lediglich um ½% über Vorjahr. Selbst wenn der Welthandel sich analog des globalen PMIs zuletzt wieder etwas belebt haben sollte, dürfte das Umfeld für die deutschen Exporteure schwierig bleiben. Sollte die Entwicklung in Syrien weiter eskalieren wird dies zumindest an den Kapitalmärkten und beim Ölpreis zu weiteren Belastungen führen.

### Globale Wachstumsindikatoren

6

Index (links), % gg. Vj. (rechts)



Quellen: Statistics Netherlands, Markit

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



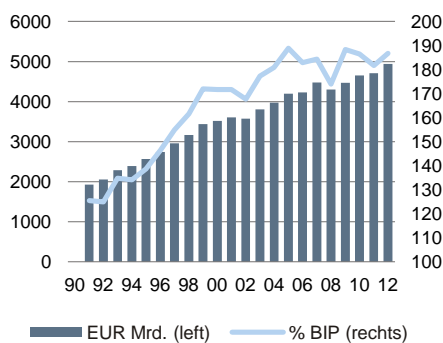
## Anlageverhalten deutscher Haushalte: Risikoaversion im Zuge der Finanzkrise merklich gestiegen

- Der in den 90er Jahren zu beobachtende Trend zu Anlagen mit höherer Rendite ist spätestens seit dem Ausbruch der Finanzkrise gebrochen.
- Private Haushalte präferieren seither bei ihren Finanzanlagen Bargeld und Einlagen bei Finanzinstituten, also Anlagen ohne bzw. mit nur sehr geringen Risiken.
- Dies verringert zwar das Verlustrisiko, birgt allerdings den Nachteil einer niedrigen Rendite.
- Private Haushalte in den Peripherieländern der Eurozone wiesen eine merklich höhere Risikobereitschaft bei ihren Finanzanlagen auf. Ihre Finanzvermögen sind in den vergangenen Dekaden entsprechend merklich stärker gestiegen.
- Zuletzt ist allerdings auch hier tendenziell eine Zunahme der Risikoaversion festzustellen.
- Finanzvermögen deutscher Haushalte rangieren mit insgesamt 187% des BIP oder EUR 123.100 je Haushalt im europäischen Vergleich im unteren Mittelfeld.
- Das Einbeziehen der Sachvermögen in die Analyse verändert das Bild nur wenig. Der typische deutsche Haushalt rangiert beim Gesamtvermögen im europäischen Vergleich am unteren Ende. Dies resultiert vor allem daraus, dass weniger als die Hälfte der deutschen Haushalte in einem Eigenheim wohnen.

Deutschland: Finanzvermögen privater Haushalte

1

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

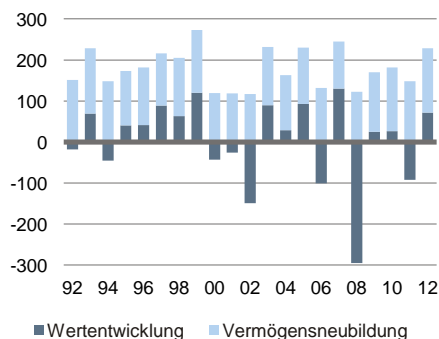


Quelle: Deutsche Bundesbank

Deutschland: Finanzvermögen privater Haushalte

2

EUR Mrd.



Quellen: Deutsche Bundesbank, DB Research

Nachdem die Finanzvermögen der deutschen privaten Haushalte im Jahr 2008 im Zuge der Finanzkrise geschrumpft waren, sind sie seither kontinuierlich gestiegen. Im Jahr 2012 haben sie um fast 5% auf EUR 4.939 Mrd. oder 187% des BIP zugenommen. Dazu haben eine Geldvermögensneubildung von EUR 157 Mrd. sowie Wertsteigerungen des Bestandes um fast EUR 72 Mrd. beigetragen, was einer Rendite von 1,5% entspricht. Seit 1996 betrug die durchschnittliche Rendite 0,3%.

Der Anstieg des privaten Finanzvermögens ist erfreulich, aber wenig überraschend. So betrug die durchschnittliche Ersparnis der privaten Haushalte, die die Basis der Finanzvermögensbildung ist, in den letzten fünf Jahren gut EUR 170 Mrd. pro Jahr.<sup>1</sup> Der überwiegende Teil davon – jährlich rund EUR 150 Mrd. – floss in diesem Zeitraum in den Aufbau der privaten Finanzvermögen, so dass die Finanzvermögen lediglich in Ausnahmejahren mit extremen Wertverlusten, wie beispielsweise 2002 (Rezession) und 2008 (Finanzkrise), sanken. 2002 betragen die Wertverluste EUR 150 Mrd., und im Jahr 2008 summierten sich diese sogar auf fast EUR 300 Mrd., denen Neuanlagen in Höhe von lediglich gut EUR 120 Mrd. gegenüberstanden.

<sup>1</sup> Nach der Finanzierungsrechnung gilt: Ersparnis – Neuanlage in Sachvermögen + Kreditaufnahme = Finanzvermögensneuanlage. Im vergangenen Jahr betrug die Ersparnis der privaten Haushalte EUR 180,7 Mrd., die Neuanlage in Sachvermögen, vor allem in Wohnimmobilien und Grundstücke, EUR 39,5 Mrd. und die Nettokreditaufnahme EUR 15,8 Mrd. Entsprechend blieben EUR 157 Mrd., die in die unterschiedlichen Anlageklassen flossen. Vgl. Deutsche Bundesbank (2013). Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland – 2007 bis 2012. Statistische Sonderveröffentlichung 4.

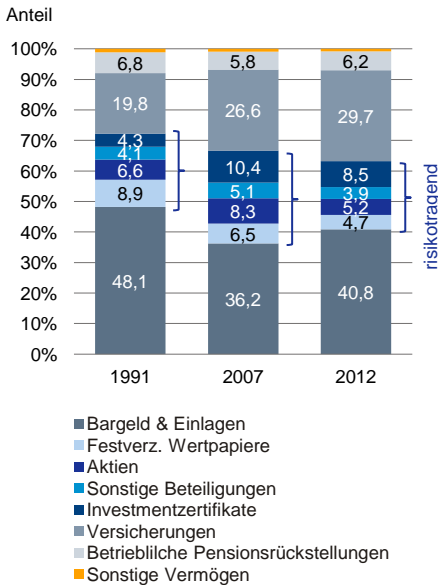


Ausblick Deutschland

Deutschland: Struktur der Finanzvermögen

3

Äußerst konservative Anlagepolitik



Quelle: Deutsche Bundesbank

Zudem zeigt sich, dass die ohnehin hohe Risikoaversion der deutschen Anleger mit dem Ausbruch der Finanzkrise wieder zugenommen hat, nachdem ihre Anlagepolitik in den 90er Jahren „angelsächsischer“ geworden war und sie renditestärkere Instrumente präferierten. Allerdings war selbst in dieser Zeit die Anlagepolitik der deutschen Haushalte noch als konservativ zu bezeichnen. Ein Blick auf die Struktur der Finanzanlagen verdeutlicht den Wandel eindrucksvoll.

Nachdem risikofreie Anlageklassen (Bargeld) bzw. Anlageinstrumente mit relativ geringem Risiko, wie beispielsweise Einlagen bei Finanzinstituten<sup>2</sup>, von 1991 bis 2007 spürbar an Bedeutung verloren hatten, investierten private Anleger ab 2008 wieder verstärkt in diese Vermögensformen. Die durchschnittlichen Neuanlagen in Bargeld und Einlagen erreichten von 2008 bis 2012 jährlich fast EUR 80 Mrd., während von 1991 bis 2007 fast nur halb so viel – durchschnittlich EUR 44 ½ Mrd. p.a. – in diese Anlageformen flossen. Damit stieg der Anteil von Bargeld und Einlagen am gesamten Finanzvermögen privater Haushalte zuletzt wieder auf knapp 41% an, nachdem dieser von 1991 bis 2007 um fast 12 Prozentpunkte von 48% auf 36% gefallen war.

Die entgegengesetzte Entwicklung war bei risikotragenden Anlageformen, wie festverzinslichen Wertpapiere, Aktien und sonstigen Beteiligungen sowie Investmentzertifikaten, zu beobachten. So verkauften private Haushalte zwischen 2008 und 2012 netto Bestände dieser vier Anlageformen im Umfang von durchschnittlich rund EUR 11 ½ Mrd. pro Jahr, nachdem sie zwischen 1991 und 2007 noch jährlich netto EUR 36 ½ Mrd. darin angelegt hatten. Entsprechend ist der Anteil dieser 4 Anlageformen an den gesamten Finanzvermögen von 2008 bis 2012 um 8 Prozentpunkte auf 22,4% gesunken, während er sich von 1991 bis 2007 noch um rund 6 ½ Prozentpunkte auf 30,4% erhöht hatte.

Deutschland: Finanzvermögensbildung

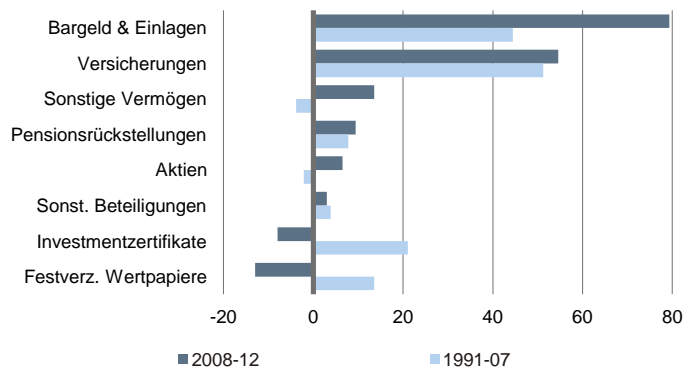
4

Deutschland: Struktur der Finanzvermögen

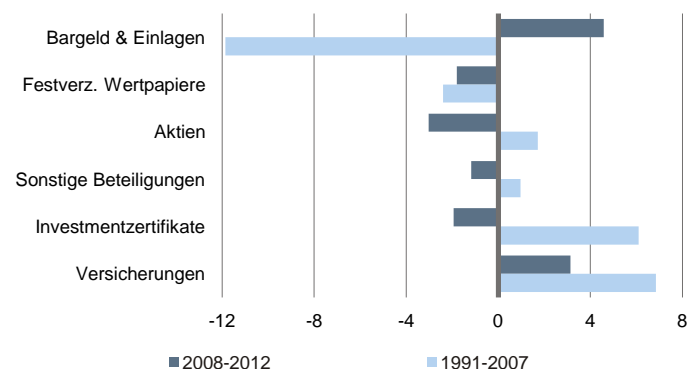
5

Durchschnittliche jährliche Anlage, EUR Mrd.

Veränderung der Anteile, %-Punkte



Quelle: Deutsche Bundesbank



Quelle: Deutsche Bundesbank

Aktien: Eine vernachlässigte Anlageform

Im Gegensatz zu anderen europäischen Ländern fristen direkte Aktienanlagen bei privaten Haushalten in Deutschland eher ein Schattendasein. Die Regel, wonach man Aktien dann kaufen soll, wenn sie billig sind und verkaufen, wenn die Kurse hoch sind, wird von deutschen Haushalten weitgehend ignoriert. Le-

<sup>2</sup> Zu den Einlagen bei Finanzinstituten zählen Sichteinlagen, Termineinlagen, Sparbriefe und Spareinlagen.

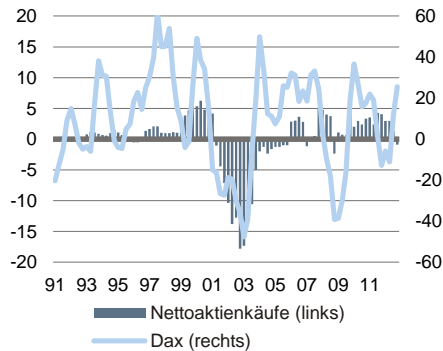


## Ausblick Deutschland

### Deutschland: Aktienkäufe privater Haushalte & Dax

6

EUR Mrd. (links), % gg.Vj. (rechts)



Quellen: Deutsche Bundesbank, Global Insight

diglich im Jahr 2009 und 2011 gingen Kursrückgänge beim Dax mit Nettoaktienkäufen einher.<sup>3</sup>

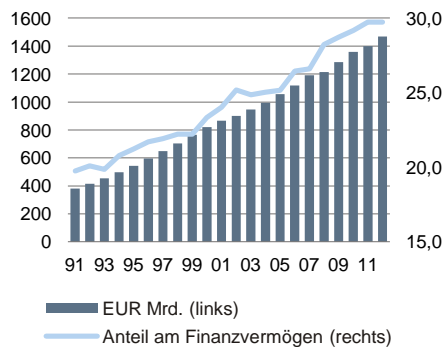
Während der Hausse der Jahre 1994 bis 2000 waren private Anleger am Aktienmarkt eingestiegen. Das Aktienvermögen deutscher Haushalte hat sich im Zuge der Dotcom-Blase von gut EUR 170 Mrd. Ende 1994 auf über EUR 500 Mrd. Ende März 2000 nahezu verdreifacht. Dazu trugen neben Nettokäufen im Umfang von rund EUR 54 Mrd. vor allem Kurssteigerungen von gut EUR 280 Mrd. bei. Die Aktienquote war in diesem Zeitraum entsprechend von 7,2% auf ihren Rekordwert von 14,5% gestiegen.

Enttäuscht durch herbe Verluste nach dem Platzen der Dotcom-Blase – von März 2000 bis März 2003 hatte der Dax 53% seines Wertes eingebüßt – haben private Anleger von 2001 bis 2005 netto Aktien im Umfang von insgesamt EUR 126 Mrd. verkauft. Entsprechend ist die Zahl der direkten Aktionäre von ihrem Höhepunkt von 6,2 Mio. im Jahr 2000 bis 2003 auf 5,1 Mio. zurückgegangen und liegt aktuell nur noch bei etwa 4 ½ Mio. Der Anteil direkt gehaltener Aktien am Finanzvermögen hat sich somit seit seinem Höhepunkt von 14,5% Ende März 2000 bis zum Ausbruch der Finanzkrise auf rund 4 ½% verringert und lag zuletzt bei etwas mehr als 5%. Allerdings zeigen die Nettokäufe in den Jahren 2009 bis 2011 im Umfang von durchschnittlich EUR 18 Mrd. oder rund 12 % der Neuanlagen, dass Aktien wieder interessanter zu werden scheinen.

### Deutschland: Ansprüche privater Haushalte gegenüber Versicherungen

7

EUR Mrd. (links), % (rechts)



Quelle: Deutsche Bundesbank

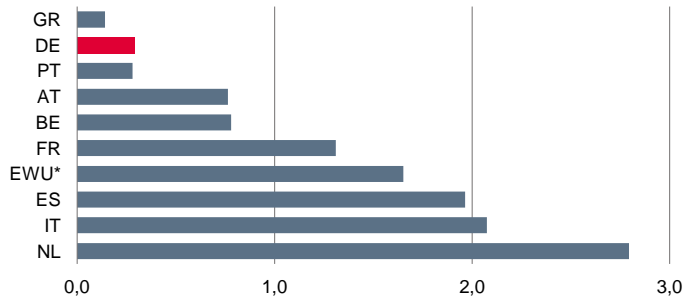
## Versicherungen: Des Deutschen liebstes Kind!

Neben den Vermögensformen Bargeld und Einlagen bei Finanzinstituten profitierten vor allem Versicherungen von der höheren Risikoaversion der deutschen Haushalte. Versicherungen sind überdies die einzige Anlageform, deren Anteile sich vor und nach dem Ausbruch der Finanzkrise nahezu kontinuierlich erhöht hatten. So stieg der Anspruch deutscher Haushalte gegenüber Versicherungen seit 1991 von EUR 380 Mrd. auf zuletzt EUR 1.469 Mrd. an, und ihr Anteil am gesamten Finanzvermögen hat sich von knapp 20% auf fast 30% erhöht. Im Gegensatz zu anderen Vermögensformen schwanken die jährlichen Neuanlagen bei Versicherungen relativ wenig und betragen seit 1991 im Schnitt gut EUR 50 Mrd. pro Jahr, was sich durch die lange Laufzeit der abgeschlossenen Versicherungsverträge mit kontinuierlichen Beiträgen erklärt.

### Rendite privater Finanzvermögen

8

1996-20012, % p.a.



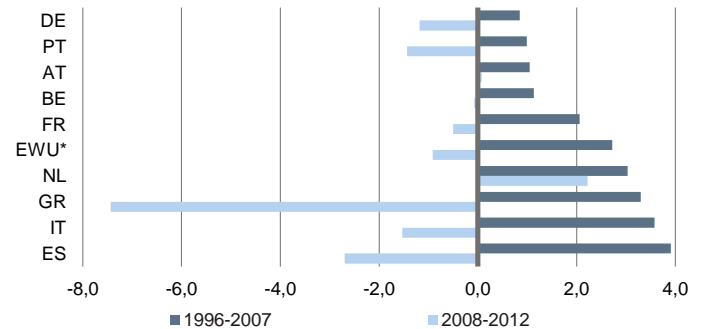
\*) ohne Deutschland

Quellen: Eurostat, DB Research

### Rendite privater Finanzvermögen

9

% p.a.



\*) ohne Deutschland

Quellen: Eurostat, DB Research

<sup>3</sup> Vgl. Gräf, Bernhard und Stefan Schneider (2011). Deutsche Privathaushalte: Gute Sparer, schlechte Anleger. Aktuelle Themen. DB Research. Frankfurt am Main. 9. Juni 2011.

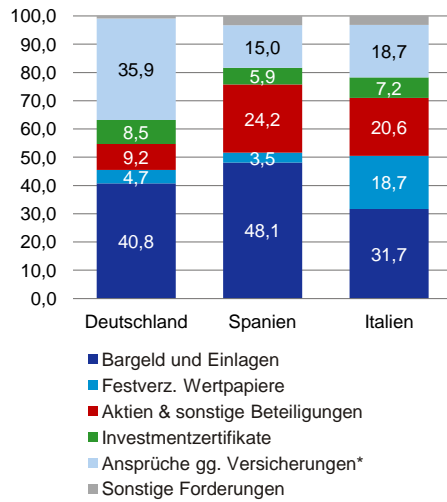


## Ausblick Deutschland

### Finanzvermögen privater Haushalte

10

Anteile 2012, %



\*) einschl. Ansprüche gg. Pensionseinrichtungen

Quellen: Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia, Banco de Espana

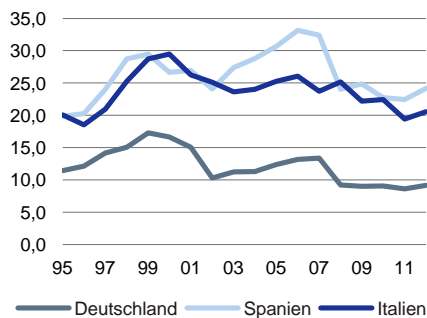
### Nachteil: Einer der niedrigsten Renditen in der EWU

Die zuletzt wohl als sehr konservativ zu bezeichnende Anlagepolitik deutscher Haushalte kann zwar Verluste temporär begrenzen, bringt aber gleichzeitig eine niedrige Rendite. Die für den Zeitraum von 1996 bis 2012 aus Bestandsänderungen und Geldvermögensbildung ermittelte Rendite der privaten Finanzvermögen ist mit lediglich 0,3% p.a. in der EWU mit die niedrigste (siehe Grafik 8). Zwar ist dieser Wert stark durch die Wertverluste seit Ausbruch der Finanzkrise beeinflusst – von 2008 bis 2012 erreichten sie -1,2% p.a. –, aber selbst in den 12 Jahren davor betrug die Rendite der Finanzanlagen privater Haushalte lediglich +0,9% p.a. und lag damit weit abgeschlagen hinter den Peripherieländern der europäischen Währungsunion. So erzielten beispielsweise die privaten Haushalte in Griechenland mit ihren Vermögensanlagen im Zeitraum von 1996 bis 2007 eine durchschnittliche jährliche Rendite von 3,3%, Privatanleger in Italien von 3,6% und in Spanien sogar von 3,9% p.a. Der Grund dafür liegt in den höheren Anteilen von risikoreicheren und damit auch renditeträchtigeren Finanzanlagen in diesen Ländern. So betrug der Anteil von festverzinslichen Wertpapieren, Aktien, sonstigen Beteiligungen und Investmentzertifikaten am gesamten Finanzvermögen privater Haushalte im Zeitraum 1995 bis 2012 in Deutschland knapp 30% und in Spanien gut 40%. In Italien machten diese Anlageinstrumente im genannten Zeitraum mit rund 55% sogar mehr als die Hälfte der Finanzvermögen aus.

### Aktien & sonstige Beteiligungen

11

Anteil am gesamten Finanzvermögen, %



Quellen: Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia, Banco de Espana

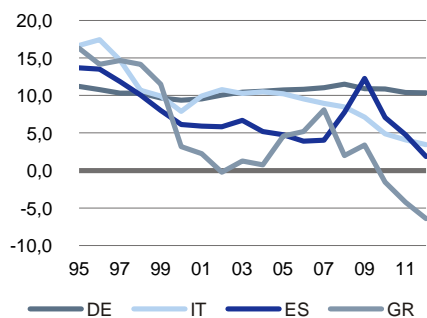
### Höhere Risikobereitschaft in den Peripherieländern

Bemerkenswerte Unterschiede gibt es insbesondere bei direkten Aktienanlagen und sonstigen Beteiligungen, deren Anteil am Finanzvermögen privater Haushalte in Italien und Spanien rund doppelt so hoch ist wie in Deutschland, sowie bei festverzinslichen Wertpapieren. Bei letzterer Anlageklasse hielten italienische Haushalte Ende 2012 mit EUR 696 Mrd. fast dreimal so viele Wertpapiere wie deutsche. In Relation zum Finanzvermögen waren dies 18,7%, gegenüber 4,7% in Deutschland und 3,5% in Spanien. Dies spiegelt die hohe Staatsverschuldung Italiens wider, die seit Anfang der 90er Jahre über 100% des Bruttoinlandsprodukts liegt, sowie die hohe Innenfinanzierungsquote.

### Sparquoten privater Haushalte

12

% verfügbare Einkommen



Quelle: OECD

### Geldvermögensbildung und Rendite bestimmen Entwicklung der Vermögen

Die Entwicklung der Finanzvermögen wird durch die jährlichen Neuanlagen, die sich aus der Ersparnis speisen, sowie durch die Wertsteigerung des Bestandes, d.h. durch die Rendite der Vermögenswerte, bestimmt. Obwohl deutsche Haushalte im internationalen Vergleich mit die höchste Sparquote haben, sind die privaten Finanzvermögen in Deutschland im Vergleich zu denen in den Peripherieländern der EWU nur unterdurchschnittlich gestiegen, was zu einem großen Teil auf die geringere Rendite der Finanzanlagen zurückzuführen ist. So haben die Finanzvermögen in Deutschland von 1995 bis 2012 lediglich rund 90% zugenommen, während der Anstieg in Italien etwa 130% und in Spanien sogar gut 180% betrug. Etwa die Hälfte der Wachstumsdifferenz zwischen Deutschland und Spanien (gut 40 Prozentpunkte) geht auf die unterschiedliche Renditeentwicklung (0,3% p.a. in Deutschland gegenüber 2,0% p.a. in Spanien) zurück.<sup>4</sup> Die andere Hälfte der Differenz erklärt sich – trotz der geringeren Sparneigung in den Peripherieländern – durch die dort weitaus kräftiger gestiegenen Ein-

<sup>4</sup> Vgl. dazu auch De Bonis, Riccardo et al (2013). Household aggregate wealth in the main OECD countries from 1980 to 2011: what do the data tell us?. Occasional Papers. Number 160. Banca d'Italia. April 2013.



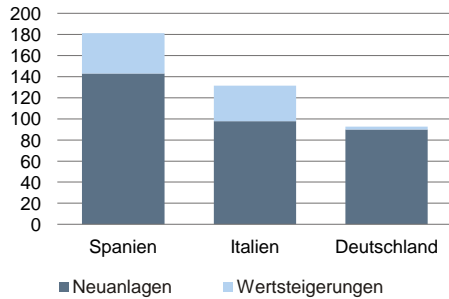


## Ausblick Deutschland

### Beitrag zur Entwicklung der Finanzvermögen

13

1995-2012, %-Punkte



Quellen: Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia, Banco de Espana, DB Research

kommen. So ist das nominale BIP-Wachstum in Spanien und Griechenland im Zeitraum 1995-2012 trotz des jüngsten Einbruchs in diesen Ländern rd. zweieinhalbfach so stark wie in Deutschland gewachsen.

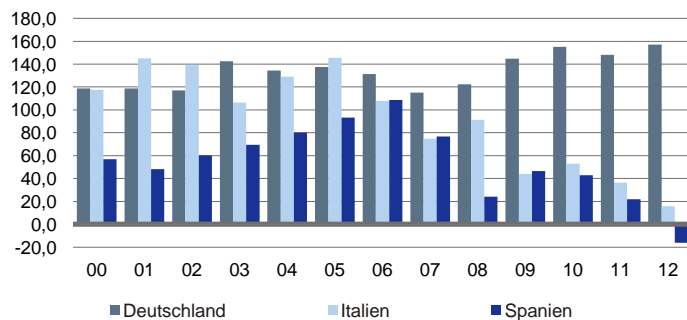
### Merkliche Spuren der Finanzkrise

Die Finanzkrise hat merkliche Spuren bei den Finanzvermögen der Peripherieländer der Eurozone hinterlassen. So war zum einen die Wertentwicklung zum Teil stark negativ. Zum anderen haben die Haushalte aufgrund der teilweise tiefen Rezession und des kräftigen Anstiegs der Arbeitslosigkeit ihre Ersparnis erheblich eingeschränkt, so dass die Finanzvermögensneubildung stark zurückging bzw. sogar negativ wurde. Dies trifft vor allem auf Spanien und Griechenland zu, wo der Anstieg der Arbeitslosigkeit am stärksten ausfiel. In beiden Ländern zogen private Haushalte im vergangenen Jahr netto Mittel aus ihrem Finanzvermögen ab. In Spanien waren es gut EUR 16 Mrd., in Griechenland etwas mehr als EUR 10 Mrd. Entsprechend gingen die Finanzvermögen in Griechenland 2012 weiter zurück, während die Wertentwicklung des Bestandes in Spanien dafür sorgte, dass die spanischen Finanzvermögen 2012 mehr oder weniger stagnierten.

### Finanzvermögensbildung

14

EUR Mrd.

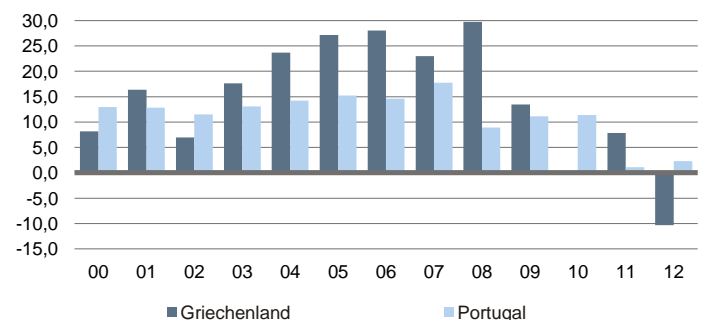


Quellen: Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia, Banco de Espana

### Finanzvermögensbildung

15

EUR Mrd.

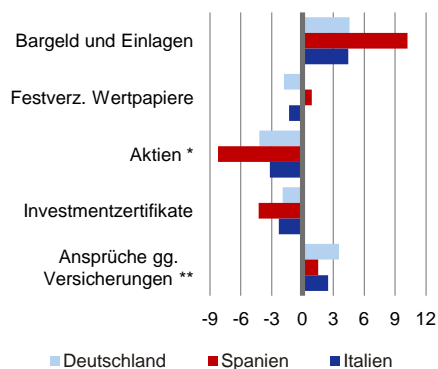


Quelle: Eurostat

### Veränderung der Vermögensstruktur privater Haushalte 2007-2012

16

Veränderung der Anteile am Finanzvermögen, %-Punkte



\*) einschl. sonstiger Beteiligungen  
\*\*) einschl. Pensionseinrichtungen

Quellen: Deutsche Bundesbank, Banca d'Italia, Banco de Espana

### Risikoaversion zuletzt auch in den Peripherieländern gestiegen?

Doch hat auch dort – wie in Deutschland – die Risikoaversion zugenommen? Die Antwort ist, in Anlehnung an Radio Eriwan, „Im Prinzip ja. Aber ...“ Ein Blick auf die Veränderungen in der Vermögensstruktur scheint die These zu bestätigen. So hat sich die Struktur der Finanzvermögen in den Peripherieländern in gleicher Richtung, teilweise sogar in einem stärkeren Ausmaß als in Deutschland, gewandelt. Beispielsweise ist der Anteil geldnaher Vermögenswerte (Bargeld und Einlagen bei Finanzinstituten) in den letzten 5 Jahren in Spanien mit über 10 Prozentpunkten gut doppelt so stark gestiegen wie in Deutschland und liegt mit 48% aktuell deutlich über der deutschen Quote (knapp 41%). In Griechenland war diese Entwicklung sogar noch wesentlich ausgeprägter. Dort ist der Anteil geldnaher Vermögenswerte um fast 23 Prozentpunkte gestiegen. Aktuell halten griechische Haushalte 75% ihrer Finanzvermögen in Form von Bargeld und Einlagen bei Finanzinstituten. Parallel dazu ist die Aktienquote spanischer und griechischer Haushalte um gut 8 bzw. 20 Prozentpunkte gesunken.

Ein Blick auf die Finanzvermögensbildung zeigt aber, dass griechische Haushalte im Zeitraum 2008 bis 2012 jährlich fast EUR 5 Mrd. neu in Aktien und sonstige Beteiligungen investiert haben, was knapp 60% der Neuanlagen entsprach

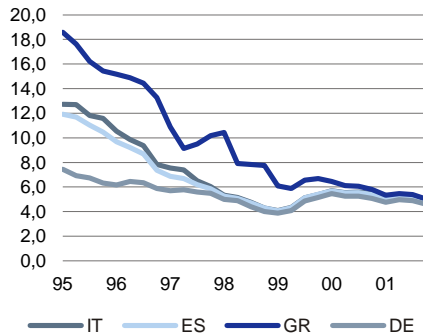


## Ausblick Deutschland

Renditeentwicklung 1995 - 2001

17

Rendite langfristiger Staatsanleihen, %

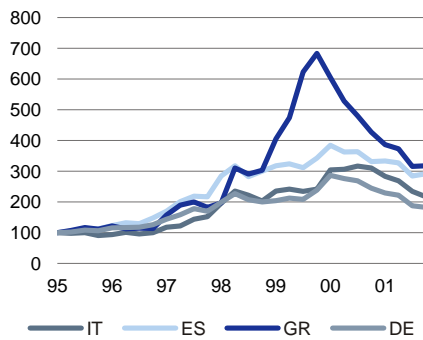


Quelle: IWF

Aktienmarktentwicklung 1995 - 2001

18

Q1 1995 = 100



Quelle: IWF

Finanzvermögen privater Haushalte

19

2012	EUR Mrd.	% BIP	pro Haushalt EUR
Luxemburg	59	132	270.800
Niederlande	1.984	331	266.200
Belgien	1.026	273	221.300
Irland	320	196	188.200
Frankreich	4.226	208	152.200
Italien	3.723	237	146.700
Österreich	524	169	142.500
EWU 12	19.449	208	139.500
Deutschland	4.940	185	123.100
Spanien	1.781	170	102.100
Portugal	387	234	96.300
Finnland	220	114	86.300
Griechenland	259	133	58.900

Quelle: Nationale Zentralbanken, Eurostat

und deutlich über den Neuanlagen von knapp EUR 3 ½ Mrd. p.a. zwischen 1995 und 2007 lag. Die in Griechenland stark rückläufige Aktienquote ist folglich auf den Einbruch des griechischen Aktienmarktes zurückzuführen, der von 2008 bis 2012 gut 85% an Wert verlor. Trotz der Neuinvestitionen ist dadurch der Wert der Aktienanlagen privater Haushalte von knapp EUR 92 Mrd. im Jahr 2007 auf EUR 18 ½ Mrd. im Jahr 2012 gesunken. Überdies haben griechische Haushalte ihre Bestände an Bargeld sowie Einlagen bei Finanzinstituten in den vergangenen 3 Jahren um insgesamt fast EUR 20 Mrd. abgebaut. Beide Verhaltensweisen erscheinen ökonomisch sinnvoll. Zum einen soll man Aktien kaufen, wenn sie billig sind. Zum anderen müssen griechische Haushalte angesichts einer Arbeitslosenquote von rund 27% verstärkt auf ihr privates Vermögen zurückgreifen, um die Auswirkungen der tiefen Rezession abzumildern.

Auch in Spanien und insbesondere in Italien haben private Haushalte seit 2008 spürbar stärker in Aktien und sonstige Beteiligungen investiert als in den Jahren vor der Krise. Einschließlich der Neuanlagen in festverzinsliche Wertpapiere und Investmentzertifikate haben spanische Haushalte aber die Bestände dieser risikotragenden Anlageformen abgebaut und italienische Haushalte die Neuanlage drastisch eingeschränkt. Zudem sind die Bestände an Bargeld und Einlagen bei Finanzinstituten in Spanien und Italien weiter spürbar gestiegen, so dass in beiden Ländern wohl eine höhere Risikoaversion vermutet werden kann.

### EWU: Deutsche Finanzvermögen aktuell im unteren Mittelfeld

Die Höhe der Finanzvermögen hängt von der Sparfähigkeit sowie dem Sparwillen der privaten Haushalte, den institutionellen Rahmenbedingungen, wie beispielsweise der Ausgestaltung der gesetzlichen Rentenversicherung und damit der Notwendigkeit, eigene individuelle Vorsorge zu betreiben, den besonderen länderspezifischen Formen der Sparförderung sowie allgemein von der Wahl der Anlageform ab, deren Rendite bzw. Wertentwicklung die Entwicklung der privaten Finanzvermögen mitbestimmt. Hinzu kommen auch Einmaleffekte, wie beispielsweise die enormen Gewinne, die private Haushalte in den südlichen Peripherieländern im Vorfeld der Euro-Einführung erwirtschafteten, als die Konvergenz der langfristigen Kapitalmarktrenditen auf das deutsche Niveau zu merklichen Kurssteigerungen bei festverzinslichen Wertpapieren führte und auch am Aktienmarkt, insbesondere in Griechenland, kräftige Kursgewinne verzeichnet wurden. Entsprechend nahmen die privaten Finanzvermögen von 1995 bis 1999 in Spanien und Italien um 13% bzw. 15% p.a. zu und stiegen in Griechenland sogar um über 26% pro Jahr an, während die Finanzvermögen in Deutschland lediglich um 6 ½% p.a. zulegen.

Am aktuellen Rand zeigt sich folgendes Bild: Die deutschen privaten Finanzvermögen liegen mit 185% des BIP um mehr als 20 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der Eurozone und damit im unteren Mittelfeld. Die höchsten Finanzvermögen in Relation zum BIP haben die Niederlande (331% des BIP), Belgien (273%), Italien (237%) und Portugal (234%). Pro Haushalt gerechnet verfügen deutsche Haushalte über ein Finanzvermögen von EUR 123.100. Niedrigere Finanzvermögen unter den größeren Euroländern weisen lediglich Spanien, Portugal, Finnland und Griechenland auf, wobei die Finanzvermögen pro Haushalt in Griechenland mit lediglich EUR 58.900 nur halb so hoch wie in Deutschland sind.

### Deutsche Position bei Nettofinanzvermögen nur etwas besser

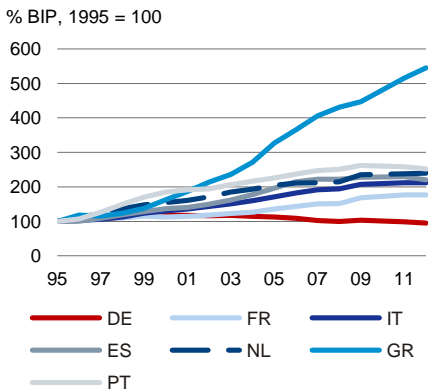
Deutschland hat die kreditfinanzierten Exzesse vor der Krise nicht mitgemacht. Dank der zurückhaltenden Schuldenaufnahme der privaten Haushalte (vor und



Ausblick Deutschland

Verschuldung privater Haushalte

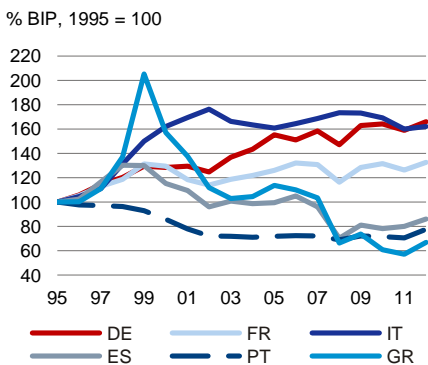
20



Quelle: Nationale Zentralbanken

Nettofinanzvermögen

21



Quelle: Nationale Zentralbanken

nach der Krise)<sup>5</sup> lag deren Verschuldung 2012 bei knapp 59% des BIP und damit um 15 Prozentpunkte unter dem Rekordstand des Jahres 2000 und um 4 Prozentpunkte unter dem Niveau von 1995. Die Verschuldung privater Haushalte in Deutschland lag 2012 mehr als 10 Prozentpunkte unter dem EWU-Schnitt und deutlich niedriger als bei den Niederlanden (139%). Diese führen wie bei den Finanzvermögen auch das Ranking der Verbindlichkeiten an, da sie sich in den letzten Jahren stark verschuldet hatten, um den Eigenheimerwerb zu finanzieren. Die niedrigste Verschuldung in Prozent des BIP weisen die privaten Haushalte in Österreich mit 54% auf, geringfügig niedriger als die deutschen Haushalte. Den stärksten Anstieg der Verbindlichkeiten seit Mitte der 1990er Jahre verzeichneten griechische Haushalte, deren Verschuldung sich in Relation zum BIP auf gut 70% fast versechsfachte, während sie sich bei italienischen und spanischen Haushalten mehr als verdoppelte.

Das Nettofinanzvermögen ergibt sich aus der Differenz zwischen dem Finanzvermögen und den finanziellen Verbindlichkeiten. Dank ihrer niedrigen Verschuldung verbessert sich die Position der privaten deutschen Haushalte bei dieser Betrachtung gegenüber jener auf Basis der Brutto-Finanzvermögen leicht. Mit einem Nettofinanzvermögen von 127% des BIP liegen die privaten Haushalte aber weiterhin im Mittelfeld und gut 10 Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der Eurozone. Das höchste Nettofinanzvermögen findet sich bei den privaten Haushalten in Belgien (216%), während jene in Finnland am anderen Ende der Skala stehen (46%).

Nettofinanzvermögen privater Haushalte 2012, Mrd. EUR

22

	Verbindlichkeiten EUR Mrd.	Finanzvermögen EUR Mrd.	Nettofinanzvermögen		
			EUR Mrd.	% BIP	Pro Haushalt EUR
Deutschland	1.566	4.940	3.373	127	84.100
Frankreich	1.395	4.226	2.831	139	101.900
Italien	931	3.723	2.792	178	110.200
Spanien	903	1.781	878	84	50.400
Niederlande	833	1.984	1.151	192	154.400
Belgien	213	1.026	813	216	175.300
Irland	183	320	137	84	80.600
Österreich	169	524	355	114	96.600
Portugal	166	387	221	134	54.900
Finnland	133	220	88	46	34.300
Griechenland	137	259	122	63	27.800
Luxemburg	24	59	34	77	158.000
EWU 12	6.653	19.449	12.795	137	91.800

Quellen: Eurostat, Nationale Zentralbanken

Gesamtvermögen zeigen ein etwas anderes Bild

Eine Studie der EZB<sup>6</sup> zur Vermögenssituation (Finanzvermögen, Immobilienvermögen und sonstiges Sachvermögen) der privaten Haushalte in der Eurozone kam zu dem Ergebnis, dass deutsche Haushalte bei den Gesamtvermögen zu den „ärmsten“ in Europa zählen und damit noch einmal schlechter da stehen, als bei den hier bis jetzt betrachteten Finanzvermögen. Dies liegt vor allem am

<sup>5</sup> Vgl. Rakau, Oliver (2013). Ausblick Deutschland. Strukturelle Verbesserungen stützen Sonderstellung. Aktuelle Themen. DB Research. Frankfurt am Main. 1. Juli 2013.

<sup>6</sup> Vgl. The Eurosystem Household finance and Consumption Survey. Results from the first wave (2013). Statistics Paper Series. Number 2. European Central Bank. April 2013, sowie Vetter, Stefan (2013). Ausblick Deutschland. BIP-Prognose: Leichter Anstieg in Q1, Verlangsamung in Q2. Aktuelle Themen. DB Research. Frankfurt am Main.



unterdurchschnittlichen Immobilienvermögen deutscher Haushalte und am Anlageverhalten der Haushalte.

Aufgrund einiger statistischer Hürden ist der Vergleich der EZB-Daten in der Eurozone mit den zuvor diskutierten Finanzvermögen nicht ohne weiteres möglich. So basieren die Informationen zu den Gesamtvermögen im Gegensatz zu den Finanzvermögen auf einer Umfrage von Haushalten und nicht auf einer zentral geführten laufend aktualisierten Datenbasis, da die realen Vermögensgegenstände (vor allem Immobilien, aber auch z.B. Kfz) nicht in allen Ländern durchgängig erfasst werden. So liegen beispielsweise für Italien und Deutschland jährliche Informationen vor, während dies in anderen Ländern nur eingeschränkt der Fall ist. Darüber hinaus stammen die Umfragedaten aus den Jahren 2008-2010, also z.T. aus der Zeit vor der Eurokrise. Insbesondere die Daten für Peripherieländer dürften sich seither merklich verändert haben, weil bspw. die Immobilienpreise eine deutliche Korrektur erfuhr.

Laut EZB-Studie lagen die deutschen Haushalte 2010 mit einem durchschnittlichen Netto-Gesamtvermögen von EUR 195.000 (Mittelwert) am unteren Ende der betrachteten 11 Länder (Rang 8). Im Vergleich dazu verfügten die Haushalte in der Eurozone insgesamt im Schnitt über EUR 231.000. Die vermögendsten Haushalte fanden sich in Luxemburg (EUR 710.000). Allerdings dürfte dies durch die Größe des Landes bei gleichzeitiger hoher sektoraler Konzentration auf die Finanzindustrie verzerrt sein. Die belgischen Haushalte, auf Platz zwei, verfügen aber bei eher gegebener Vergleichbarkeit mit den deutschen Haushalten ebenfalls über deutlich mehr Vermögen (EUR 339.000) als die deutschen. Der Mittelwert der Gesamtvermögen ist bei den griechischen Haushalten am niedrigsten (EUR 160.000).

Als die Studie der EZB veröffentlicht wurde, galt das hohe mediale Interesse jedoch einer anderen Zahl. Basiert der Vergleich auf dem Median statt auf dem Mittelwert, waren die deutschen Haushalte die Ärmsten und verfügten mit EUR 51.000 über weniger als halb so viel wie die Haushalte in der Eurozone insgesamt (EUR 109.000). Der Median gibt das Vermögen desjenigen Haushalts an, für den gilt, dass es in dem Land genauso viele Haushalte mit mehr Vermögen wie mit weniger Vermögen gibt. In anderen Worten: Der Median gibt an, wie viel Vermögen *ein typischer Haushalt* besitzt, während der Mittelwert angibt, wie viel Vermögen *alle Haushalte im Durchschnitt* besitzen.

### Median oder Mittelwert: Alles ist relativ!

Große Unterschiede zwischen dem Mittelwert und dem Median sind ein Zeichen für eine hohe Ungleichverteilung der Vermögen. In Deutschland ist der Mittelwert der Gesamtvermögen fast viermal, in Österreich dreieinhalb Mal so groß wie der Median. In der EWU ist er nur doppelt so groß. Daraus kann man schließen, dass die eher vermögenden Haushalte in Deutschland über deutlich mehr Vermögen verfügen als der durchschnittliche (Median-)Haushalt. In der EWU insgesamt ist der relative Reichtum der Vermögenden gegenüber dem durchschnittlichen Haushalt weniger ausgeprägt. Unabhängig von der Definition des durchschnittlichen Vermögens zeigen die Daten der EZB aber, dass die deutschen Haushalte zu den weniger vermögenden innerhalb der Eurozone gehören. Dies bestätigen im Großen und Ganzen auch die diskutierten Daten zu den Finanzvermögen.

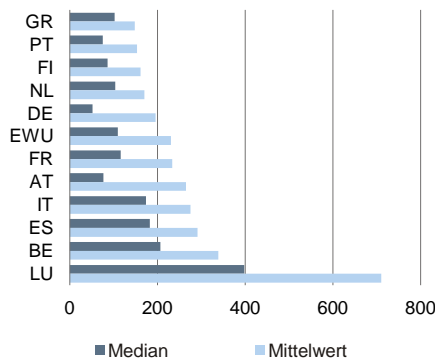
### Deutschland hinkt bei den Sachvermögen hinterher

Die schlechte Position der deutschen Haushalte bei den Gesamtvermögen liegt vor allem in den niedrigen Sachvermögen, die in allen betrachteten Ländern

Haushaltsvermögen: Deutschland am unteren Ende des Rankings

23

Gesamtvermögen je Haushalt, netto, Tsd. EUR



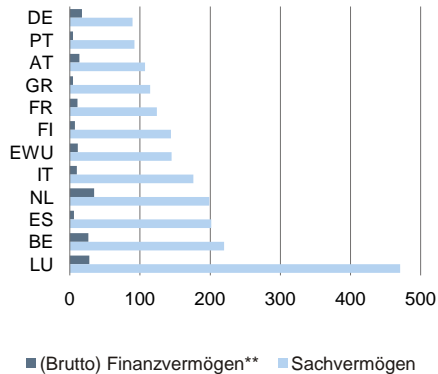
Quelle: EZB



## Ausblick Deutschland

### Sachvermögen überwiegen und Deutschland rangiert am unteren Ende 24

Median\*, Tsd. EUR, je Haushalt



\* beschränkt auf die Haushalte, die angeben, Finanz- bzw. Sachvermögen zu besitzen  
\*\* ohne Pensionsansprüche

Quelle: EZB

weit bedeutender sind als die Finanzvermögen<sup>7</sup> (laut Median). Bei den deutschen Haushalten beträgt das Verhältnis 5 zu 1, im EWU-Schnitt liegt das Verhältnis sogar bei 13 zu 1. Der typische deutsche Haushalt (Median) besitzt mit EUR 89.000 weniger reale Vermögenswerte als die Haushalte in allen anderen Ländern der EWU, wo es im Schnitt EUR 144.000 sind. Das liegt nicht nur daran, dass die deutschen Immobilienpreise im globalen Vergleich eher niedrig und erschwinglich sind.<sup>8</sup> So ist das Eigenheim eines durchschnittlichen deutschen Haushalts, so er ein Eigenheim besitzt, EUR 168.000 wert, während es im Schnitt der EWU EUR 180.000 sind. Der große Unterschied der deutschen Haushalte zu den europäischen besteht darin, dass sie nur selten in einem Eigenheim wohnen. Mit 44% ist die deutsche Eigentümerquote die niedrigste und mit 82% die spanische die höchste (EWU: 60%). Dabei wird die deutsche Quote durch das deutliche West-Ost-Gefälle zusätzlich nach unten gedrückt (Osten: 33,7%; Westen: 47,1%). Aufgrund dieser niedrigen Wohneigentumsquote steht das Eigenheim bei den deutschen Haushalten insgesamt auch nur für 52% der Sachvermögens gegenüber 61% im EWU-Schnitt und 83% bei den niederländischen Haushalten.

### Fazit: Vermögen dürften steigen; Renditen bleiben niedrig

Der Titel unserer Studie aus dem Jahr 2011 „Deutsche Privathaushalte: gute Sparer, schlechte Anleger“ behält seine Gültigkeit. Die Rendite für die deutschen Finanzvermögen war von 1996-2012 die niedrigste von den diskutierten europäischen Ländern. Angesichts der aktuellen Niedrigzinsphase, die sich wohl noch bis weit in das Jahr 2014 hinein fortsetzt, und der gleichzeitig geringen Neigung, in risikotragende renditeträchtigeren Anlagekategorien, wie bspw. Aktien, zu investieren, dürfte der Anstieg der Finanzvermögen in Deutschland auch künftig maßgeblich durch das Sparen getrieben sein. Zwar könnten dauerhaft niedrige Zinsen die deutsche Sparquote dämpfen. Davon ist bislang aber wenig zu sehen, was nicht zuletzt an der anhaltenden Unsicherheit in Bezug auf die Eurokrise und an den anstehenden demografischen Herausforderungen in Deutschland liegen dürfte.

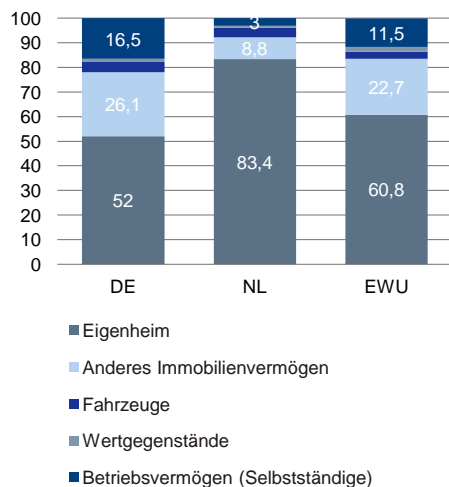
Die Sachvermögen, die zu einem großen Teil aus Immobilien bestehen, dürften sich in Deutschland ebenfalls positiv entwickeln. Die anhaltende Normalisierung am deutschen Wohnimmobilienmarkt schlägt sich in recht kräftigen Preissteigerungen nieder. Wir erwarten, dass sich diese Entwicklung auf absehbare Zeit fortsetzt, wenn auch vielleicht langsamer als zuletzt. Dies sollte einen positiven Effekt auf das Sachvermögen der deutschen Privathaushalte haben. Darüber hinaus sollten sich die aktuell stark steigenden Baugenehmigungen künftig auch in höheren Immobilienvermögen spiegeln. Dadurch könnte sich die Lücke zu anderen europäischen Ländern bei dieser Vermögenskategorie mittelfristig verkleinern.

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

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

### Struktur der Sachvermögen: Eigenheim mit größtem Anteil 25

Anteil am Sachvermögen, %, private Haushalte



Quelle: EZB

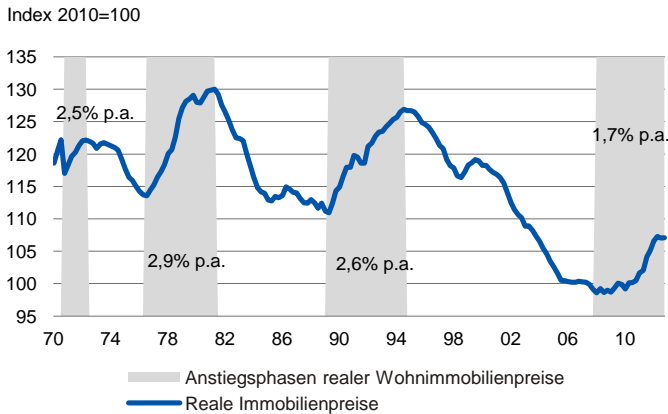
<sup>7</sup> Bei den Finanzvermögen laut EZB-Umfrage steht Deutschland etwas besser da, als basierend auf den zu Beginn der Studie diskutierten Zahlen. Da die Zahlen das Bild gerade angesichts der markanten Unterschiede bei den Immobilienvermögen aber nicht fundamental ändern, wird hier auf eine Diskussion verzichtet.

<sup>8</sup> Vgl. Möbert, Jochen und Heiko Peters (2013). Aktueller Kommentar. Keine Blase am deutschen Häusermarkt.



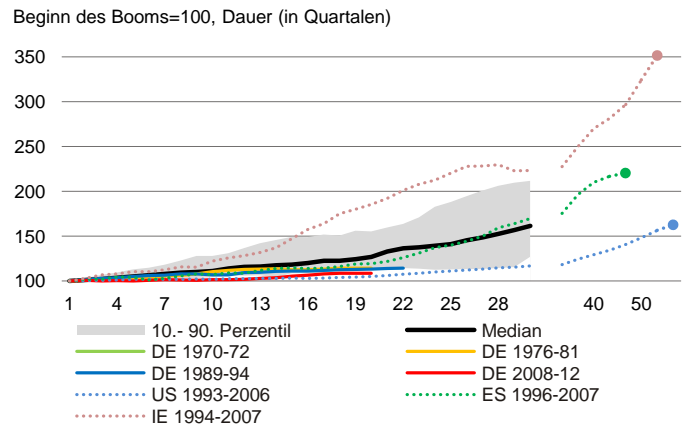
## Grafik des Monats

Reale Immobilienpreise in Deutschland



Quellen: OECD, DB Research

Immobilienpreisanstiege



Quellen: OECD, DB Research

### Keine Blase am deutschen Häusermarkt

Nachdem die realen Wohnimmobilienpreise in Deutschland zwischen den Jahren 1994 und 2008 fielen, steigen sie seitdem wieder an, in einigen Ballungsräumen sogar recht kräftig. Dies rückte den deutschen Wohnimmobilienmarkt in den Fokus nationaler und internationaler Investoren. Es bestehen Sorgen, dass dies den Beginn einer Immobilienblase darstellen könnte. Vergleicht man die realen Preisanstiege in Deutschland allerdings mit den Phasen der Immobilienpreisanstiege anderer OECD-Länder, liegt die aktuelle Entwicklung am unteren Ende und ist eher als eine Normalisierung des Preisniveaus zu sehen.

In Deutschland gab es seit den 1970er Jahren vier Perioden mit starken Wohnimmobilienpreisanstiegen (Boomphasen<sup>9</sup>). Allerdings entwickelten sich diese immer in Situationen, in denen sich die Einkommens-, die Inflationserwartungen oder die Finanzierungsbedingungen deutlich veränderten. Während der ersten Wachstumsphase der Wohnimmobilienpreise Anfang der 1970er Jahre brumpte die deutsche Konjunktur, und es herrschte Vollbeschäftigung. Die Boomphase Ende der 1970er Jahre – 1976 bis 1981 – fiel in die Zeit der Ölkrise, in der die Inflationsrate um kumuliert 25% (rund 5% pro Jahr) und die realen Immobilienpreise um kumuliert 14% (etwa 3% pro Jahr) stiegen. In den Jahren nach der Wiedervereinigung führten attraktive Abschreibungsbedingungen zu massiven Investitionen in ostdeutsche Wohnimmobilien, was zur Boomphase zwischen 1989 und 1994 führte. Die vierte Wachstumsphase begann parallel zum Beginn der globalen Wirtschaftskrise im Jahr 2008, wobei der reale Preisanstieg sich seit dem Beginn der europäischen Schuldenkrise etwas beschleunigte.

Im Vergleich mit historischen Boomphasen der realen Wohnimmobilienpreise in OECD-Ländern zwischen 1970 und 2012 zeigt sich, dass die realen Preisanstiege in der Spanne von rund 2% bis 3% in Deutschland pro Jahr am unteren Ende lagen. Im Median legten die Preise während der Anstiegsphasen in den OECD-Ländern pro Jahr etwa 8% zu, wobei die Anstiege des unteren Dezils geringer als 4% pro Jahr und die Preisanstiege des oberen Dezils höher als 15% pro Jahr waren. Die durchschnittliche Länge der Boomphasen lag bei etwa 5 Jahren. Auf besonders lange Phasen folgten – wenig überraschend – häufig

<sup>9</sup> Wir definieren hier Boomphasen als Preisanstiegsphasen, die mindestens sechs Quartale andauern.



besonders schmerzhaft Anpassungen. Die Immobilienpreisblasen in den USA (1993-2006), Spanien (1996-2007) und Irland (1994-2007) bauten sich über einen langen Zeitraum auf und führten nach dem Platzen in den Jahren 2006/7 zu massiven Verwerfungen. Die realen Preise stiegen um kumuliert 250% in Irland (20% pro Jahr), 120% in Spanien (11% pro Jahr) und 60% in den USA (5% pro Jahr).

Die OECD-Historie belegt, dass niedrige reale Zinsen und stark steigende Einkommen Immobilienpreisanstiege befeuern. Langfristige Realzinsen von 0% und robuste – aber nicht stark steigende – Einkommen deuten darauf hin, dass die aktuelle Boomphase in Deutschland weiter anhalten dürfte und damit die mit Abstand längste historische Phase werden könnte. Die äußerst expansive Geldpolitik der EZB als Reaktion auf die Eurokrise ließ die Zinsen bei relativ robuster Konjunktur in Deutschland auf ein historisch niedriges Niveau fallen. Einen Kreditboom hat dies wegen der relativ hohen Kreditanforderungen – bspw. eines relativ hohen Eigenanteils – bisher jedoch nicht ausgelöst. Immobilienanlagen sind jedoch im Vergleich zu festverzinslichen Anlagen attraktiver geworden. Obwohl inländische Investoren den größeren Teil an Immobilieninvestitionen tätigen, dürften auch ausländische Investoren aufgrund höherer BIP-Wachstumsraten in Deutschland im Vergleich zu anderen europäischen Industrieländern angelockt werden. Zudem gilt Deutschland in Zeiten der nicht gelösten Eurokrise weiterhin als relativ „sicherer Hafen“ für Investitionen.

Welche Faktoren könnten ein Ende des Preisanstiegs einläuten? Dies könnte erstens der demographische Wandel sein, da mit dem Alter die Immobiliennachfrage sinkt und das Angebot steigt. Eine im Zuge der Eurokrise anhaltende Zuwanderung könnte diesen Effekt leicht verzögern. Zweitens, könnte der Zyklus durch Regulierungen beeinflusst werden. Drittens, könnte ein Ende der Eurokrise dem Preisanstieg den Boden entziehen. Sobald die großen Euroländer wieder Tritt fassen, könnten Investitionen außerhalb Deutschlands attraktiver werden. Bei einer Erholung in der Eurozone dürften zudem Finanzmarktprodukte gegenüber Immobilieninvestitionen an Attraktivität gewinnen. Wie lange Anpassungen in nationalen Immobilienmärkten dauern ist allerdings nur schwer absehbar.

Da der Preisanstieg bisher nicht durch Kreditwachstum getrieben wurde und wir auch keinen kreditfinanzierten Preisaufschwung erwarten, sollte das Ende des Anstiegs keine größeren negativen Auswirkungen auf das Finanzsystem haben. Außerdem ist der Preisanstieg im internationalen Vergleich bisher gering und eher als eine Normalisierung der deutschen Wohnimmobilienpreise zu sehen.

Marie Lechler

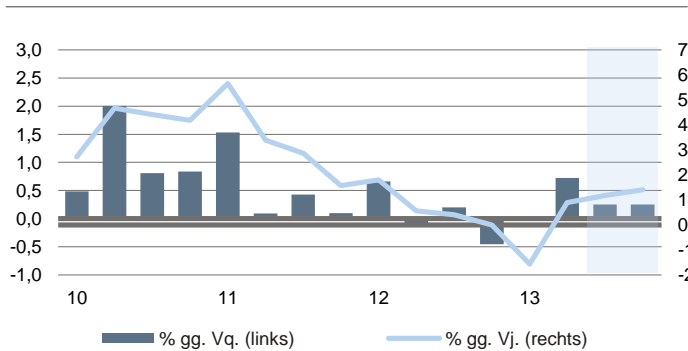
Jochen Möbert (+49 69 910-31727, [jochen.moebert@db.com](mailto:jochen.moebert@db.com))

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



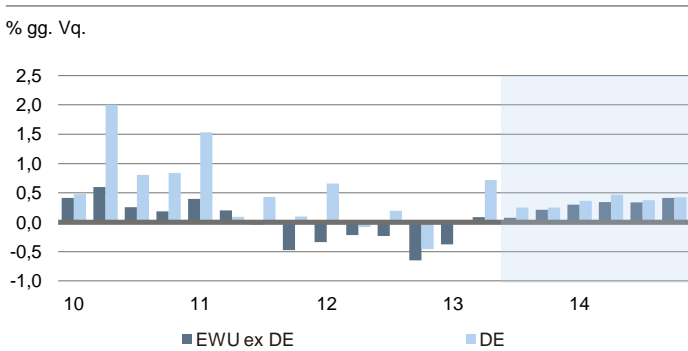
Chartbook: Konjunktur (1)

Entwicklung des realen BIP



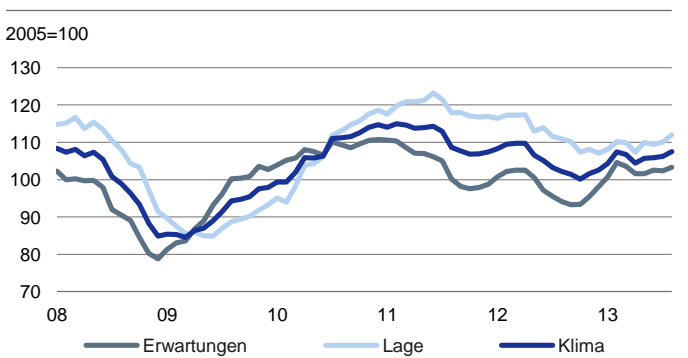
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

BIP-Entwicklung: DE vs. EWU



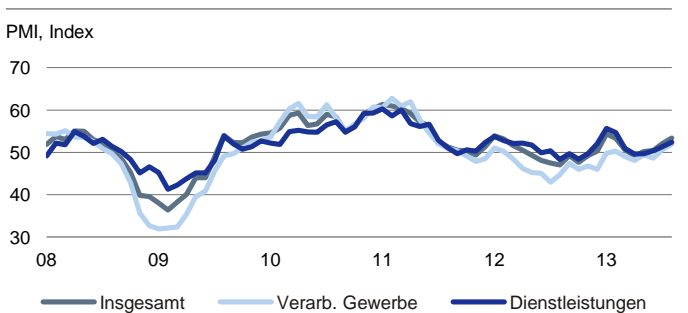
Quelle: Eurostat

Ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt



Quelle: ifo

Einschätzung der Einkaufsmanager



Quelle: Markit

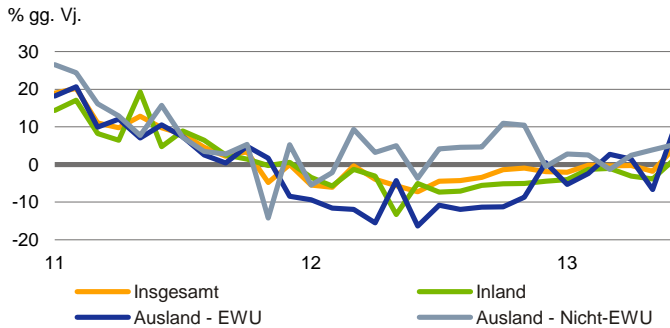
- In Q2 stieg das BIP um 0,7% gg. Vq. und beendete damit die Schwächephase des Winterhalbjahres. Die Binnenkonjunktur trug vor allem dank wetterbedingter Nachfrageeffekte bei den Bauinvestitionen 0,5%-Punkte bei. Ebenfalls kräftig war das Plus beim Konsum. Nach sechs Quartalen mit Rückgängen verzeichneten die Ausstattungsinvestitionen zudem wieder ein moderates Plus. Der Außenhandel trug dank statistischer Sondereffekte 0,2%-Punkte zum BIP-Wachstum bei.
- *Revisionen des Wachstums in den Vorquartalen sorgten dafür, dass die Schwächephase im Winterhalbjahr weniger ausgeprägt ausfiel. Zusammen mit dem leicht besser als erwarteten Wachstum in Q2 hebt das unsere BIP-Prognose für 2013 von +0,1% auf +0,5% (2014: +1,5%).*
- Das BIP der Eurozone wuchs in Q2 2013 um 0,3% gg. Vq. Damit endete die 6 Quartale dauernde Rezession. Neben Deutschland (+0,7%) trug auch Frankreich (+0,5%) deutlich zum Wachstum bei. In Italien (-0,2%) und Spanien (-0,1%) schrumpfte das BIP langsamer.
- Angesichts des verbleibenden Anpassungsbedarfs in einigen EWU-Ländern und des in H2 nahezu stagnierenden Welthandels dürfte die EWU in H2 kaum wachsen.
- *Das EWU-BIP dürfte in 2013 trotz des leicht positiven Wachstums in H2 erneut sinken (2012: -0,6%). Aufgrund des stärker als erwarteten Wachstums in Q2 13 haben wir allerdings die Prognose von -0,6% auf -0,4% erhöht.*
- Im August stieg der ifo-Index das vierte Mal in Folge, wobei sich die Bewertung der Geschäftslage stärker verbessert hat als die Geschäftserwartungen. Diese liegen über ihrem historischem Durchschnitt und deuten für Q3 auf ein BIP-Plus entsprechend des Potenzialwachstums hin (+0,3% gg. Vq.).
- Der Anstieg des ifo-Index war vom Plus beim Verarbeitenden Gewerbe geprägt. Dessen Geschäftslage verbesserte sich deutlich, die Erwartungen nur leicht. Der ifo-Index des Bausektors fiel das fünfte Mal in Folge und der Einzelhandelsindikator stagnierte nahezu. Beide befinden sich aber auf hohem Niveau und deuten auf eine ordentliche Binnenkonjunktur hin.
- Der Composite Einkaufsmanagerindex (PMI) stieg im August erneut an und verringerte dadurch die Lücke zum ifo-Index weiter. Dessen Niveau war in den letzten Monaten positiver als die Ergebnisse der Einkaufsmanager-Umfrage.
- In der Industrie lag der PMI im August merklich über der Wachstumsschwelle (52,0 gg. 50,7 zuvor). Die Aufträge beschleunigten (54,2) sich, da Auslandsaufträge das erste Plus seit 6 Monaten zeigten (53,4). Im Dienstleistungssektor war der Anstieg ebenfalls ordentlich (52,4 gg. 51,3). Die Beschäftigungsaussichten blieben in beiden Sektoren schwach.





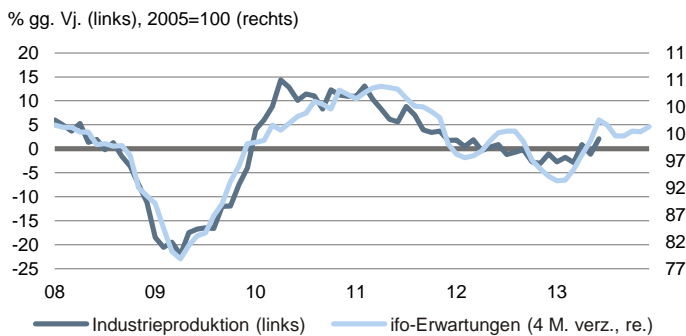
Chartbook: Konjunktur (2)

Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe



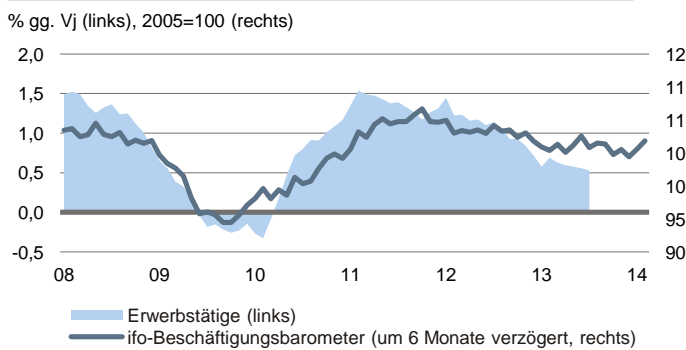
Quelle: Statistisches Bundesamt

Industrieproduktion und ifo-Erwartungen



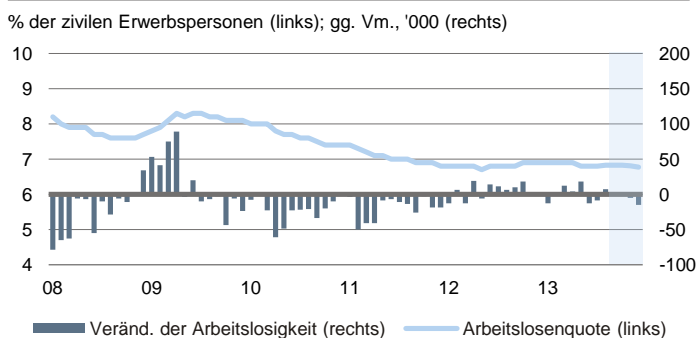
Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Erwerbstätige und ifo-Beschäftigungsbarometer



Quellen: ifo, Bundesagentur für Arbeit

Arbeitslosigkeit



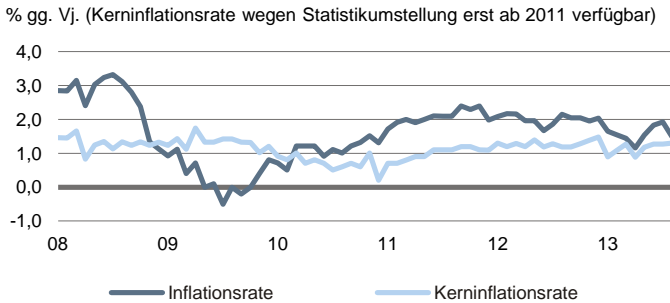
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, DB Research

- Großaufträge auf der Luftfahrtmesse in Paris sorgten im Juni für einen Auftragsschub. Im Vergleich zum Mai stiegen die Aufträge um 3,8%. Die Kernaufträge (ohne Flugzeuge, Schiffe und Bahnen) wuchsen nur um 0,1%. In Q2 beschleunigte sich der gesamte Auftragseingang auf +1,2% qq. Vq. von 0,4% in Q1.
- Der Juli dürfte eine deutliche Gegenbewegung bringen. Der verbesserte Vorjahresvergleich (+4,3%) dürfte sich wieder abschwächen.
- Ifo und PMI deuten auf eine positive Auftragsentwicklung hin. Zuletzt überzeichneten sie die Entwicklung jedoch. Wir erwarten daher nur eine moderate Erholung in H2.
- Die Industrieproduktion verzeichnete im Juni ein kräftiges Plus (+2,4% gg. Vm.), das aber durch Nachholeffekte nach den Brückentagen im Mai die zugrundeliegende Dynamik überzeichnen dürfte. Dies ist der vierte Anstieg in den letzten fünf Monaten. In Q2 (+2,8% gg. Vq.) hat die Industrie daher kräftig zum BIP-Wachstum beitragen.
- Aufgrund ungewöhnlicher Saisoneffekte dürften die Zahlen die Lage aktuell etwas zu positiv darstellen. So befand sich die Produktion in H1 noch 1,9% unter Vorjahr (nicht saisonbereinigt). Dennoch, Stimmungsindikatoren, die Kapazitätsauslastung für Q3 und die etwas freundlichere globale Konjunktur deuten darauf hin, dass die Industrie in H2 weiter moderat zulegen sollte.
- Den Arbeitsmarkt belastet momentan noch die schwache Konjunktorentwicklung während des Winterhalbjahrs (BIP-Wachstum Q4: -0,7% gg. Vq.; Q1: +0,1% gg. Vq.), da der Arbeitsmarkt der Konjunktur nachläuft.
- Im Juli 2013 stieg die Beschäftigung um 0,5% gg. Vj. Die Zahl der sozialvers. Beschäftigten lag zuletzt 1,2% über Vj.
- Aufgrund der monatlich weiter ordentlich zunehmenden Beschäftigtenzahl markiert die Zahl der Erwerbstätigen weiter historische Höchststände (saisonbereinigt 41,8 Mio. Personen).
- Im August stieg die Arbeitslosigkeit leicht um 7 Tsd., nachdem sie in den zwei Vormonaten um 7 und 12 Tsd. gesunken war. Die Arbeitslosenquote blieb im August wie in den drei Vormonaten bei 6,8%.
- Frühindikatoren lagen im Juli und August über ihren Q2-Niveaus. Sie deuten insgesamt auf eine Seitwärtsbewegung des Arbeitsmarktes in den nächsten Monaten hin. Ab Herbst 2013 dürfte sich die Situation auf dem Arbeitsmarkt wieder verbessern. Die Arbeitslosenquote dürfte im Jahresdurchschnitt 2013 – wie im Vorjahr – 6,8% betragen.



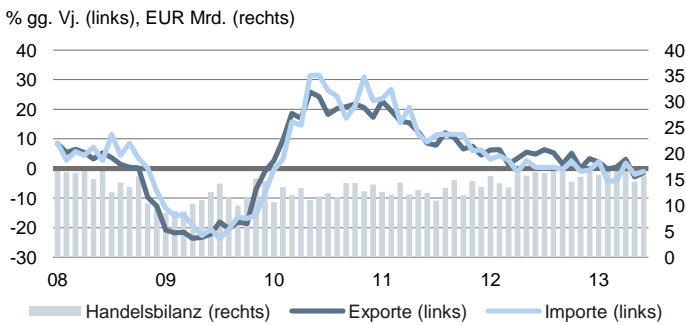
Chartbook: Konjunktur (3)

Inflationsrate und Kerninflationsrate



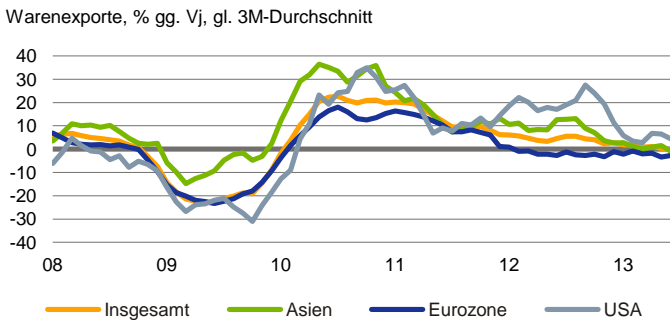
Quellen: Statistisches Bundesamt

Warenhandel



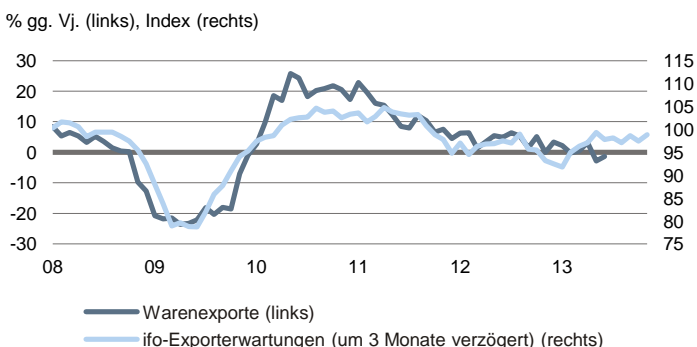
Quelle: Deutsche Bundesbank

Deutsche Warenexporte



Quelle: Deutsche Bundesbank

Exporte & ifo-Exportserwartungen



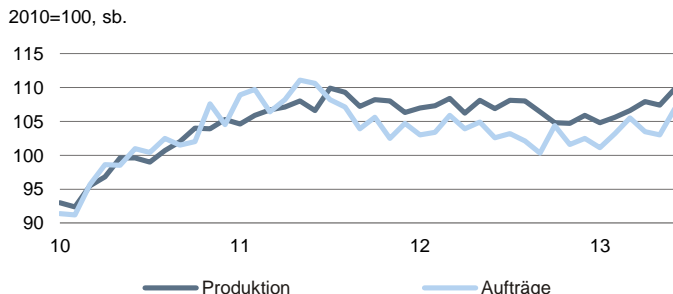
Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo

- Die Inflation ist nach vorläufigen Daten im August auf 1,5% gg. Vj. gefallen von 1,9% im Juli. Der Rückgang geht weitgehend auf die Energiepreise zurück, deren Anstieg sich von 2,9% im Juli auf 0,4% verlangsamt hat. Diese deutliche Verlangsamung geht auf einen Basis-effekt zurück. Die Inflation bei den Nahrungsmittelpreisen gab im August ebenfalls leicht nach (+4,9% nach zuvor 5,7%). Die Kerninflation blieb bei 1,3%.
- Angesichts des moderaten BIP-Wachstums, der Erwartung stabiler Ölpreise und geringerer Lohnsteigerungen erwarten wir eine gedämpfte Inflationsentwicklung. Wir erwarten, dass die Inflation 2013 im Schnitt 1,6% beträgt.
- Der Handelsbilanzüberschuss erholte sich im Juni zwar auf EUR 15,8 Mrd. Er blieb aber wie im Mai merklich unter seinem Q1-Durchschnitt von EUR 16,8 Mrd.
- Im Juni war das Exportvolumen 2,1% und die Importe 1,2% unter Vorjahr. Die Außenhandelsdynamik war in H1 insgesamt gering und der Vorjahresvergleich der Im- und Exporte pendelte um die Nulllinie.
- Die Exporte stiegen im Juni leicht (+0,6% gg. Vm.), nach Schwäche im Vormonat (-2,0%). Die Importe (-0,8%) sanken nach zuvor drei kräftigen Anstiegen.
- Die deutschen Exporte bewegten sich zuletzt weitgehend seitwärts, da die seit Mitte 2012 deutlich rückläufige Dynamik der Exporte in die USA und nach Asien (insbesondere China) nicht mehr ausreichte, um die im Vorjahresvergleich sinkenden Exporte in die EWU-Länder zu kompensieren.
- Seit dem Beginn der Eurokrise ist der Anteil der EWU-Exporte an den gesamten deutschen Exporten um nahezu 10%-Punkte auf zuletzt etwa 37% gefallen (Asien 16% und USA 8%), da die Krisenländer ihre Importe stark einschränkten: Spanien -36%; Italien -10%; Portugal -24% (2012 gg. 2008).
- Im August sind die Exporterwartungen leicht über ihren historischen Durchschnitt und über das durchschnittliche Niveau des H1 gestiegen. Allerdings folgten sie seit Anfang 2013 in etwa einem Seitwärtstrend.
- Ifo-Exportserwartungen deuten auf eine verhaltende Exportdynamik hin. Die Exportaufträge laut PMI und der globale PMI (etwas über >50) lassen jedoch ebenfalls zunächst keine starke Erholung des Welthandels erwarten.
- Die deutschen Importe dürften bei einer Stabilisierung der Rohstoffpreise, dem Ende des Lagerabbaus sowie einem recht hohen Beschäftigungsniveau und realem Einkommensplus etwas stärker als der Export wachsen.



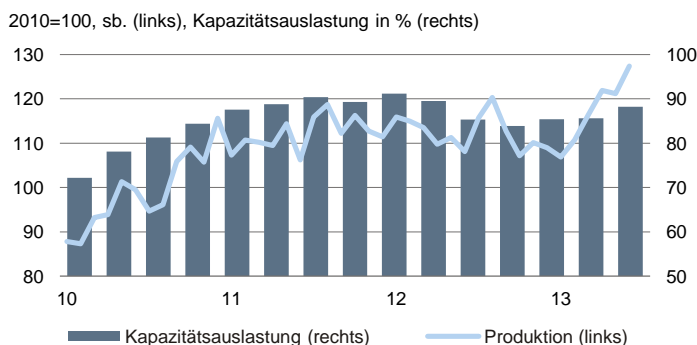
## Chartbook: Branchen

### Verarbeitendes Gewerbe: Produktion und Aufträge



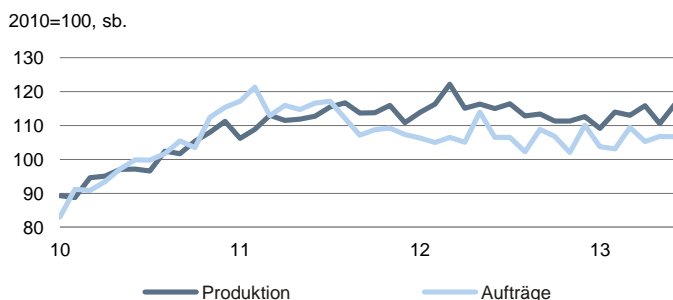
Quelle: Statistisches Bundesamt

### Automobilindustrie: Produktion & Kapazitätsauslastung



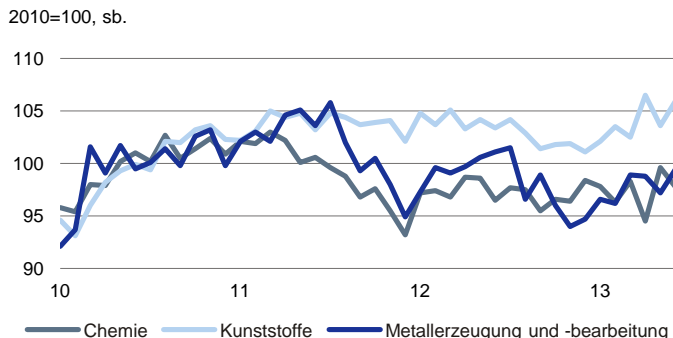
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

### Maschinenbau: Aufträge und Produktion



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Frühzyklische Branchen: Produktion



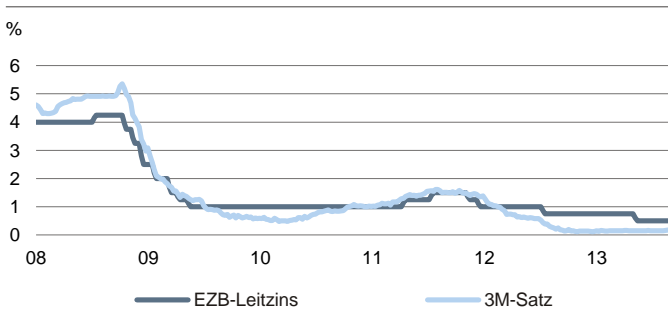
Quelle: Statistisches Bundesamt

- Die reale Produktion des Verarbeitenden Gewerbes lag im 2. Quartal 2013 um 2,6% über dem Niveau des 1. Quartals 2013. Die Auftragseingänge überstiegen im gleichen Zeitraum das Niveau der Vorperiode um 1,6%.
- Zuletzt zog die Nachfrage aus der Eurozone u.a. aufgrund von Großaufträgen im sonstigen Fahrzeugbau wieder deutlich an. Impulse dürften im weiteren Jahresverlauf aber vor allem aus dem außereuropäischen Ausland kommen.
- Für 2013 rechnen wir mit einem Anstieg der realen Produktion in Deutschland um rd. 1% (2012: -1%).
- In der Automobilindustrie scheint es bei den Produktionszahlen zu einer erheblichen Übererfassung gekommen zu sein. Im 2. Quartal 2013 lag dadurch die gemeldete reale Fertigung um 11% über dem Niveau des 1. Quartals.
- Aufgrund der wohl überzeichneten Produktionszahl halten wir an unserer Prognose fest, dass die inländische Produktion in der Automobilindustrie im Gesamtjahr 2013 um real 4% zulegen dürfte.
- Die Geschäftserwartungen in der Autoindustrie liegen knapp im positiven Bereich. Die Kapazitätsauslastung nahm im 3. Quartal zum dritten Mal in Folge zu.
- Die Auftragseingänge im Maschinenbau sendeten zuletzt uneinheitliche Signale. Im weiteren Verlauf 2013 könnte sich die Auslandsnachfrage aber aufgrund einer allmählichen Stabilisierung der Eurozone und einer erwarteten Wachstumsbeschleunigung in China beleben.
- Für 2013 rechnet DB Research dennoch mit einem Rückgang der Produktion im Maschinenbau um 1% (2012: +1,3%). Dabei wird im Verlauf von 2013 eine aufwärts gerichtete Produktionsentwicklung unterstellt; im 2. Quartal lag die Produktion schon um 2% über dem Ergebnis des 1. Quartals.
- In den frühzyklischen Branchen sind erst verhaltene Konjunkturimpulse zu erkennen.
- Die Produktion in der kunststoffverarbeitenden Industrie lag im 2. Quartal d.J. um 2,6% über dem Niveau des 1. Quartals. Die Geschäftserwartungen stiegen zuletzt wieder an.
- In der Metallherzeugung übertraf die Produktion im 2. Quartal das Niveau der Vorperiode um 1,3%. Im Gesamtjahr ist ein marginales Produktionsplus möglich.
- In der Chemieindustrie dürfte die Fertigung 2013 um 1% zunehmen (2012: -2,6%). Zuletzt tendierte die Produktion aber wieder etwas schwächer.



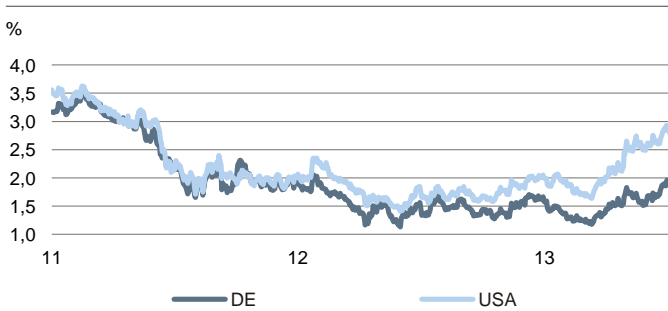
Chartbook: Finanzmärkte (1)

EWU: Leitzins & 3M-Satz



Quellen: EZB, Global Insight

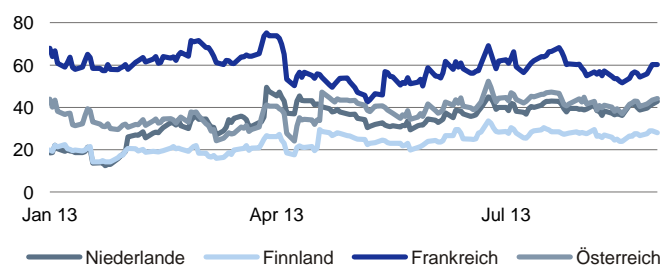
Renditen 10-jähriger deutscher und amerikanischer Staatsanleihen



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände (i)

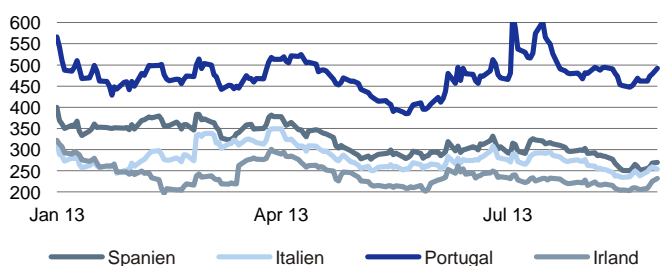
Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände (ii)

Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



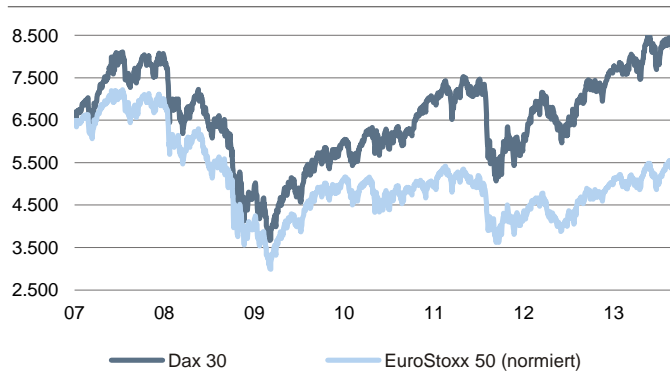
Quelle: Global Insight

- Die Pressekonferenz am 1. August war mehr oder weniger ein Non-Event. Herrn Draghis zum Teil zirkulären Antworten auf die Fragen zur Forward Guidance (bei der letzten Sitzung beschlossen) verdeutlichten, welche Probleme durch die neue Kommunikationsstrategie auf Dauer entstehen können. Der Hinweis, dass die EZB eine Wiederholung der Guidance von den Zinserwartungen des Marktes abhängig machen könnte, hat nicht zur Klarheit beigetragen.
- Allerdings dürften die Zinsen noch lange niedrig bleiben. Angesichts der anhaltend schwachen Entwicklung der Geldmenge dürfte sich an dieser Botschaft bei der nächsten EZB-Sitzung am 5. Sep. nichts ändern.
- Andeutungen von Bernanke, die Fed könnte ihre monatlichen Anleihekäufe in den kommenden Monaten reduzieren und womöglich Mitte 2014 gänzlich einstellen, erhöht die Volatilität an den Märkten. Die Renditen der 10-jährigen Treasuries stiegen seit Anfang Mai von 1,6% auf bis zu 2,9% und lagen zuletzt bei 2,8%.
- Dies zog die Rendite 10-jähriger deutscher Anleihen nach oben. Seit Anfang Mai stiegen die Renditen von 1,2% auf 1,9%. Der Renditeabstand zwischen US- und deutschen Anleihen hat sich aufgrund des kräftigeren Anstiegs bei den US-Papieren mehr als verdoppelt, auf rund 90 Bp.
- Ausgehend von der Debatte über den QE3-Ausstieg der Fed hat sich der globale Zinszyklus wahrscheinlich gedreht.
- Seit Anfang Mai erhöhten sich die Renditen der Kernländer der Eurozone um rd. 40 bis 70 Bp. Renditeabstände gegenüber Deutschland stiegen zwischen 10 und 20 Bp.
- Im Unterschied dazu sind die Renditeabstände der Peripherieländer gefallen. Vor allem seit Mitte Juli haben bessere Konjunkturindikatoren und die Hoffnung auf ein Ende der Rezession in der EWU wohl dämpfend gewirkt.
- In Portugal ist der Renditeabstand noch höher als Anfang Mai. Während der Hochphase der politischen Krise betrug der Abstand bis zu 600 Bp. Er ist zuletzt allerdings auf unter 500 Bp. gefallen.



Chartbook: Finanzmärkte (2)

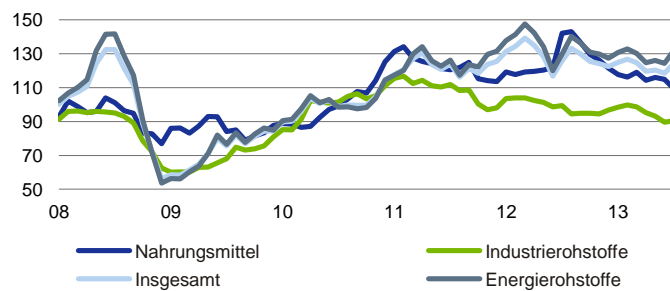
Aktienindizes



Quellen: Global Insight, DB Research

Rohstoffpreise

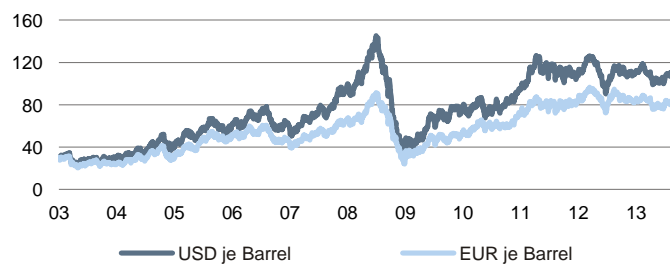
HWWI Index, 2010=100, EUR Basis



Quelle: HWWI

Ölpreis

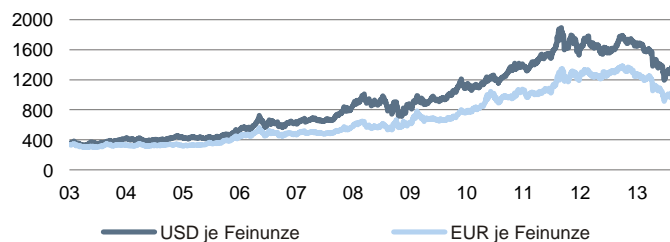
Brent Blend, USD oder EUR je Barrel



Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

Goldpreis

USD oder EUR je Feinunze



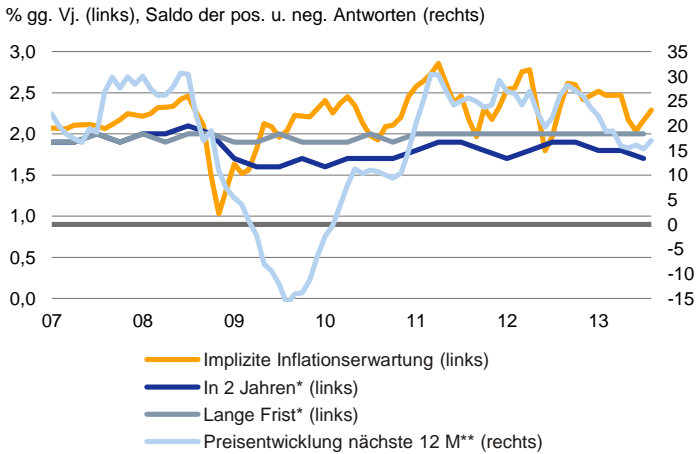
Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

- Wegen Sorgen um einen anstehenden US-geführten Militärschlag fiel der DAX in der letzten Woche von seinem Zwischenhoch bei etwa 8.400 Punkten auf zuletzt gut 8.100 Punkte. Damit ist er aus der Range der letzten eineinhalb Monate nach unten ausgebrochen. Ähnliches gilt für den EuroStoxx 50, der zudem seine relative Gewinne gg. dem DAX wieder abgegeben hat.
- Unsere Aktien-Analysten erwarten einen Stand des DAX von 8.000 und des Stoxx 600 von 315 zum Jahresende 2013.
- Die Rohstoffpreise zeigten wegen Sorgen über das Wachstum in China und der Debatte über den QE3-Ausstieg der Fed bis zuletzt eher nach unten. Durch das erwartete etwas höhere Wachstum Chinas und der Weltwirtschaft in H2 dürften Rohstoffpreise wieder moderat steigen. Dies hat sich zuletzt bei den Metallnotierungen – nach besseren chinesischen Konjunkturdaten – bereits angedeutet. Aufgrund der Sorgen um den Syrienkonflikt hat vor allem der Ölpreis am aktuellen Rand zugelegt.
- Seit dem Höhepunkt im Aug. 2012 fielen die Nahrungsmittelpreise kräftig. Obwohl der Rückgang sich 2013 verlangsamt, liegen die Preise gut 20% unter dem Vorjahresniveau. Die Verbraucherpreise von Nahrungsmitteln haben in einigen EWU-Ländern dennoch zugelegt.
- Wegen der Geschehnisse in Syrien hat sich Rohöl in der letzten Woche merklich verteuert. Der Preis liegt aber noch nicht deutlich über dem Jahresdurchschnitt 2012. Zuvor hatten schon die anhaltenden Unruhen in Ägypten, das den Suezkanal kontrolliert, für Preisbewegungen gesorgt.
- In Folge der deutlichen Ausweitung des Angebots insb. durch die höhere Produktion an Schieferöl in den USA, erwarten unsere Rohstoffstrategen dennoch nur einen Ölpreis von USD 107 per Barrel im Q4 2013. Aktuell notiert der Ölpreis bei USD 113 per Barrel Brent.
- Gold als sicherer Hafen hat sich in den letzten beiden Monaten im Zuge der gestiegenen Unsicherheit auf etwa USD 1400 per Feinunze verteuert. Das ist allerdings noch gut 20% unter dem Höchststand des vergangenen Jahres (4. Okt. 2012; USD 1792 per Feinunze). Bis zuletzt belastend wirkten die höheren realen Zinsen und nachlassende Inflationssorgen.
- Unsere Rohstoff-Analysten erwarten einen Goldpreis von USD 1300 per Feinunze zum Q4 2013. Dies wäre der größte Preisrückgang gg. Vj. (eop) seit dem Jahr 1997.



Chartbook: Finanzmärkte (3)

Inflationserwartungen Eurozone



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

Wechselkursentwicklung des Euro



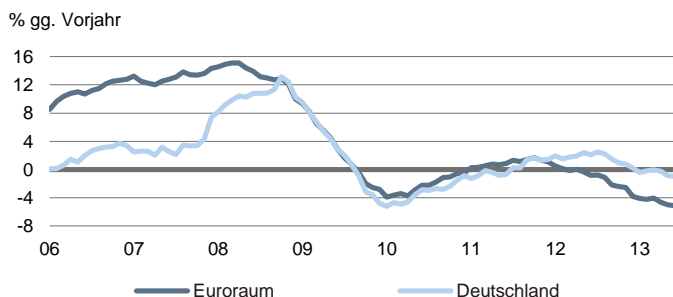
Quellen: EZB, Reuters

- Trotz der (zuletzt geschwundenen) öffentlichen Sorge über Inflationsgefahren, erwarten die von der EZB befragten privaten Prognostiker keinen Anstieg der Inflation. In zwei Jahren sehen sie die Inflationsrate (EWU) bei 1,7% (zuvor 1,8%). Unverändert wird in 5 Jahren eine Inflationsrate von 2,0% erwartet.
- Die aus der Differenz 10-jähriger nomineller deutscher Staatsanleihen und der Rendite inflationsgeschützter Anleihen berechnete Inflationserwartung für die nächsten 10 Jahre schwankt seit Anfang 2011 zwischen knapp 2 und gut 2 ½%.
- Allerdings dürfte diese „implizite Inflationserwartung“ verzerrt sein. Zum einen ist der derzeitige Realzins nahe Null ökonomisch nur schwer zu erklären. Zum anderen sind die Anleiherenditen durch massive Käufe einiger großer Zentralbanken und bestehender „Safe haven“-Käufe wohl nach unten verzerrt.
- Nachdem der EUR/USD im Februar das Hoch von 1,37 erreicht hatte, bewegt sich der EUR/USD in Q2 in dem relativ engen Band von 1,28 bis 1,34. Die zuletzt z.T. widersprüchlichen Botschaften der Fed führen zur relativ volatilen Seitwärtsbewegung des EUR/USD Wechselkurses.
- In H2 2013 dürfte sich das Wachstum der USA auf etwa 3% erhöhen und die Fed die QE3-Käufe verringern. Dies dürfte für einen stärkeren USD sorgen – unsere Strategen rechnen daher mit einem EUR/USD Kurs von 1,20 Ende Q4 (1,26 Ende Q3). Sie sehen die erwartete USD-Stärke als Beginn eines mehrjährigen USD-Aufwertungszyklus und prognostizieren das Erreichen der USD/EUR Parität im Jahr 2017.



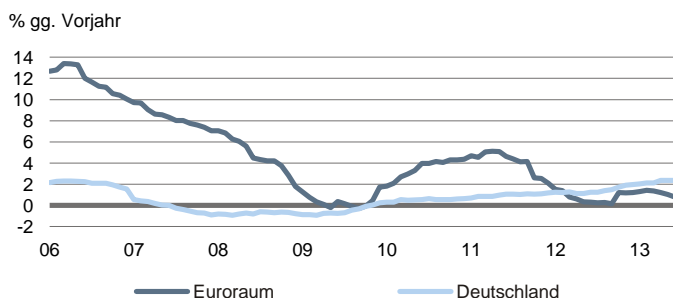
## Chartbook: Finanzmärkte (4)

### Kredite an Unternehmen



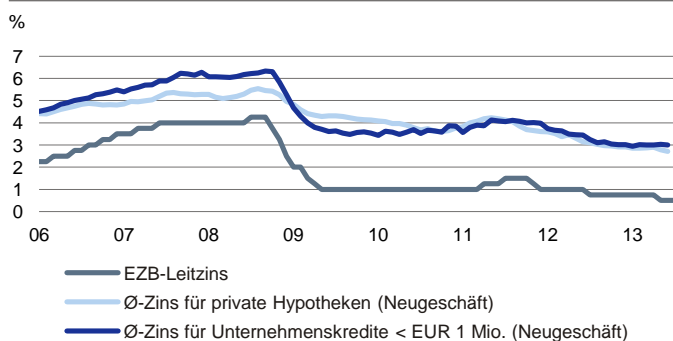
Quellen: EZB, DB Research

### Privates Hypothekenvolumen



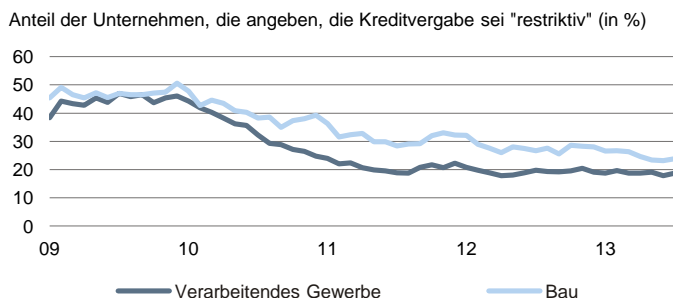
Quellen: EZB, DB Research

### Zinsen für Kredite



Quellen: EZB, Bundesbank

### Kredithürde



Quelle: ifo

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

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

- Zinssätze für Unternehmens- und Hypothekarkredite in Deutschland seit Jahresbeginn weitgehend unverändert und auf historisch niedrigem Stand. Im Juni weiterhin 3% für Unternehmens- sowie nochmals leichter Rückgang der Zinsen für Hypothekarkredite auf 2,7% (-0,1 Prozentpunkte gg. Vormonat).

Das niedrige Leitzinsniveau senkt Refinanzierungskosten der Banken, was an Kunden weitergegeben wird.

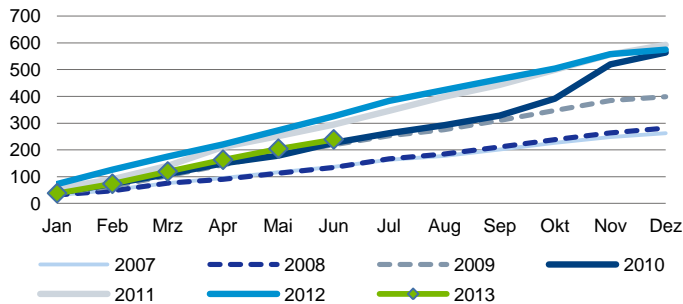
- Unternehmen schätzen Kreditvergabe weiter als unproblematisch ein.
- Im Juli lag der Anteil der Industrieunternehmen, die Kreditvergabe als restriktiv einstufen, nach wie vor auf niedrigem Niveau bei leichtem Anstieg gg. Vormonat (+0,9 Prozentpunkte). Bei Bauunternehmen ebenfalls historisch niedriger Stand bei geringem Anstieg (+0,6 Prozentpunkte).



Chartbook: Finanzmärkte (5)

Bruttoemissionen von Staatsanleihen

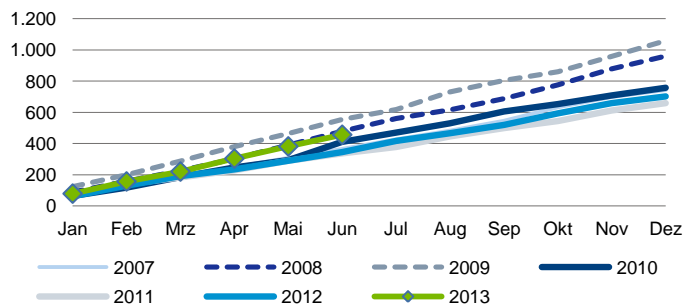
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Bankanleihen

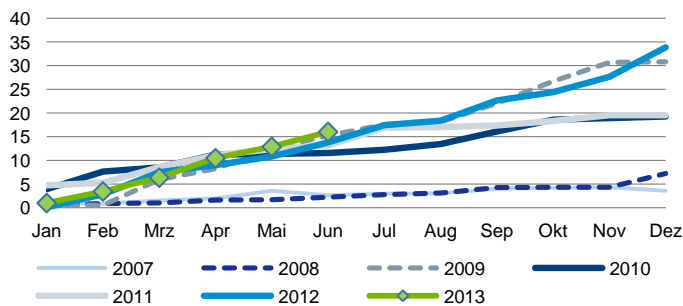
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Unternehmensanleihen

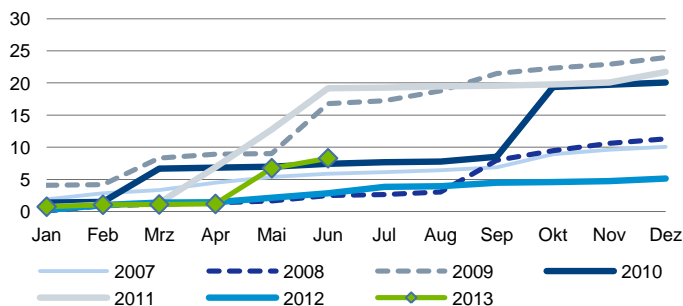
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Aktien

Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

- Die Ausgabe von Schuldverschreibungen des öffentlichen Sektors in Deutschland hat an Schwung verloren. Die deutschen Länder und der Bund haben im Juni 2013 Anleihen im Wert von circa EUR 35 Mrd. ausgegeben.
- Die kumulierten Emissionen im ersten Halbjahr 2013 beliefen sich auf nur noch EUR 239 Mrd.
- Durch die Normalisierung von Zinssätzen auf globalen Märkten scheint der „safe-haven“-Effekt, von dem der deutsche öffentliche Sektor in den letzten Jahren profitiert hat, etwas abzuklingen.
- Das Emissionsvolumen an Bankanleihen lag im Juni bei ungefähr EUR 75 Mrd., was in etwa dem Monatsdurchschnitt von H1 2013 entspricht.
- Deutsche Banken haben im ersten Halbjahr 2013 EUR 457 Mrd. auf dem Anleihemarkt generiert, der für diesen Zeitraum höchste Wert seit 2009. Im Gegensatz dazu gingen die Emissionen im Rest Europas zurück.
- Verbesserte Bilanz- und Kapitalkennziffern haben zu niedrigeren Spreads bei Bankanleihen geführt und damit die Kapitalaufnahme erleichtert.
- Die Unternehmen nutzten weiterhin die Anleihemärkte in erheblichem Umfang, im Juni mit einem Emissionsvolumen von EUR 3,1 Mrd., der zweithöchste Wert für 2013 und der höchste Juni-Wert überhaupt seit 2007.
- Die kumulierte Emissionsaktivität 2013 belief sich bisher auf EUR 16 Mrd., den höchsten Wert eines ersten Halbjahres.
- Die Emission von Unternehmensanleihen scheint bei der Unternehmensfinanzierung im Vergleich zum Kredit eine immer wichtigere Rolle zu spielen.
- Im Juni hat sich die Emissionstätigkeit am Aktienmarkt wieder etwas abgekühlt. Deutsche Firmen haben EUR 1,5 Mrd. an den Aktienmärkten aufgenommen, was zwar über dem Monatsschnitt für das erste Halbjahr aber deutlich unter dem Wert für Mai liegt (EUR 5,6 Mrd.).
- Vor allem bedingt durch den starken Zuwachs im Mai beläuft sich die Emissions-Aktivität im ersten Halbjahr insgesamt auf circa EUR 8,3 Mrd. und liegt damit nah am langjährigen Mittel seit 2007 (EUR 9 Mrd.).
- Die Firmen scheinen den Vorteil steigender Aktienkurse zu nutzen, um sich neues Eigenkapital zu beschaffen.

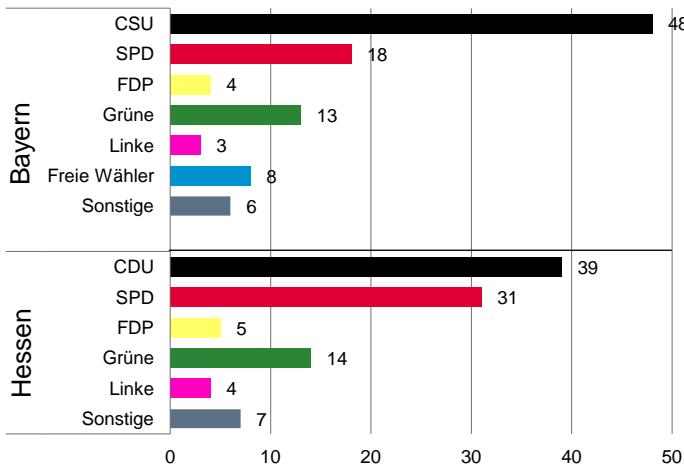




Chartbook: Wirtschaftspolitik

Umfragen Landtagswahlen in Bayern und Hessen

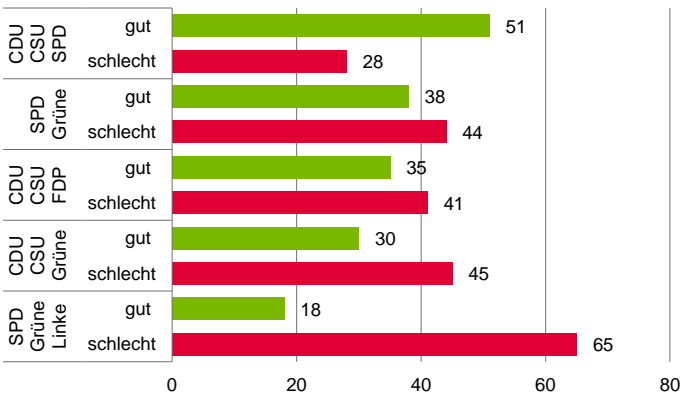
in %, Wahl in Bayern am 15.9.2013, Wahl in Hessen am 22.9.2013



Quellen: Infratest dimap, Emnid und Wahlrecht.de

Bewertung möglicher Regierungskoalitionen

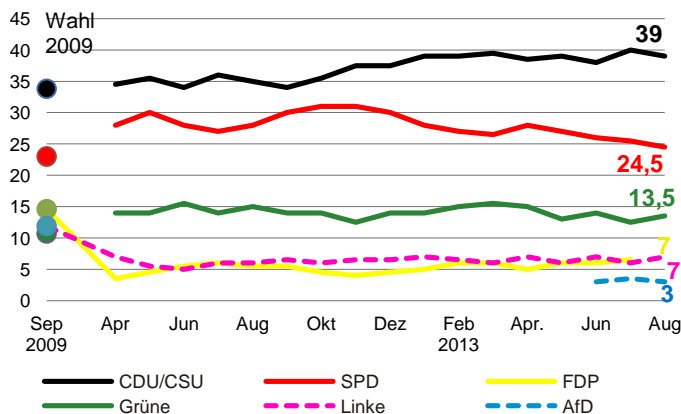
in %



Quellen: Politbarometer, Forschungsgruppe Wahlen und ZDF

Deutscher Bundestag, wenn morgen gewählt würde

Wahl- bzw. Umfrageergebnisse, %



Quelle: IfD Allensbach

- Eine Woche vor der Bundestagswahl finden in Bayern Landtagswahlen statt. In Hessen wird der Landtag parallel zur Bundestagswahl neu gewählt. Beide Länder werden gegenwärtig von einer CDU- bzw. CSU-FDP Regierung geführt – wie die Bundesrepublik. Beide Länder haben zusammen 11 Stimmen im Bundesrat.
- In Bayern steuert die CSU auf eine absolute Mehrheit zu. Eine Alleinregierung würde die Union auch auf Bundesebene stärken. Viele Beobachter werden versuchen, aus dem Ergebnis Folgerungen für den Ausgang der Bundestagswahl abzuleiten.
- In Hessen wird die Landtagswahl wieder spannend, nachdem CDU und FDP zuletzt fast wieder zum Lager von SPD und Grünen aufschließen konnten.

- Bei direkter Bewertung möglicher Regierungskoalitionen wird nur eine große Koalition aus CDU/CSU und SPD von den Befragten überwiegend positiv bewertet. Alle anderen Regierungskoalitionen werden mehrheitlich abgelehnt.
- Zwischen Rot-Grün und Schwarz-Gelb ist bei der Bewertung einer möglichen Regierungskoalition kaum ein Unterschied festzustellen. Eine mögliche Rot-Rot-Grüne Regierungskoalition wird sogar deutlich abgelehnt.

- Die Regierungskoalition aus CDU und FDP kommt derzeit zusammen im Durchschnitt der Umfragen auf gut 46% der Stimmen, was für die absolute Mehrheit im Bundestag ausreichen könnte. Gegenwärtig gelingt es zudem der FDP ebenso wie der Linkspartei in fast allen Umfragen die 5%-Hürde zu überwinden.
- Die CDU hat weiterhin einen erheblichen Vorsprung zur SPD. Kanzlerin Angela Merkel wird in Umfragen nach wie vor deutlich besser bewertet als ihr Herausforderer Peer Steinbrück.
- Die im März neugegründete AfD – deren Hauptforderung eine Neuordnung der Eurozone ist – liegt weiterhin deutlich unterhalb der 5%-Hürde. Die Meinungsforscher sind jedoch unsicher, inwieweit die befragten Wähler bezüglich ihrer Wahlentscheidung für die AfD ihre wahren Präferenzen äußern und die Werte daher derzeit zu niedrig ausgewiesen werden.



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

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
5. Sep 2013	12:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Juli	-3,0	3,8
6. Sep 2013	12:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Juli	0,5	2,4
6. Sep 2013	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Juli	17,0	15,9
6. Sep 2013	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juli	3,5	0,6
6. Sep 2013	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juli	2,8 (1,5)	-1,0 (-1,0)
-	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Sep	51,5	52,0
-	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Sep	52,0	52,4
24. Sep 2013	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Sep	107,3	107,5
27. Sep 2013	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Sep	0,1 (1,5)	0,0 (1,5)
30. Sep 2013	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	August	0,5	-1,4
1. Okt 2013	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Sep	6,8	6,8
15. Okt 2013	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	August	0,1 (-3,8)	0,3 (-2,6)
14. Nov 2013	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q3 2013	0,3	0,7

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

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

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



## Ausblick Deutschland

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,100	0,10	0,50	0,50	0,00	1,00	0,20	1,50	2,50	3,80	0,05
Sep 13	0,100	0,08	0,50	0,51	0,00	1,00	0,10	1,50	2,50	3,50	0,05
Dez 13	0,100	0,08	0,50	0,51	0,00	1,00	0,10	1,50	2,50	3,50	0,05
Jun 14	0,100	0,08	0,50	0,60	0,00	1,00	0,10	1,50	2,50	3,50	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,26	0,23	0,22	0,52
Sep 13	0,35	0,30	0,50	0,51
Dez 13	0,35	0,30	0,50	0,51
Jun 14	0,35	0,30	0,50	0,60

### 10J Staatsanleihen

	Renditen, %				Renditeabstände gg. EWU, %-Punkte			
Aktuell	2,76	0,73	1,85	2,60	-0,76	0,59	0,21	1,15
Sep 13	2,50	0,90	1,55	2,25	-0,70	0,25	0,25	0,65
Dez 13	2,50	1,00	1,75	2,50	-0,65	0,20	0,30	0,70
Jun 14	3,00	0,80	2,00	2,80	-0,65	0,20	0,30	0,75

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,32	98,33	0,85	1,55	1,23	8,73	7,46	8,09	4,26	300,78	25,74
Sep 13	1,26	102,00	0,86	1,47	1,25	8,25	7,46	7,35	4,13	284,90	25,80
Dez 13	1,20	110,00	0,85	1,41	1,25	8,05	7,46	7,25	4,00	279,30	25,60
Jun 14	1,18	112,00	0,84	1,40	1,24	8,00	7,46	7,15	4,00	275,10	25,30

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

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

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



## Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q3 2012	Q4 2012	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Mrz 2013	Apr 2013	Mai 2013	Jun 2013	Jul 2013	Aug 2013
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	102,3	101,4	106,1	105,3		106,7	104,4	105,7	105,9	106,2	107,5
ifo Geschäftserwartungen	94,3	95,6	103,0	101,9		103,6	101,6	101,6	102,5	102,4	103,3
PMI Composite	47,9	49,1	52,8	49,9		50,6	49,2	50,2	50,4	52,1	53,4
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	96,4	95,1	101,1	100,5		101,9	99,3	100,7	101,5	101,5	103,1
PMI Verarbeitendes Gewerbe	45,0	46,3	49,7	48,7		49,0	48,1	49,4	48,6	50,7	52,0
Produktion (% gg. Vp.)	0,3	-2,5	0,0	2,8		0,9	1,7	-0,8	2,4		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,9	0,9	0,4	1,2		2,2	-1,9	-0,5	3,8		
Grad der Kapazitätsauslastung	83,6	82,1	83,2	82,7	83,6						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	0,5	-2,3	-6,6	12,1		-5,8	15,7	-1,0	5,1		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,2	2,2	2,4	0,3		-5,4	0,7	0,5	5,1		
ifo Bauhauptgewerbe	118,1	117,7	125,7	123,8		127,2	124,5	123,5	123,4	121,9	120,2
<b>Dienstleistungen</b>											
PMI Dienstleistungen	49,4	50,0	53,8	49,9		50,9	49,6	49,7	50,4	51,3	52,4
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-7,9	-10,0	-6,5	-4,2		-5,4	-4,9	-4,5	-3,2	-2,3	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,6	-0,7	1,6	0,0		-0,3	0,2	0,8	-0,8	-1,4	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-7,0	-6,2	-10,5	-3,7		-17,1	3,8	-9,9	-4,7	2,1	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-1,4	2,2	-1,0	3,0		2,7	-1,1	0,5	4,2		
Exporte (% gg. Vp.)	1,1	-2,0	0,4	0,1		0,5	1,4	-2,0	0,6		
Importe (% gg. Vp.)	0,3	-0,9	-1,0	1,3		1,0	1,2	1,4	-1,0		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	50,6	47,1	50,5	48,0		17,1	17,5	14,6	15,9		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,8	6,9	6,9	6,8		6,9	6,9	6,8	6,8	6,8	6,8
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	25,7	28,7	-8,0	19,7		12,0	4,0	18,0	-13,0	-7,0	7,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,1	0,9	0,6	0,6		0,6	0,6	0,6	0,6	0,5	
ifo Beschäftigungsbarometer	105,9	106,3	106,2	104,9		106,4	104,7	105,5	104,4	105,6	106,8
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	2,1	2,0	1,8	1,5		1,8	1,1	1,6	1,9	1,9	1,6
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,2	1,3	1,4	1,0		1,8	0,6	1,1	1,2	1,2	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	1,4	1,5	1,1	0,3		0,4	0,1	0,2	0,6	0,5	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-4,5	0,7	-3,5	-7,0		-3,7	-6,2	-6,7	-8,2	-13,7	
Ölpreis (USD)	109,7	110,1	112,6	102,5		108,4	102,0	102,6	103,0	107,9	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	27,0	31,2	26,6	22,5		25,6	25,4	21,6	20,6	23,5	
EC Unternehmensumfrage	0,8	2,9	3,7	-0,6		2,5	-0,4	-1,8	0,5	1,3	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	3,3	3,1	4,0	1,4							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,7	2,9	2,2	1,6							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,7	3,7	4,2	1,1							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	6,9	6,0	5,3	4,2		5,3	5,7	4,6	4,2	2,2	
Trend von M3						5,6	5,2	4,8	3,7		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	0,6	-0,4	-0,2			-0,2	-0,2	-0,1	1,3		
Kredite an öffentliche Haushalte	10,4	13,5	-18,7			-18,7	-13,2	-23,1	-22,4		

% 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.

- ▶ Das Wandern ist des Deutschen Lust  
(Research Briefing – Konjunktur) .....15. August 2013
- ▶ Trendwachstum der Beschäftigung -  
auf längere Sicht negativ  
(Aktuelle Themen) .....1. August 2013
- ▶ Binnenkonjunktur – kein Selbstläufer  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 15. Juli 2013
- ▶ Strukturelle Verbesserungen stützen Sonderstellung  
(Aktuelle Themen) ..... 1. Juli 2013
- ▶ Deutsche Sonderstellung – Gefahr für den Euro?  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 14. Juni 2013
- ▶ Die schöne neue Welt der Geldpolitik  
(Aktuelle Themen) ..... 4. Juni 2013
- ▶ Tarifrunde 2013: Kräftiges reales Plus  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 16. Mai 2013
- ▶ BIP-Prognose: Leichter Anstieg in Q1,  
Verlangsamung in Q2  
(Aktuelle Themen) .....30. April 2013

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

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

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

© Copyright 2013. Deutsche Bank AG, DB Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

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

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg