



Ausblick Deutschland

Die schöne neue Welt der Geldpolitik

4. Juni 2013

Autor

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

Editor

Bernhard Gräf

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

www.dbresearch.de

DB Research Management

Ralf Hoffmann | Bernhard Speyer

Deutschland: BIP-Wachstumsprognose für 2013 auf 0,1% gesenkt. Obwohl wir schon seit längerer Zeit mit unserer Schätzung für das deutsche BIP-Wachstum in 2013 den unteren Rand des Konsensus bilden, haben wir unsere Prognose leicht auf 0,1% (bislang 0,3%) gesenkt. Hauptgründe sind das mit 0,1% gegen Vorquartal schwächer als erwartet ausgefallene BIP-Wachstum im ersten Quartal und Verlaufsrevisionen für 2012, die das Startniveau für 2013 zusätzlich schwächten. Trotz der Abwärtsrevision der BIP-Prognose haben wir allerdings unsere Schätzung für den privaten Verbrauch wegen des hohen Beschäftigungsniveaus, der relativ kräftigen Lohnerhöhungen und der niedrigeren Inflation leicht auf 1% angehoben. Ungeachtet wetterbedingter Aufholeffekte in Q2 erwarten wir eher eine moderate Erholung im Jahresverlauf, zumal die Weltwirtschaft immer noch wenig Unterstützung liefert. In der Eurozone gibt es Anzeichen einer Bodenbildung, die Rezession hält aber noch an. Zwar haben wir die BIP-Prognose für Japan von 1,4% auf 2,1% angehoben, gleichzeitig aber unsere Schätzung für China von 8,2% auf 7,8 reduziert. In den USA setzt sich die Erholung fort, dabei halten sich aber weiterhin positive und negative Überraschungen nahezu die Waage.

Die schöne neue Welt der Geldpolitik. In einem eher strukturellen Artikel beschäftigen wir uns mit der „schönen neuen Welt“ der Geldpolitik. Vor dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise waren die Notenbanker, wenn auch nicht die Herren des Universums, so doch zumindest der Finanzwelt. Allerdings haben sich sowohl bei der theoretischen Fundierung der Geldpolitik als auch bei ihrer Implementierung erhebliche Probleme aufgetan, die aufgrund der Vernachlässigung der Rolle des Finanzsektors und von Vermögenspreisblasen zur Entstehung der globalen Finanzkrise beigetragen haben. Die in der Krisenbekämpfung – wohl z.T. unvermeidlichen – Kompromisse bezüglich der Rollenverteilung mit der Fiskalpolitik und beim Einsatz geldpolitischer Instrumente haben Zweifel an der Unabhängigkeit der Notenbanken aufkommen lassen. Neue Aufgaben in der Aufsicht und Regulierung sowie die erheblichen Verteilungswirkungen ihrer Antikrisenpolitik werden die Notenbanken wohl noch weiter in die politische Einflussphäre bringen, mit entsprechenden Gefahren für ihre Unabhängigkeit, was insbesondere in Deutschland kritisch beobachtet wird.

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Prognosetabellen.....	2
Deutschland: BIP-Wachstumsprognose für 2013 auf 0,1% gesenkt.....	3
Die schöne neue Welt der Geldpolitik.....	5
Grafik des Monats.....	16
Chartbook: Konjunktur.....	18
Chartbook: Branchen.....	21
Chartbook: Finanzmärkte.....	22
Chartbook: Wirtschaftspolitik.....	27
Eventkalender.....	28
Datenkalender.....	29
Finanzmarktprognosen.....	29
Datenmonitor.....	30



Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

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

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

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

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

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



Deutschland: BIP-Wachstumsprognose für 2013 auf 0,1% gesenkt

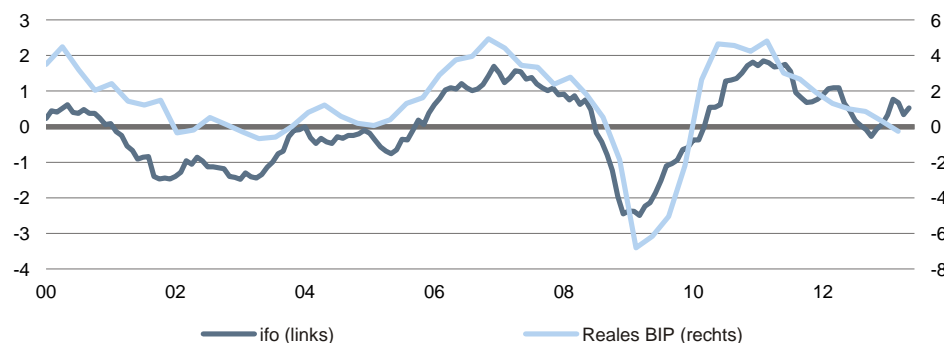
- Obwohl das BIP-Wachstum von 0,1% im 1. Quartal 2013 mittlerweile bestätigt wurde, deuten aktuelle Monatsindikatoren sowie die Revision des 4. Quartals auf ein im Jahresdurchschnitt niedrigeres Wachstum hin.
- Unsere neue Prognose für das 2. Quartal geht von einer teilweise witterungsgetriebenen Beschleunigung des BIP-Wachstums auf 0,5% gg. Vq. aus, gefolgt von jeweils 0,3% im 3. und 4. Quartal; letzteres basiert auf der Erwartung, dass die Konjunktur im 2. Halbjahr Rückenwind von einer kräftigeren Weltwirtschaft erhält.
- Diese Erwartungen stimmen auch mit dem ifo-Index vom Mai überein. Mit 105,7 (April 104,4) lag dieser deutlich über der Konsensus-Prognose, wobei die Aufhellung jedoch lediglich auf die Einschätzung der gegenwärtigen Situation (110,0 nach 107,3) begrenzt war, und die Erwartungen bei 101,6 verharrten.

Q1 im Einzelnen: Die Veröffentlichung der detaillierten BIP-Daten bestätigte die erste Schätzung des Statistischen Bundesamts: Das BIP-Wachstum betrug 0,1% gg. Vq. (-1,4% gg. Vj.), wobei der private Verbrauch mit +0,8% als einzige Verwendungskomponente einen spürbaren Wachstumsbeitrag leistete. Der Außenbeitrag steuerte lediglich 0,1 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum bei. Der über die letzten sechs Quartale anhaltende Rückgang der Investitionsausgaben scheint allmählich zum Ende zu kommen (-0,6% gg. Vq.), während das Baugewerbe mit -2,1% stark unter dem harten Winter zu leiden hatte. Unsere Quartalsmodelle auf Basis monatlicher Indikatoren schätzen nach wie vor eine höhere Wachstumsrate von 0,3-0,4% für das erste Quartal, so dass die Möglichkeit einer Aufwärtsrevision besteht, die allerdings kaum noch in diesem Jahr zu erwarten ist. Der Rückgang des BIP gegenüber Vorjahr um 1,4% – nach der Stagnation im 4. Quartal – ist hauptsächlich auf einen negativen Kalendereffekt zurückzuführen; um diesen Effekt bereinigt betrug der Rückgang lediglich 0,2%.

Wirtschaftswachstum & ifo

1

Deutschland; standardisierte Werte (links); % gg.Vj. (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, DB Research

Quartalsprofil 2013: Unsere auf verschiedenen Komponenten des ifo-Indexes basierenden Modelle deuten nun auf ein BIP-Wachstum von ½% im 2. Quartal hin. Zwar mag dies etwas zu hoch erscheinen; angesichts des zu erwartenden wetterbedingten Aufholeffekts im Bau scheint die Prognose jedoch durchaus angemessen zu sein. Für das 2. Hj. erwarten wir ein Quartalswachstum etwa in Höhe des Potentialwachstums von 0,3%, was neben einer stabilen Inlandsnach-

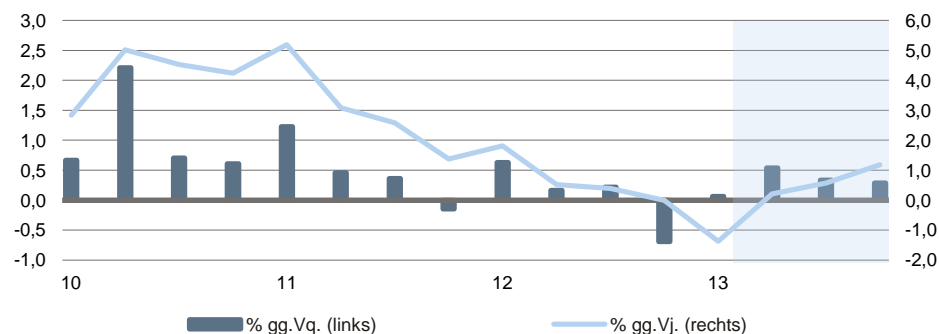


frage allerdings zusätzliche Impulse von Seiten einer kräftigeren Weltwirtschaft erfordert.

Deutschland: Reales BIP

2

% gg.Vq., sb (links); % gg.Vj., nsb (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Zusammensetzung: Die günstige Einkommenssituation der privaten Haushalte hat uns veranlasst, unsere Prognose für den **privaten Verbrauch** für 2013 auf 1% (von 0,7%) anzuheben, obwohl der beeindruckende Anstieg des privaten Verbrauchs um 0,8% im ersten Quartal auf einen nach unten revidierten Rückgang um 0,3% im 4. Quartal folgte. Trotz des kräftigen Anstiegs der Brutto- und Nettolöhne pro Arbeitnehmer im 1. Quartal um jeweils 3,6% (gg. Vj.) oder 2,1% (real) wuchsen die verfügbaren Einkommen um lediglich 0,5% (nominal), was zu einem realen Rückgang um 1% führte. Dies ist zum Teil auf Basiseffekte zurückzuführen. Zudem sanken die Kapital- und Zinserträge der privaten Haushalte, die 36% der verfügbaren Einkommen ausmachen, um 3,2% gg. Vj. (-0,6% im 4. Quartal). Auch die Sozialleistungen stellten sich im 1. Quartal eher schwach dar. Dennoch dürften die Beschäftigung auf Rekordhöhe, solide Lohnzuwächse um ca. 3% und eine sehr moderate Inflationsrate im Jahresverlauf zu einer positiven Entwicklung der verfügbaren Einkommen und damit des privaten Verbrauchs beitragen.

Selbst wenn die **Investitionsausgaben** (Ausrüstungsinvestitionen) nach sechs Quartalen Rückgang im 2. Quartal erstmals wieder steigen sollten, wird der Jahresdurchschnittswert mit -3% weiter negativ bleiben. Der erneute Rückgang von Gewinnen und Zinseinkünften (-3,8% nach -4,4% gg. Vj. in Q4 2012) – der einen Anstieg der Lohnstückkosten (auf Stundenbasis) um 4,1% widerspiegelt – scheint jedoch in der Kombination mit den im ifo-Geschäftsklima erkennbaren, zurückhaltenden Erwartungen keine Basis für einen kräftigeren Anstieg der Investitionen zu bieten. Der massive Rückgang der **Exporte** im Winterhalbjahr (Q4 -2,4%, Q1 -1,8%) hat zu einer Korrektur unserer Exportwachstumsprognose für das Gesamtjahr auf nur noch 0,7% geführt. Der Außenbeitrag dürfte das Wachstum im laufenden Jahr um 0,1 Prozentpunkte schmälern, nachdem er im vergangenen Jahr einen vollen Prozentpunkt zum Wachstum beigetragen hatte.

Nach wie vor hauptsächlich Abwärtsrisiken: Obwohl wir mit unseren Erwartungen bereits seit einiger Zeit am unteren Rand der Konsensus-Prognose lagen, erachten wir unsere neue Prognose trotz der Abwärtsrevision um 0,2 Prozentpunkte (was deutlich geringer als die übliche Fehlerspanne in Jahresprognosen für das BIP ist) als immer noch insgesamt optimistisch. Dies zeigt sich insbesondere im Quartalsprofil. Sofern es in den kommenden Quartalen nicht zu einer Aufwärtsrevision der Ergebnisse des 1. Quartals kommt, überwiegen die Abwärtsrisiken für unsere Jahresprognose.

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



Die schöne neue Welt der Geldpolitik

- In den zwanzig Jahren vor dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise schien die Geldpolitik in den Industrieländern ihr Nirwana erreicht zu haben. Einzelne Notenbanker hatten sich nicht zuletzt im Zusammenhang mit der „großen Moderation“ Kultstatus erworben und waren, wenn auch nicht die Herren des Universums, so doch zumindest der Finanzwelt.
- Allerdings haben sich im Nachhinein sowohl bei der theoretischen Fundierung ihrer Geldpolitik als auch bei der Implementierung erhebliche Probleme aufgetan, die aufgrund der Vernachlässigung der Rolle des Finanzsektors und von Vermögenspreisblasen zur Entstehung der globalen Finanzkrise beigetragen haben.
- Die in der Krisenbekämpfung – wohl z.T. unvermeidlichen – Kompromisse bezüglich der Rollenverteilung mit der Fiskalpolitik und beim Einsatz geldpolitischer Instrumente haben Zweifel an der Unabhängigkeit der Notenbanken aufkommen lassen. Neu hinzukommende Aufgaben in der Aufsicht und Regulierung sowie die massiven Verteilungswirkungen ihrer Antikrisenpolitik werden die Notenbanken wohl noch weiter in die politische Einflussosphäre bringen, mit entsprechenden Gefahren für ihre Unabhängigkeit.

Als Konsequenz der immer noch nicht überstandenen Finanz- und Wirtschaftskrise ist das Verhältnis zwischen Markt und Staat und insbesondere die Rolle der Finanzwirtschaft kritisch hinterfragt worden. Mit kritischen Fragen sieht sich zunehmend auch die Geldpolitik konfrontiert. Diese beziehen sich auf ihre Rolle bei der Entstehung der Finanz- und Wirtschaftskrise, zunehmend aber auch auf ihre Rolle in der Krisenbewältigung und auf die demokratische Legitimation ihres Handelns. So diskutiert beispielsweise Bundesbankpräsident Jens Weidmann offen die Gefahren für die Unabhängigkeit der Notenbanken. Sein Kollege von der amerikanischen Notenbank Fed, James Bullard, sieht den Konsensus bezüglich unabhängiger Notenbanken schwinden und spricht von einer schleichenden Politisierung der Geldpolitik¹.

Im Folgenden diskutieren wir das in den letzten 25 Jahren vor der Finanzkrise vorherrschende geldpolitische Paradigma und seine Schwachstellen, die zum Entstehen der Finanzkrise beigetragen haben. Im zweiten und dritten Teil untersuchen wir, inwieweit sich die Rolle der Notenbanken bei der Bewältigung der Finanzkrise verändert hat und inwiefern davon Gefahren für ihre politische Unabhängigkeit ausgehen.

Die gute alte Zeit ...

Nach der durch Milton Friedman theoretisch fundierten und durch den amerikanischen Notenbankpräsidenten Volcker implementierten Fokussierung der Geldpolitik auf die Begrenzung der Inflation, setzte sich zunehmend die Einsicht durch, dass Geldpolitik zeitnah und eher technokratisch agieren muss und damit am besten an eine unabhängige Institution zu delegieren ist. Während viele diesen Zustand als den Endzustand, quasi das Nirwana der Geldpolitik, verstanden, gab es allerdings auch Stimmen, die unabhängige Notenbanken eher als eine historische Ausnahmeerscheinung betrachteten.²

¹ The Global Battle Over Central Bank Independence, James Bullard, 4. Januar 2013

² David Cobham. The past, present, and future of central banking. Oxford Review of Economic Policy. Volume 28, Number , 2012, pp. 729-749.



Das 1993 entwickelte Taylor-Konzept³ wurde quasi zum Inbegriff des geldpolitischen Paradigmas der letzten zwanzig Jahre. Die darauf basierenden geldpolitischen Erfolge schienen den Beweis zu liefern, dass ein kreditbasiertes System besser außerhalb des direkten Einflusses des Staates funktioniert. Dabei war ein wichtiger Aspekt, dass unabhängige Notenbanken nicht länger bereit waren, staatliche Budgetdefizite zu alimentieren; auch nicht indirekt durch eine zu großzügige Geldpolitik. Somit wurden quasi durch die Hintertür die Freiheitsgrade der Fiskalpolitik eingeschränkt.

... alles schien so einfach, und alle waren sich einig

Das Taylor-Konzept beschreibt die Optimierungsaufgabe der Geldpolitik und steht im Zentrum des sogenannten „new consensus in macroeconomics“ (NCM)⁴ – des über Jahrzehnte dominierenden makroökonomischen Modells in der Geldpolitik.

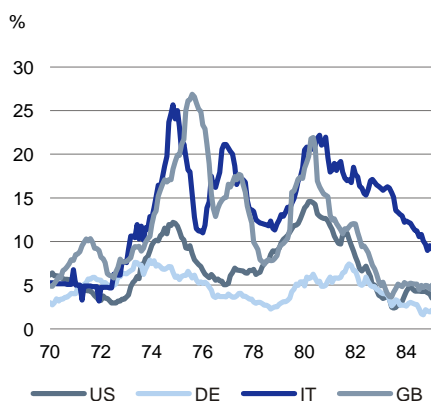
Dieser Konsens lässt sich auf drei Grundgleichungen reduzieren:

- i. Die **Outputlücke**: Diese wird über eine gesamtwirtschaftliche Nachfragefunktion, die hauptsächlich vom Realzins abhängt, bestimmt.
- ii. Die **Inflation**, die sich aus einem Phillipskurven-Ansatz mit den Variablen Outputlücke, Inflation der Vorperiode und Inflationserwartungen ergibt.
- iii. Die **Zinsgleichung**, bei der sich das von der Geldpolitik anzustrebende Zinsniveau bzw. die Abweichung vom neutralen Realzins aus der Taylorgleichung durch Einsetzen der mit Hilfe der ersten beiden Gleichungen bestimmten Werte für die Output-Lücke und die Inflationsrate bestimmt.

Damit kann das System von drei Gleichungen mit drei Unbekannten gelöst werden. Die weltweiten „Erfolge“ der auf diesem Konzept basierenden Geldpolitik schienen diesen Ansatz zu bestätigen. In den wichtigen Industrieländern hatte sich die Inflationsentwicklung in den letzten zwanzig Jahren deutlich verlangsamt. In 2002 prägten die amerikanischen Ökonomen Stock und Watson für diese Periode den Begriff der „great moderation“. Die Zentralbanker der Welt nahmen den Begriff gerne auf und reklamierten einen nicht unerheblichen Anteil an diesem Erfolg für sich. So erklärte der damalige Fed Gouverneur Ben Bernanke im Jahr 2004: „My view is that improvements in monetary policy, though certainly not the only factor, have probably been an important source of the great moderation“⁵. Ähnlich äußerte sich auch der Präsident der Bundesbank Jens Weidmann zu Beginn dieses Jahres⁶.

Inflationsraten in den Industrieländern

1



Quelle: IWF

Nach Ansicht der Notenbanken war damit der Beweis erbracht, dass die richtigen Lehren aus den Inflationsperioden der siebziger und achtziger Jahre gezogen wurden. Während der beiden Ölpreisschocks wurde in vielen Ländern unter dem Einfluss keynesianischer Überlegungen versucht, den Realeinkommensverlust im Inland durch eine akkommodierende Geldpolitik zu dämpfen. In der Folge stiegen die Inflationsraten nachhaltig. In den USA erreichten sie 14,6% (März 1980), in England und Italien stiegen sie auf zeitweise über 25% (1975 bzw. 1974), und selbst in der Bundesrepublik wurde Ende 1973 eine Teuerungsrate von 7,9% erreicht. Diese ernüchternden Ergebnisse brachten den endgültigen Durchbruch für die monetaristischen Thesen Milton Friedmans.

³ Siehe dazu: „Inflationsrisiko Geldpolitik: Ist sie zu locker für Deutschland?“ Ausblick Deutschland. 2. April 2013.

⁴ Does money matter. Meyer L.H., in Federal Reserve Bank of St Louis Review, Vol. 93, No 5, 2001.

⁵ The great moderation. Ben Bernanke, speech at the meeting of the Eastern Economic Association, Feb. 2004.

⁶ „Die Entpolitisierung des Geldes und die Stabilitätsorientierung der Notenbanken haben zweifelsohne einen wesentlichen Beitrag zur great moderation geleistet.“ Sprung nach vorne! Worauf es 2013 ankommt. Gastvortrag bei der Jahreseröffnung der Deutschen Börse. Januar 2013.



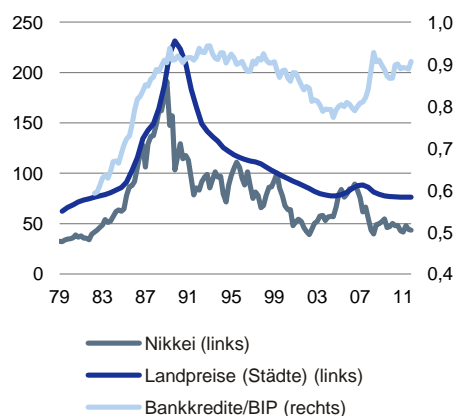
Danach kann eine geldpolitische Expansion bestenfalls kurzfristig die Realwirtschaft stimulieren, mittel- bis langfristig verschwinden die Wirkungen, und es kommt zu einem Anstieg der Inflationsrate. Dies bedeutet, dass eine inverse Beziehung zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit, die die Politik der siebziger und frühen achtziger Jahre auszunutzen suchte, allenfalls kurzfristig existiert. Die den Zusammenhang zwischen Inflation und Arbeitslosigkeit beschreibende Phillipskurve ist langfristig aber vertikal und damit die Geldpolitik langfristig – mit Blick auf die Konjunktur – wirkungslos (neutral). Die darin liegende inhärente Versuchung für die Politik, kurzfristig auf Kosten einer mittelfristig höheren Inflationsrate die Wirtschaft zu stimulieren, wird als Zeitinkonsistenzproblem bezeichnet und war der Hauptgrund, die Geldpolitik in die Hände unabhängiger Zentralbanken zu legen. In der Periode zwischen 1995 und vor dem Ausbruch der Finanzmarktkrise in 2007 schien die Geldpolitik dann ihre „Form vollendet und ihre finale Ausprägung gefunden zu haben“⁷ – das Nirwana schien erreicht.

Die Schwachstellen des geldpolitischen Ansatzes

Japan: Bankkredite, Nikkei & Landpreise

2

März 2000 = 100

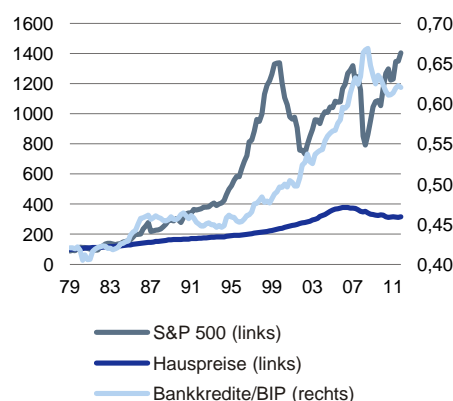


Quelle: Thomson Reuters

USA: Bankkredite, S&P 500 & Hauspreise

3

1980 = 100



Quelle: Thomson Reuters

Das Taylorkonzept fußt auf der neoklassischen/monetaristischen Gedankenwelt mit ihrer Vorstellung, dass die Wirtschaft inhärent stabil ist und nach einer Störung wieder zügig zu einem neuen Gleichgewicht tendiert. Die Rolle der Geldpolitik beschränkt sich dann darauf, durch Variation des Zinses die Ausschläge des Systems zu glätten. Allerdings zeigen sich im Taylorkonzept auch die Schwachstellen einer relativ myopischen, technokratischen Geldpolitik, die darauf abzielt, eine einfache gesellschaftliche Wohlfahrtsfunktion mit den Variablen Preisstabilität und Trendwachstum zu optimieren.

Der Charme des Tayloransatzes besteht darin, dass die Aufgabe der Geldpolitik in einer einfachen Gleichung mit einer überschaubaren Anzahl von Variablen abgebildet werden kann. Allerdings bestehen neben konzeptionellen Problemen bei allen Variablen erhebliche Messprobleme. Friedrich August von Hayek hat schon in seiner Nobelpreisrede 1974 darauf hingewiesen, dass es sich bei sozialwissenschaftlichen Fragestellungen um Probleme der unorganisierten Komplexität handelt, und bezweifelt, dass die Suche nach messbaren Größen zum theoretischen Verständnis der Probleme beigetragen hat⁸.

Auch mangelte es nicht an „Betriebsunfällen“, die Anlass zu einer generelleren Überprüfung des Ansatzes hätten geben können. Die Japankrise Anfang der 1990er Jahre, die Asienkrise Ende der neunziger Jahre oder die von dem führenden Notenbanker seiner Zeit, Alan Greenspan, diagnostizierte „irrational exuberance“, die zu der New Economy Blase geführt hatte, hätten zu einer selbstkritischeren Haltung beitragen können. Stattdessen verstärkten die scheinbar erfolgreichen kurzfristigen Stabilisierungsbemühungen der Notenbanker letztlich wohl noch deren Hybris. Hier hätte wohl eine Analyse auf Basis der Österreichischen Schule, die auf kreditinduzierte investive Fehlallokationen und die dadurch verursachten realen Ungleichgewichte abstellt, hilfreich sein können. Insbesondere gilt dies für deren Erkenntnis, dass eine Perpetuierung von Ungleichgewichten durch eine akkommodierende Geldpolitik das Ausmaß der letztlich unvermeidbaren Anpassungskrise nur vergrößert⁹.

⁷ David Cobham, a.a.O.

⁸ Friedrich August von Hayek. Prize Lecture: The Pretence of Knowledge. 17. Mai 2013 http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economics/laureates/1974/hayek-lecture.html.

⁹ I'm an Austrian in economics. Thomas Mayer. Deutsche Bank Research. Current Issue, 16. September 2011.



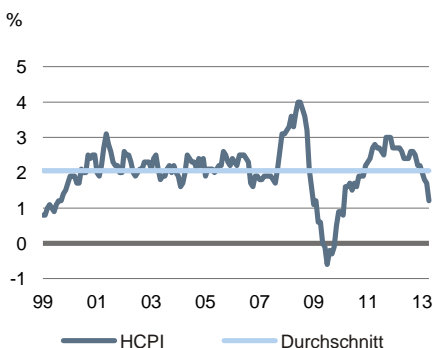
Lückenhafte Lückenbestimmung

Stattdessen stellte die Geldpolitik auf die kurzfristigen konjunkturellen Schwankungen um den Potentialpfad, die Outputlücke, ab. Dabei zeigten doch selbst eigene Forschungen den Geldpolitikern, dass Schätzungen der Outputlücken in Echtzeit extrem unzuverlässig sind und spätere Revisionen regelmäßig eine ähnliche Größenordnung wie die Outputlücke selbst haben können¹⁰. Außerdem dürfte das Potentialwachstum von der Entwicklung der Nachfrage und damit der Geldpolitik beeinflusst werden; diese Rückwirkung kann die Steuerung über den Tayloransatz erheblich komplizieren. So begründete der damalige US-Notenbankpräsident Greenspan Ende der neunziger Jahre seine vergleichsweise lockere Geldpolitik mit einer vermuteten Beschleunigung des Produktivitätswachstums, dem „productivity miracle“. Er wollte die sich durch die Produktivitätsbeschleunigung ergebenden zusätzlichen Investitionschancen nicht durch eine zu enge Geldpolitik beschneiden und damit die Ausbreitung der New Economy behindern. Die Schätzung des Potentialwachstums erfolgt zumeist durch eine Glättung der zyklischen Schwankungen mit Hilfe von Filtertechniken. Allerdings kann die Trendwachstumsrate systematisch überschätzt werden, wenn durch eine zu enge Abgrenzung der Inflation die Preisentwicklung unterschätzt wird. Entsprechend kann die darauf basierende Geldpolitik zu locker und damit die Wachstumsrate im Durchschnitt des Zyklus über der gleichgewichtigen Trendrate gelegen haben.

Zu enge Definition der Preisstabilität

EWU: Inflation & langfristiger Durchschnitt

4



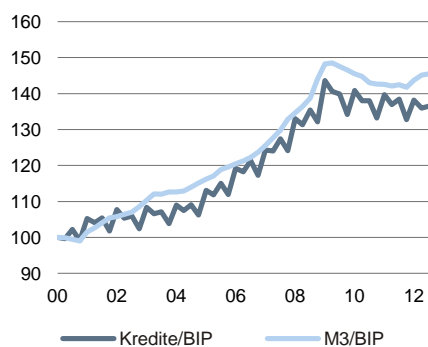
Quelle: Eurostat

Üblicherweise werden bei der Messung der Inflationsrate die Preise der innerhalb einer Periode konsumierten Güter und Dienstleistungen betrachtet. Preise von Vermögengstiteln, in denen sich eine zu lockere Geldpolitik ebenfalls manifestieren kann, bleiben unberücksichtigt. Selbst nach dem Ausbruch der europäischen Schuldenkrise, die nicht zuletzt durch eine dramatische Überbewertung von Immobilienpreisen verursacht wurde, feierte der ehemalige EZB-Präsident Trichet die durchschnittliche Inflationsrate von unter 2% in den ersten 12 Jahren seit der Euroeinführung – 1,97% um genau zu sein¹¹ – als Ausweis der erfolgreichen Geldpolitik. Neuere Forschungen deuten darauf hin, dass sich der Zusammenhang zwischen der Outputlücke einer Volkswirtschaft und der Inflationsrate aufgrund der Globalisierung verringert hat, die globale Outputlücke hat deutlich an Einfluss gewonnen. Dies relativiert nicht nur den „Stabilitätserfolg“ der EZB und anderer Zentralbanken weltweit, sondern wirft auch die generelle Frage auf, inwieweit die Geldpolitik über den Zins und dessen Wirkung auf Nachfrage innerhalb einer Volkswirtschaft noch die Inflationsentwicklung steuern kann, wie dies im Tayloransatz unterstellt ist.

Euroland: Kredite & Geldmenge

5

Q1 2000=100



Quelle: EZB

Vermögenspreise – „nicht unser Geschäft“

Der Umgang mit Vermögenspreisen in der Geldpolitik erinnert sehr an das verbreitete Vorgehen in der Ökonomie, einen zu komplexen Aspekt aus dem Modell in die Annahmen zu verbannen. Über Jahrzehnte widersetzen sich die Notenbanker der Forderung nach einem „leaning against the wind“, also einer geldpolitischen Reaktion auf außergewöhnlich starke Anstiege von Vermögenspreisen, um daraus eventuell resultierende Finanzkrisen zu vermeiden. Im sogenannten „Jackson Hole Consensus“ kamen die Notenbanken überein, dass Fehlbewertungen von Vermögenspreisen schwierig zu erkennen seien, Zinserhöhungen ein zu krudes Instrument zur Beeinflussung von Vermögenspreisen

¹⁰ The Reliability of Output Gap Estimates in Real Time. Athanasios Orphanides, Simon van Norden. August 1999.

¹¹ Jean-Claude Trichet. Interview mit dem Weser-Kurier. 13. Februar 2011.

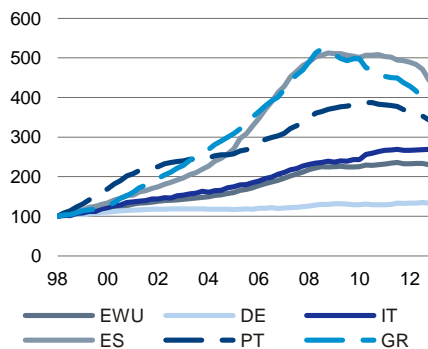


Ausblick Deutschland

Bankkredite an private Haushalte & nichtfinanzielle Unternehmen

6

Q1 1998=100



Quelle: EZB

wären, ein derartiges Vorgehen der Tinbergen-Regel (mindestens ein Instrument für jedes Ziel) widerspreche und sich die Rolle der Geldpolitik daher darauf beschränken solle, nach dem Platzen der Blasen die Folgen für die Realwirtschaft durch eine entsprechende Politik zu begrenzen. Außerdem sollte Preisstabilität im Normalfall zur Stabilität der Finanzmärkte beitragen¹² und entsprechend helfen, das Entstehen und Platzen von Vermögenspreisblasen zu vermeiden. Allerdings war die Inflation im Vorfeld der großen Krisen der letzten hundert Jahre, z.B. der Großen Depression, Japan, Asien-Krise, New-Economy und nicht zuletzt der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise, jeweils sehr verhalten.¹³ Nicht zuletzt daraus entwickelte sich eine entgegengesetzte Sicht, die sogenannte „new environment“ Hypothese, nach der gerade lange Phasen stabiler Konsumentenpreise zum Entstehen von Blasen in anderen Bereichen der Volkswirtschaft und damit zur Instabilität des Finanzsystems beitragen können.

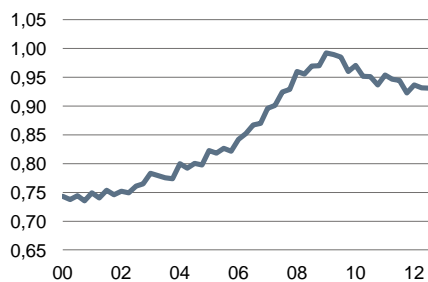
Insgesamt dürfte der „Jackson Hole Consensus“ einer übertriebenen Risikobereitschaft an den Finanzmärkten, wo diese Politikausrichtung als „Greenspan put“ bezeichnet wurde, Vorschub geleistet haben. Durch die Verbannung von Vermögenspreisen aus der geldpolitischen Reaktionsfunktion schrumpfte letztlich der gesamte Finanzsektor in der geldpolitischen Analyse auf eine zu vernachlässigende Dimension. Man konzentrierte sich auf einen Zins, den durch die Taylorgleichung zu bestimmenden Zins für Notenbankliquidität, der stark an den natürlichen Zins von Knut Wicksel erinnert, der zum Ausgleich von Ersparnis und Investitionen bei Vollbeschäftigung führt¹⁴. Kredit- und Laufzeitspreads, Leverage und Kreditwachstum, in denen sich die Entwicklung von Vermögenspreisen niederschlägt, kurz: das Finanzsystem, spielte in der Welt von Taylorgleichung und Output gaps keine Rolle.

Finanzzyklen – nicht auf dem Radar der Zentralbanken

G4: Bankkredite

7

In Relation zum BIP



G4 = USA, Japan, Euroland & Großbritannien

Quellen: EZB, Eurostat, Fed, BEA, Bank of Japan

Neuere Analysen, unter anderem von dem BIZ-Ökonomen Claudio Borio, zeigen allerdings, dass finanzielle Zyklen einen erheblichen Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung haben, der weit über Konjunkturzyklen hinausgeht¹⁵. Borio identifiziert Finanzzyklen anhand der Abweichung der Kredit- und Immobilienpreisentwicklung von ihrem langfristigen Trend, wobei sich aus der Interaktion der beiden Komponenten die Dynamik des Prozesses speist. Die Finanzzyklen haben nach Borio eine durchschnittliche Länge von 16 Jahren. Zuletzt dürfte ihre Dauer auf zwanzig Jahre gestiegen sein, was mit der Liberalisierung und Deregulierung an den Finanzmärkten in Verbindung stehen dürfte. Den ultimativen Fehdehandschuh für die etablierte Geldpolitik und Wasser auf die Mühlen ihrer Kritiker lieferte Borio, indem er behauptet, dass es mit Hilfe des Finanzzykluskonzeptes sehr wohl möglich gewesen wäre, das steigende Risiko einer Finanzkrise quasi in Echtzeit zu messen und mit der These, dass finanzielle Boomphasen nicht lediglich dem Platzen der Blase vorausgehen, sondern nahezu zwangsläufig dieses verursachen.

Ein Grund für diese im Nachhinein kaum zu verstehende Ausblendung des Finanzsektors aus der geldpolitischen Modellwelt dürfte wiederum in den Annahmen liegen. Mit rationalen Erwartungen, effizienten Märkten und Akteuren, die sich strikt gemäß den Homo-Oeconomicus-Annahmen verhalten, sind Fehlbe-

¹² Monetary and financial stability – is there a trade-off? Otmar Issing. Vortrag bei der BIZ. März 2003.

¹³ Is price stability enough? William R White. BIS Working Paper, No 205. 2006.

¹⁴ A critical reconsideration of the foundations of monetary policy in the new consensus macroeconomics framework. Philip Arestis and Malcolm Sawyer. Cambridge Journal of Economics 2008, 32.

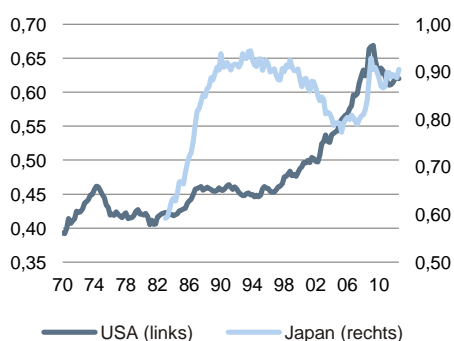
¹⁵ The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? Claudio Borio. BIS Working Papers No 395. Dezember 2012.



Ausblick Deutschland

Bankkredite / BIP

8



Quellen: Fed, BoJ

wertungen, Blasen und Finanzkrisen nahezu ausgeschlossen¹⁶. Anhänger dieser Sicht erhofften sich sogar, dass die Finanzmarktderegulierung, wie beispielsweise die Abschaffung des Glass-Steagall-Gesetzes in 1999 und die Entwicklung komplexer Finanzprodukte in den achtziger und neunziger Jahren die Effizienz des Systems automatisch noch erhöhten, da es durch Produkte wie ABS zu einer effizienteren Verteilung und Bewertung der Risiken käme. Bei einer Anhörung im amerikanischen Kongress zu den Ursachen der Finanzmarktkrise brachte der ehemalige Fed-Präsident Alan Greenspan diesen Grundpfeiler der geldpolitischen Orthodoxie ins Wanken. Mit seiner Aussage: „Diejenigen von uns, die geglaubt haben, dass das Eigeninteresse von Banken das Kapital ihrer Aktionäre schützen würde, sind – einschließlich mir selbst – in einem Stadium schockierten Unglaubens“. Mit Blick auf den Markt für credit default swaps und seiner Rolle für modernes Risikomanagement konzedierte er: „Das gesamte intellektuelle Bauwerk kollabierte im Sommer letzten Jahres“.¹⁷

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, inwieweit die Lehren aus der Vergangenheit gezogen worden sind. Prinzipiell wären diese Lehren an zwei Stellen zu ziehen: erstens in der angemessenen Berücksichtigung der Vermögenspreisentwicklung bei der Festlegung der Geldpolitik, zweitens bei der Bekämpfung finanzieller Ungleichgewichte zur Sicherung der Finanzstabilität und damit implizit der Entlastung der Geldpolitik von dieser Aufgabe. Was den ersteren Aspekt betrifft, befindet sich die Geldpolitik in einem Dilemma: Während es einerseits, wie oben gezeigt, Gefahren für die Geldwert- und finanzielle Stabilität heraufbeschwören kann, wenn Zentralbanken Vermögenspreise ignorieren, sind andererseits Vermögenspreise und ihre Effekte auf die Bilanzen der Banken und des privaten Sektors ein wichtiger Wirkungskanal der Geldpolitik, gerade in Anbetracht der aktuell schwachen Zinsreagibilität der Kreditnachfrage und der Nullzinsschranke. Die aktuelle Lage illustriert dieses Dilemma: „Quantitative easing“ soll nicht zuletzt dadurch wirken, dass Risikoaktiva attraktiver werden – aber gleichzeitig zeigen einige Marktsegmente Zeichen von Übertreibungen, deren Korrektur erneute Probleme für die Finanzmarktstabilität nach sich ziehen könnte. So ist Zeitungsberichten zufolge, der „covenant-lite“-Anteil an gehebelten Krediten auf über 50% und damit auf das Niveau des Boomjahres 2007 gestiegen¹⁸.

Was die Bekämpfung von Vermögenspreisblasen angeht, so hat die Politik mit der Etablierung makro-prudentieller Aufsichtsbehörden (z.B. in den USA das FSOC, in Europa das ESRB) eine Instanz geschaffen, die finanzielle Ungleichgewichte identifizieren und präventiv bekämpfen soll. Die Zentralbanken sind damit von der Verantwortung für diese Aufgabe quasi institutionell freigestellt worden. Allerdings: Zum einen ist sehr fraglich, wie effektiv die makro-prudentiellen Aufseher tatsächlich sein können und werden, zum anderen haben die Zentralbanken, auch und gerade in Europa, eine führende Rolle bei den makro-prudentiellen Aufsichtsbehörden – und tragen damit doch die Verantwortung (siehe unten).

Unabhängige Zentralbanken – ein Auslaufmodell?

Die Ursachenanalyse der Finanzkrise zeigt, dass die Notenbanken mit ihrer Zinspolitik und ihrer Rolle in der Aufsicht an der Entstehung der Krise in erheblichem Umfang beteiligt waren. Der frühere EZB-Chefvolkswirt, Otmar Issing, betrachtet im Rückblick die große Moderation als eine kurze Episode und eine

¹⁶ Homo Oeconomicus oder doch eher Homer Simpson? Stefan Schneider. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. 30. April 2010.

¹⁷ The New York Times. 24. Oktober 2008 (eigene Übersetzung).

¹⁸ Financial Times vom 28.05.2012. „Covenante lite“ bezeichnet Kredite, bei denen der Gläubiger auf – normalerweise übliche – Rechte zur Einflussnahme auf die Geschäftspolitik im Falle wirtschaftlicher Probleme des Schuldners verzichtet.



fundamentale Illusion. Es ist seiner Ansicht nach nahezu unvermeidbar, dass die Auswirkungen der Krise zu einem erheblichen Reputationsverlust der Zentralbanken führen werden¹⁹.

Umstrittene Rolle bei der „Finanzierung“ der Staatsverschuldung

Aber nicht nur die Fehler der Vergangenheit belasten das Ansehen der Notenbanken. In der Finanzkrise sind die Notenbanken vom „lender of last resort“, der dem Finanzsystem nötigenfalls unbegrenzt Liquidität zur Verfügung stellt, zusätzlich zum „saviour of last resort“ geworden, der nötigenfalls als ultimativer Käufer von Staats- und anderen Wertpapieren auftritt²⁰. Dahinter steht die Vorstellung einer abgestimmten Geld- und Fiskalpolitik, bei der der Staat – unterstützt durch die Notenbank – angesichts anämischer privater Kreditnachfrage als Kreditnehmer der letzten Instanz auftritt, da die Notenbank alleine bei fehlender privater Kreditnachfrage mit der Bekämpfung von Deflations- und Depressionsrisiken überfordert wäre.

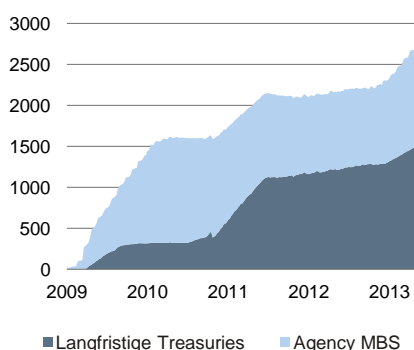
Vielfach werden dabei die Notenbanken – nicht zuletzt von Finanzmarktteilnehmern – als einzig verbliebener, handlungsfähiger Akteur angesehen. Dieser Einschätzung leisten Äußerungen von Notenbankern, wie das berühmte „whatever it takes“ von EZB-Präsident Draghi oder die Ausführungen von Ben Bernanke zum Thema: „Deflation: Making sure „it“ doesn't happen here“²¹ noch Vorschub. Damit wird Druck von der nationalen Politik sowie den europäischen Rettungsanstrengungen genommen, während die Geldpolitik sich zum potentiellen Sündenbock der letzten Instanz für die wohl auf absehbare Zeit enttäuschende Konjunktur- und Arbeitsmarktentwicklung macht.

Aufweichung der institutionellen Rollen von Geld- und Fiskalpolitik

USA: Quantitative Lockerungen

9

Käufe von Wertpapieren durch die Fed, USD Mrd.



Quelle: Federal Reserve Bank of Cleveland

Eine Koordinierung von Geld- und Fiskalpolitik ist, soweit die Unabhängigkeit der Notenbank gewahrt bleibt, sicherlich sinnvoll – zumal in Zeiten wirtschaftlicher Krisen. Sie wird aber zum Problem, wenn diese Koordination auf Kosten des primären Zieles der Geldpolitik geht bzw. alleine schon, wenn bei Akteuren und Öffentlichkeit auch nur der Eindruck entsteht, dass dies der Fall ist. In den USA und Großbritannien passen die Volumina der quantitativen Lockerung in Form von Anleihekäufen (QE) ziemlich gut zu dem Anstieg der Budgetdefizite, so dass der Eindruck einer zumindest koordinierten Geld- und Fiskalpolitik entsteht²². So hat beispielsweise die Bank von England in den letzten fünf Jahren – mit Ausnahme des globalen Konjunkturreinbruchs in 2009 – ihr Inflationsziel immer und zum Teil erheblich verfehlt. Die Regierung hat sich für einen Kandidaten als Nachfolger des scheidenden BoE-Governors Mervin King entschieden, der sich explizit für einen laxeren Umgang mit dem Inflationsziel ausspricht. In Japan war wohl ein wichtiges Kriterium bei der Auswahl des neuen Zentralbankpräsidenten, dass er explizit die reflationäre Politik der Regierung unterstützt. In Europa hat die EZB durch das SMP-Programm und, mehr noch, durch das OMT-Programm dem Eindruck einer Aufweichung der Grenzen zwischen Geld- und Fiskalpolitik ebenfalls Vorschub geleistet, indem sie Käufe von Staatspapieren, ein formal durchaus übliches Instrument der Offenmarktpolitik, als Unterstützung einer vorab vereinbarten Reform- und Konsolidierungspolitik des betroffenen Landes in Aussicht stellt. Während allerdings üblicherweise Käufe von Staatsanleihen im Rahmen der Offenmarktpolitik der Bereitstellung

¹⁹ Central Banks – Paradise Lost. Otmar Issing. Mayekawa Lecture. Institute for Monetary and Economic Studies Bank of Japan. Tokyo, 30. Mai 2012.

²⁰ Issing, a.a.O.

²¹ Deflation: Making sure that „it“ doesn't happen here. Ben Bernanke. Remarks before the National Economists Club. 21. November 2002.

²² David Cobham, a.a.O.



zusätzlicher Liquidität und der Beeinflussung des risikofreien Zinses dienen, zielt OMT nach Ansicht von Kritikern auf die Solvenzsicherung einzelner Mitgliedsländer des Eurosystems ab^{23 24}. So hat bspw. das Bundesverfassungsgericht in seinem Urteil vom 12. September 2012 noch einmal auf die bestehende Rechtslage verwiesen, dass Sekundärmarktkäufe keine Umgehung der Untersagung von Primärmarktkäufen und des dahinter stehenden Verbots der monetären Staatsfinanzierung durch die EZB sein dürfen. Außerdem wird von Kritikern argumentiert, dass die EZB mit dem Ankauf von Staatsanleihen unter Tolerierung der massiven Ausweitung der Target2-Kredite das Verbot der europäischen Gemeinschaftshaftung ohne Konsultation der Parlamente umgangen hat.²⁵ Da OMT bis dato noch nicht angewandt wurde, ist es ex-ante – und wohl auch ex-post – schwer zu beurteilen, ob es sich in einem konkreten Fall um Solvenzsicherung handelt oder, wie von der EZB betont, um eine Maßnahme zur Bekämpfung einer Störung des monetären Transmissionsmechanismus. Zudem weist die EZB darauf hin, dass das Vorliegen eines MoU eine notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung für die Aktivierung des OMT ist, und dass ihre Entscheidung über die Fortführung eines laufenden Programms unabhängig von der Beurteilung der Politik über die Erfüllung des MoU ist²⁶.

Jenseits des OMT-Programms hat die EZB in den Augen vieler auch durch ihre Teilnahme an der Troika eine problematische Nähe zur Politik erlangt. Die Einbindung der EZB in die Troika ist vor dem Hintergrund des Ziels einer schnellen und abgestimmten Krisenpolitik sowie insbesondere aufgrund der exponierten Lage des europäischen Bankensystems und des dadurch entstandenen Konnex von Staatsschuldenkrise und Stabilität des Bankensystems durchaus nachvollziehbar. Sie birgt aber das Risiko, dass die Reputation der Zentralbank Schaden erleidet. Dies wird nicht nur an den unangenehmen Fragen zur Rolle der EZB bei den Verhandlungen zum Rettungspakt für Zypern deutlich, wo EZB-Präsident Draghi bekannte, dass das letztlich revidierte Verhandlungsergebnis, welches ein „bail-in“ auch kleiner Bankeinlagen vorsah, „gelinde gesagt nicht sehr klug war“.²⁷ Wenngleich der Vorschlag wohl von der zyprischen Regierung kam, hätte die EZB mit den offensichtlichen Sachargumenten, die sich dann letztlich auch durchgesetzt haben, intervenieren können bzw. müssen. Die Beteiligung der EZB an wohl stark politisch beeinflussten und sich letztlich als komplett unrealistisch erweisenden Prognosen für Entwicklungspfade für die griechische Volkswirtschaft und die griechischen Staatsschulden dürfte eine ähnliche Wirkung gehabt haben.

Insgesamt hat sich EZB – wie andere Notenbanken auch – durch ihr Zusammenspiel mit der Politik auf einen Pfad begeben, von dem sie nur sehr schwer wieder herunterkommt. Zwar ist es natürlich Aufgabe der Geldpolitik, die kurzfristigen negativen keynesianischen Effekte einer fiskalischen Konsolidierungspolitik oder einen durch Reformen ausgelösten Angebotsschock bei ihrer Ausrichtung zu berücksichtigen und so die Anpassungslasten möglichst gering zu halten. Allerdings ist die EZB im Verhältnis zur Politik in einer strategisch unvorteilhaften Position. Ex-EZB-Ratsmitglied Athanasios Orphanides argumentierte bei einem Vortrag²⁸, dass die Existenz der EZB als ultimativer Retter Druck von

²³ Stellungnahme gegenüber dem Bundesverfassungsgericht. Deutsche Bundesbank. 21. Dezember 2012.

²⁴ Eine ähnliche Interpretation drängt sich bei der kurzfristigen Erhöhung des ELA-Limits der griechischen Notenbank im August 2012 auf, bei dem es Presseberichten zufolge deutlichen Druck von Seiten der Finanzminister auf die EZB gab (Kritik an EZB-Hilfe für Athen. Handelsblatt vom 7. August 2012.)

²⁵ Funktionswandel der EZB? Baldige Rückkehr zur alten Rolle erforderlich! T. O. Berg, K. Carstensen in Wirtschaftsdienst 2012/2.

²⁶ Von der EZB in Auftrag gegebenes Gutachten von Frank Schorkopf für das Bundesverfassungsgericht. 16. Januar 2013.

²⁷ Introductory statement to the press conference (with Q&A). ECB. 4. April 2013.

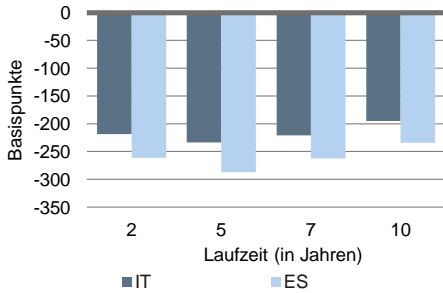
²⁸ IMFS-HoF Symposium "Central Banking: Where are we headed? Segment II: Monetary policy, fiscal policy and the politics of EMU. Frankfurt. 7. Februar 2013.



Ausblick Deutschland

Zinsänderung seit Draghi's
"Whatever it takes"

10

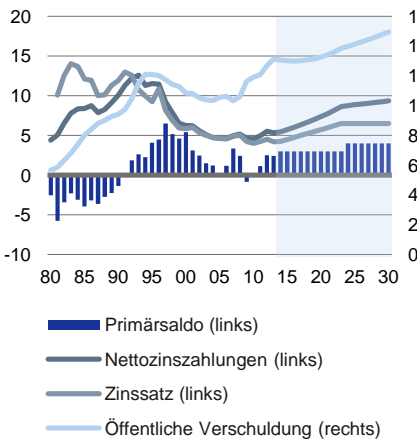


Quelle: Thomson Reuters

Italien: Simulation der
öffentlichen Finanzen

11

% BIP, %



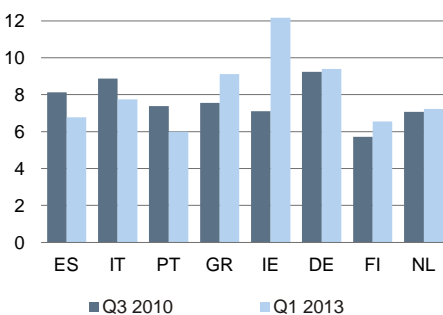
Annahmen: Nominales BIP wächst um 2,5% p.a.,
Primärüberschuss steigt auf 4% des BIP, durchschnittlicher
Zinssatz auf die Staatsverschuldung steigt auf 6,5% in 2023

Quellen: EU Kommission, DB Research

Restlaufzeit Staatsanleihen

12

Gewichtete durchschnittliche Laufzeit des
ausstehenden Staatsanleihevolumens in Jahren



Quelle: Bloomberg

den Regierungen genommen hat, die vollen politischen Kosten zur Vermeidung eines drohenden Kollapses tragen zu müssen. Dies hat dazu geführt, dass in Aussicht gestellte politische Maßnahmen, von der Errichtung des EFSF bis zum Aufbau einer Bankenunion, die EZB zu unterstützenden Maßnahmen (LTRO, SMP, OMT) veranlasst haben, die dann aufgrund des damit einhergehenden nachlassenden Handlungsdrucks auf die Politik vielfach zu einer Verwässerung der ursprünglich angekündigten politischen Maßnahmen geführt haben.

Falls OMT tatsächlich aktiviert werden sollte, dürften die in der Konditionalität des Programms angelegten „moral hazard“ – Probleme schnell zu Tage treten – es sei denn, die EZB lässt sich prophylaktisch auf schwache Reform- und Konsolidierungsbedingungen ein, um diesem Dilemma möglichst zu entgehen. Dies würde der Kritik aus den Kernländern weiter Nahrung geben, insbesondere wenn das Ankaufvolumen relativ schnell steigt.

Alleine durch die Ankündigung von OMT und dessen Fokussierung auf kürzere Laufzeiten von bis zu drei Jahren sind die Renditen in den Peripherieländern in diesem Laufzeitsegment massiv gesunken, was den Anreiz zu einer relativ kurzfristigen Schuldenaufnahme erhöht. Sollte sich die durchschnittliche Restlaufzeit der Staatsverschuldung deutlich reduzieren, würde eine Zinsanhebung der EZB schnell auf die Zinszahlungen der Länder durchschlagen und könnte bei anhaltend schwachem Trendwachstum eine Schuldenspirale in Gang setzen. Der politische Druck auf die Notenbank, Zinsanhebungen auf die lange Bank zu schieben, wäre entsprechend groß, zumal die EZB mit Blick auf ihre Verantwortung für die Finanzmarktstabilität mit einem Dilemma konfrontiert wäre. Auf diesen Punkt hat explizit der IWF in seinem jüngsten World Economic Outlook hingewiesen²⁹, obwohl der IWF derzeit keine Inflationsgefahren erkennt und dezidiert Befürworter der ultra-expansiven Geldpolitik ist.

Das Risiko des Scheiterns ist allerdings bei der aktuellen Politik der Bank von Japan, durch eine Verdopplung der monetären Basis innerhalb von zwei Jahren die mittelfristige Inflation Richtung 2% zu bringen, ungleich größer. Dabei könnte es sowohl zu einem deutlichen Überschießen von Inflation und Inflationserwartungen, aber auch zu einem Verpuffen der Maßnahmen ohne nachhaltigen Effekt auf die Inflation kommen.

Die Notenbanken können sicherlich verloren gegangenes Vertrauen zurückgewinnen, wenn ihnen der Ausstieg aus den unorthodoxen Maßnahmen und die Abkehr von der Null-/Niedrigzinspolitik überzeugend gelingt. Schließlich war die Situation, die sich nach der Pleite von Lehmann auftat und die Dynamik der folgenden Krise auch für die Notenbanken Neuland und bei aller Kritik muss anerkannt werden, dass beispielsweise für die EZB zeitweise tatsächlich alles, nämlich das Weiterbestehen des Euro, auf dem Spiel stand. In einer solchen Situation kann eine verantwortungsvolle Notenbank schlecht auf dogmatischer Politikdoktrin beharren, den schwarzen Peter an die Politik weitergeben und die Hände in den Schoss legen – zumal die komplizierten institutionellen Gegebenheiten in Europa eine schnelle und entschlossene Reaktion der Politik erheblich erschweren.

In dieser Hinsicht waren die Anhebungen des Refi-Satzes im April und Juli 2011 wohl sogar vertrauensbildend mit Blick auf die Absicht der EZB, möglichst schnell wieder zur Normalität zurückzukehren, wenngleich sie sich im Nachhinein als voreilig herausgestellt haben und damit der konjunkturellen Urteilsfähigkeit der Zentralbank kein gutes Zeugnis ausstellten. Angesichts der jüngsten Festlegung auf Schwellenwerte, unter die die Arbeitslosenquote sinken muss, bevor die Fed ihre Zinsen anhebt, scheint die Fed dagegen möglichen, aus der expansiven Geldpolitik resultierenden mittelfristigen Risiken für die Preisstabilität ein eher geringeres Gewicht beizumessen.

²⁹ World Economic Outlook – Hopes, Realities, Risks. IMF. April 2013.



Größerer Instrumentenkasten weckt Begehrlichkeiten der Politik

Neben der Diskussion um die Vermischung von Geld- und Fiskalpolitik im engen Sinne läuft die EZB Gefahr, dass ein möglicherweise ausbleibender Erfolg einer wie auch immer aussehenden Initiative zur Stärkung der Kreditvergabe an kleine und mittelständische Unternehmen in den Krisenländern ihr angelastet werden dürfte, obwohl der Grund in der konjunkturell bedingten hohen Risikoaversion von Kreditgebern und potentiellen Kreditnehmern liegen dürfte.

Generell dürfte die in den letzten Jahren an den Tag gelegte Kreativität hinsichtlich des unorthodoxen Instrumentenkasten, beispielsweise Käufe bestimmter Produkte um bestimmte Marktteilnehmer (z.B. Agencies in den USA) oder Marktsegmente (Covered Bond Ankaufprogramm der EZB) zu stützen, es den Notenbanken künftig erschweren, mit partiellen Funktionsstörungen begründete Handlungsaufforderungen der Politik mit Verweis auf nicht aufgabengerechte Instrumente zurückzuweisen. Ziele und Mitteleinsatz der Zentralbanken könnten so zum Politikum werden³⁰. So dürfte beim nächsten zyklischen Abschwung wohl die übliche Diskussion um eine wie auch immer zu identifizierende Kreditklemme wieder aufleben. Sicherlich werden die Notenbanken dann mit entsprechenden Vorschlägen zur Bekämpfung derselben konfrontiert. Ließe sich die Notenbank darauf ein, könnte das die tendenzielle Asymmetrie in ihrer Reaktionsfunktion, d.h. entschlossener gegen Deflations- als gegen Inflationsgefahren zu reagieren, weiter verstärken.

Verteilungseffekte bringen Geldpolitik in die politische Debatte

Außerdem dürfte die politische Debatte über die Verteilungswirkungen der globalen Finanzkrise zunehmend auch die Rolle der Notenbanken hinterfragen. Die Kombination aus Tolerierung von Blasenbildung (Jackson Hole Consensus) und anschließende Krisenbekämpfung durch Zins- und unorthodoxe Geldpolitik hat erhebliche Verteilungswirkungen, sowohl interpersonell als auch intergenerativ, die in der Tendenz zunächst die derzeitigen Besitzer von Finanzvermögen begünstigt. Eine deutliche Beschleunigung der Inflation könnte diesen Effekt wieder umkehren, allerdings aufgrund der heterogenen Wirtschaftsentwicklung interregionale Verteilungseffekte innerhalb der Eurozone aufgrund unterschiedlicher Inflationsraten nach sich ziehen. Letztlich können auch mögliche Abschreibungen in der EZB-Bilanz erhebliche interregionale Verteilungseffekte auslösen. Da es sich bei der Eurozone nicht um einen Bundestaat mit einem zentralen Haushalt handelt, könnten hier Steuerzahler eines Landes – zumindest im Ausmaß des nationalen Anteils am EZB-Kapital – durch in einem anderen EWU-Land entstandene Abschreibungen belastet werden. Angesichts dieser Verteilungswirkungen stellt sich zunehmend die Frage nach der demokratischen Legitimation der Geldpolitik.

Überforderung durch neue Aufgabenvielfalt?

Zudem dürfte die starke Einbindung der Notenbanken in die makroprudenzielle Überwachung sowie die Übernahme der Verantwortung für die mikroprudenzielle Aufsicht (Bankenaufsicht) die Arbeit der Zentralbanken stärker in den politischen Raum führen und generell die institutionelle Komplexität erhöhen³¹. In der Diskussion mit der Politik über die makro- und mikroprudenzielle Aufsicht und gegebenenfalls den Einsatz der notwendigen Instrumente – bei der Verteilungsfragen wohl eine nicht unerhebliche Rolle spie-

³⁰ Zentralbankpolitik: Überforderung statt Langeweile?. Hermann Remsperger. SAFE White Paper Series No. 3. 5. Mai 2013.

³¹ Makro-prudenzielle Aufsicht und das ESRB: Unterschätzt. Bernhard Speyer. Research Briefing. Deutsche Bank Research. 29. März 2012.



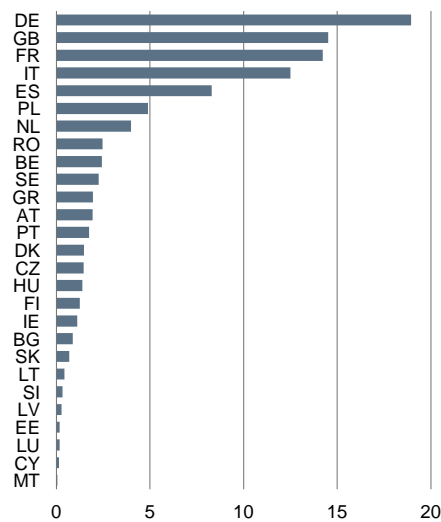
len werden^{32 33} – kann die Politik auch Einfluss auf die geldpolitischen Aktivitäten der Notenbanken gewinnen, es könnte zum „political capture“ der Zentralbank kommen. Außerdem werden der Zentralbank mit Blick auf ihre neue wesentlich umfangreichere Funktion einer stärkeren Rechenschaftspflicht und Transparenz unterliegen als in ihrer engdefinierten Vorkrisen-Tätigkeit. Zentralbanken werden nicht umhin kommen, sich intensiver mit einer kritischeren Öffentlichkeit und den unterschiedlichsten Ideen und Vorschlägen auseinanderzusetzen³⁴. Schließlich wäre es naiv zu glauben, dass mit dem neuen Instrumentarium, das sich in vielen Bereichen noch in der Entwicklungsphase befindet, Blasen und Finanzkrisen der Vergangenheit angehören. Wenn immer irgendwo im Finanzsystem etwas schief geht, wird die Notenbank aufgrund ihrer nunmehr deutlich ausgeweiteten Rolle noch stärker in der Verantwortung stehen. Als Konsequenz dürfte ein Überschwappen möglicher Reputationsverluste auf die Geldpolitik nicht auszuschließen sein.

Neue Diskussion über die Rolle der Geldpolitik in der EWU

Kapital der EZB

13

Anteil in %



Quelle: EZB

Insgesamt hat die globale Finanzkrise, sowohl ihre Entstehung als auch ihre Bekämpfung, die Reputation der Notenbanken wohl nicht nur vorübergehend beschädigt. Insbesondere durch die enge Verbindung mit der Fiskalpolitik ist das Dogma der geldpolitischen Unabhängigkeit ins Wanken geraten. Die Folgen der Krise – insbesondere die zukünftige Verteilung der Lasten innerhalb der Eurozone und ein insgesamt wohl schwächeres Trendwachstum – sowie zunehmende Belastungen durch die demographische Entwicklung werden die Verteilungskonflikte in der Zukunft wohl verschärfen. Angesichts der stärkeren institutionellen Einbindung der Geldpolitik und der in der Krise gezeigten Flexibilität bei der Interpretation ihrer Aufgabe, die im Falle der EZB zu einer breiten Diskussion über die Vereinbarkeit mit ihrem Mandat geführt hat, dürfte die Politik versucht sein, einen Teil dieser Lasten auf die Notenbanken abzuwälzen. In Japan war die Bereitschaft zur Umsetzung der geldpolitischen Vorgaben der Regierung „Einstellungskriterium“ für den neuen – formal weiterhin unabhängigen – Notenbankpräsidenten. Davon sind wir in Europa noch weit entfernt. Sollte die Öffentlichkeit – insbesondere in Deutschland, wo die Tradition der Bundesbank nach wie vor tief verankert ist – allerdings den Eindruck gewinnen, dass eine zunehmende, schleichende Abhängigkeit von der Politik zu Lasten des Mandates der Preisstabilität erfolgt, könnte mittelfristig die bis dato immer noch breite Zustimmung zum Projekt europäische Währungsunion nachlassen.

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

³² Remsperger, a.a.O.

³³ EU-Bankenunion: Besser gründlich als schnell. Bernhard Speyer. EU-Monitor. Deutsche Bank Research. 30. August 2012.

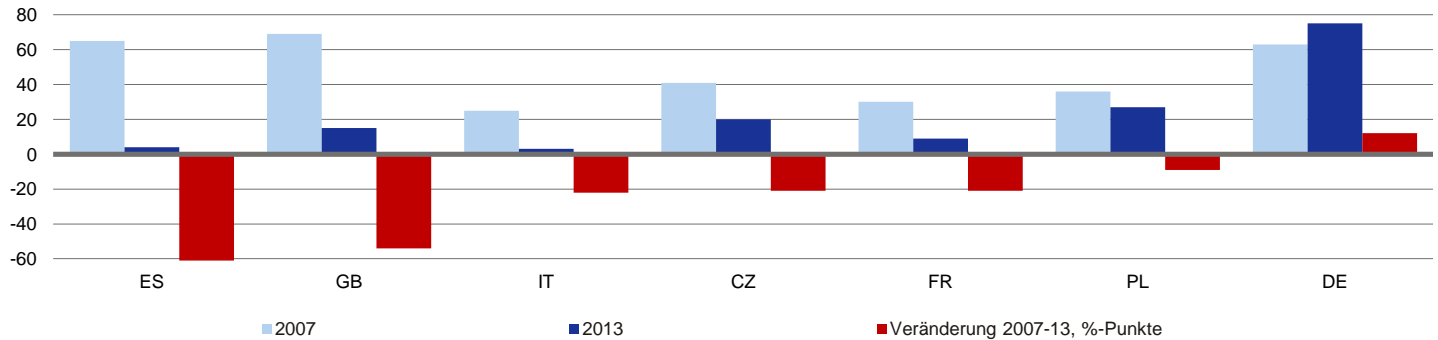
³⁴ David Cobham, a.a.O.



Grafik des Monats

Deutschland: Insel der Glückseligen

Anteil der Befragten, die die Frage "Ist die wirtschaftliche Situation gut?" bejahten, in %



Quelle: Pew Research Center

Der beste Weg, um die Probleme des Landes zu lösen ...

	Staatsausgabenkürzungen %	Staatsausgabenerhöhungen %
Frankreich	81	18
Deutschland	67	26
Spanien	67	28
Italien	59	29
Tschechien	58	26
Großbritannien	52	37
Griechenland	37	56
Polen	36	42
Median	59	29

Quelle: PEW Research Center

Unterstützung für den Euro

	Rückkehr zur eigenen Währung %	Beibehaltung des Euro %
Griechenland	25	69
Spanien	29	67
Deutschland	32	66
Italien	27	64
Frankreich	37	63

Quelle: PEW Research Center

Deutschland: Insel der Glückseligen

Ja, die Phrase „Insel der Glückseligen“ ist abgegriffen, und wir haben sie auch schon öfters benutzt. Sie charakterisiert jedoch ausgesprochen treffend die zu Tage getretene Stimmung in der deutschen Bevölkerung. Nach der jüngsten Umfrage des Pew Research Centers hat sich der Anteil der Befragten, die die wirtschaftliche Situation als gut einschätzen, in Deutschland von 63% im Jahr 2007 auf 75% erhöht, während er in allen anderen befragten Ländern Europas massiv gesunken ist. Nur noch 3% der Befragten in Italien bezeichnen die wirtschaftliche Lage als gut (2007: 25%), in Spanien sind es lediglich noch 4% gegenüber noch 65% im Jahr 2007, und in Frankreich schätzen nur noch 9% (2007: 30%) die wirtschaftliche Lage als gut ein. Die deutsche Sonderstellung ist trotz des schwachen Wachstums wohl durch die stabile Arbeitsmarkt- und Lohnentwicklung in Deutschland zu erklären, während der teilweise dramatische Anstieg der Arbeitslosigkeit in den anderen europäischen Ländern wahrscheinlich zum drastischen Einbruch der Einschätzungen geführt hat. So ist die Arbeitslosenrate in Spanien von gut 8% im Jahr 2007 auf zuletzt fast 27% gestiegen.

Die Befragung ergab noch weitere interessante Ergebnisse. So befürworteten zwischen 63% und 69% den Euro, wobei der höchste Wert erstaunlicherweise in Griechenland zu finden ist. Lediglich 25% der Befragten in Griechenland sprachen sich für eine Rückkehr zu einer eigenen Währung aus, während es in den Kernländern der EWU Deutschland und Frankreich immerhin 32% bzw. sogar 37% waren. Im Vergleich zu den Umfrageergebnissen des Vorjahrs hat die Zahl der Eurobefürworter in Griechenland und Frankreich leicht um 3 bzw. 6%-Punkte abgenommen, während sie in Spanien (+7%-Punkte) und insbesondere in Italien (+12%-Punkte) spürbar gestiegen ist. In Deutschland lag ihr Anteil seit 2010 unverändert bei 66%. Allerdings hat die Eurokrise zu einer wenig schmeichelhaften Einschätzung durch unsere Nachbarländer geführt. So stand Deutschland bei den Fragen, welches Land in Europa am wenigsten Anteilnahme an den Problemen zeigt und welches Land am arrogantesten ist, am häufigsten an Nummer eins der Antworten. Gleichzeitig jedoch wurde Deutschland von nahezu allen anderen Ländern als am vertrauenswürdigsten eingestuft – lediglich die Griechen sahen sich selbst als am vertrauenswürdigsten.

Hinsichtlich der Frage, ob die wirtschaftlichen Probleme des Landes am besten durch Staatsausgabenkürzungen oder durch zusätzliche Stimulierungsmaßnahmen gelöst werden können, sprach sich die Mehrheit der Befragten für



Staatsausgabenkürzungen aus. In Frankreich waren es sogar 81%, lediglich 18% sahen dort Ausgabenerhöhungen als das bessere Instrument an. In Deutschland und Spanien lag die Zustimmung zu Ausgabenkürzungen bei jeweils 67%, in Italien bei 59%. Lediglich in Griechenland gab es eine Mehrheit von 56%, die in Ausgabenerhöhungen die Lösung der griechischen Probleme sieht. Angesichts einer schon seit fünf Jahren andauernden Rezession mit Realeinkommenseinbußen von mehr als 20% und einer mehr als Verdreifachung der Arbeitslosenrate auf zuletzt rund 27% erscheint dies durchaus nachvollziehbar.

Vor diesem Hintergrund stufen im Schnitt fast 80% der Befragten die fehlenden Beschäftigungsmöglichkeiten als das größte Problem des Landes ein, gefolgt von der Staatsverschuldung (gut 70%), steigenden Preisen (67%) und der wachsenden Ungleichverteilung (60%). Wie bei der Einschätzung der wirtschaftlichen Lage unterscheidet sich hier Deutschland deutlich von seinen europäischen Nachbarn. Während für 51% der Befragten die Ungleichverteilung die höchste Priorität besitzt, sehen lediglich 28% der Befragten die Beschäftigung als ein wichtiges Problem Deutschlands. Einmal mehr ein Indiz für die „Insel der Glückseligen“.

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

Wer ist vertrauenswürdig, arrogant und mitfühlend ...

der am meisten genannte EU-Staat

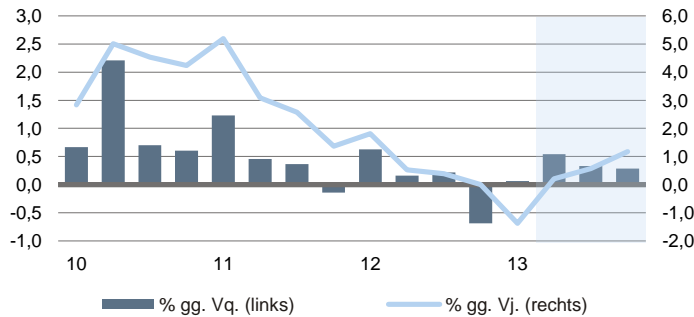
Ansichten in:	am vertrauenswürdigsten	am wenigsten vertrauenswürdig	am arrogantesten	am wenigsten arrogant	am mitfühlendsten	am wenigsten mitfühlend
Großbritannien	Deutschland	Frankreich	Frankreich	Großbritannien	Großbritannien	Deutschland
Frankreich	Deutschland	Griechenland	Frankreich	Frankreich	Frankreich	Großbritannien
Deutschland	Deutschland	Griechenland/Italien	Frankreich	Deutschland	Deutschland	Großbritannien
Italien	Deutschland	Italien	Deutschland	Spanien	Italien	Deutschland
Spanien	Deutschland	Italien	Deutschland	Spanien	Spanien	Deutschland
Griechenland	Griechenland	Deutschland	Deutschland	Griechenland	Griechenland	Deutschland
Polen	Deutschland	Deutschland	Deutschland	Polen	Polen	Deutschland
Tschechien	Deutschland	Griechenland	Deutschland	Slovakei	Tschechien	Deutschland

Quelle: PEW Research Center



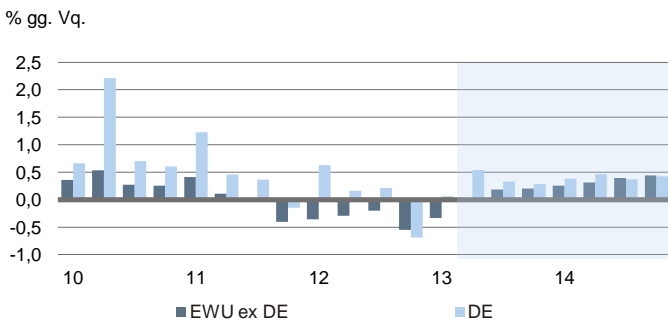
Chartbook: Konjunktur (1)

Entwicklung des realen BIP



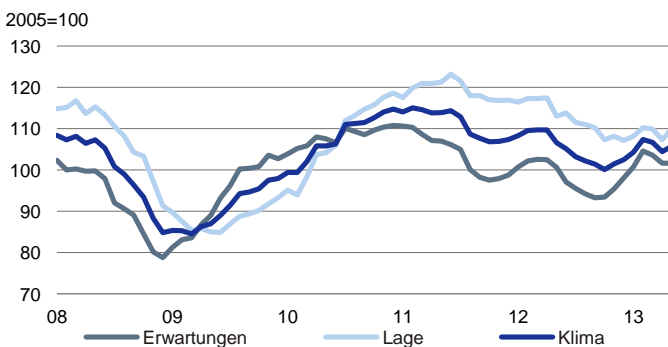
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

BIP Entwicklung: DE vs. EWU



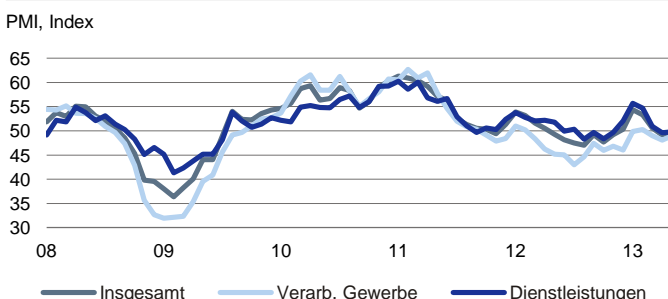
Quelle: Eurostat

Ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt



Quelle: ifo

Einschätzung der Einkaufsmanager



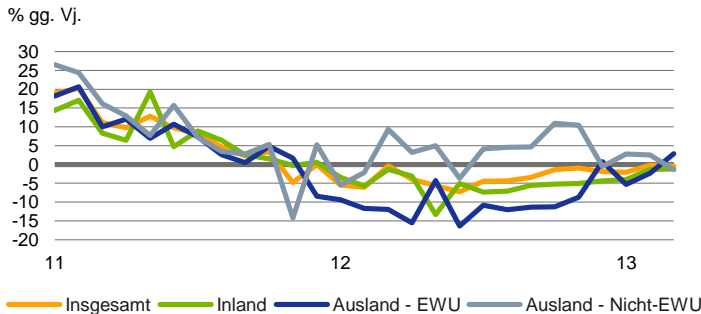
Quelle: Markit

- Mit 0,7% gg. Vj. wuchs das deutsche BIP 2012 deutlich langsamer als noch 2011 (+3,0%). Nach dem Tiefpunkt in Q4 2012 (-0,7% gg. Vq.) stieg das BIP in Q1 leicht an (+0,1%). *Wir erwarten eine Wachstumsbeschleunigung im Jahresverlauf. Aufgrund des statistischen Unterhangs erwarten wir aber jetzt nur noch ein BIP-Wachstum von +0,1% im Jahresdurchschnitt 2013 (vorher 0,3%).*
- Die wetterbedingte Gegenbewegung im Bausektor und robuster privater Konsum dürften für das relativ kräftige BIP-Wachstum von 0,5% gg. Vq. in Q2 sorgen.
- Das Wachstum dürfte 2013 vom Konsum getragen werden, dagegen dämpft der Außenhandel. Investitionen bleiben schwach.
- Trotz der konjunkturellen Abschwächung in 2012 hat sich die deutsche Wirtschaft im Vergleich zu den meisten anderen EWU-Ländern, deren BIP stagnierte bzw. sogar schrumpfte, noch gut entwickelt.
- Angesichts des verbleibenden Anpassungsbedarfs in einigen EWU-Ländern dürfte die EWU in H1 2013 in der Rezession verharren und danach nur auf einen sehr flachen Wachstumspfad einschwenken. Die Wirtschaft ist 2012 um 0,6% geschrumpft. 2013 dürfte das BIP trotz der erwarteten Erholung im Jahresverlauf erneut sinken (-0,6%), wobei merkliche Abwärtsrisiken bestehen.
- Nachdem der ifo-Index zweimal gesunken war, stieg er im Mai, getrieben von der verbesserten Einschätzung der Geschäftslage, stärker als erwartet an. Der Index liegt spürbar über seinem langfristigen Durchschnitt und deutet auf ein BIP-Wachstum von etwa ½% gg. Vq. in Q2 hin.
- Ifo-Erwartungen blieben zuletzt unverändert, wohl aufgrund gemischter weltweiter Konjunkturzahlen und bestehender politischer Unsicherheiten insb. in der Eurozone.
- Im Mai stiegen mit Ausnahme des Bausektors die Einschätzungen in allen Wirtschaftsbereichen. Die Exporterwartungen im Verarbeitenden Gewerbe fielen jedoch.
- Der PMI insgesamt stieg im Mai nach drei Rückgängen in Folge und lag nur noch knapp unter dem expansiven Bereich. Der Index für die Industrie und für die Dienstleister erhöhte sich im Mai. Der PMI für die Industrie (49,4) lag aber unter dem für die Dienstleister (49,8).
- Die PMIs deuten auf eine Abschwächung der Konjunkturdynamik hin und sind damit deutlich pessimistischer als der ifo-Index. Wir bevorzugen aber den ifo-Index, da dieser die realwirtschaftliche Entwicklung zuletzt besser abbildet (bspw. BIP und Industrieproduktion).



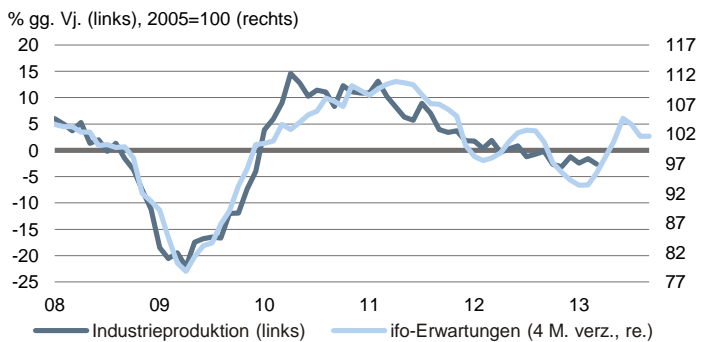
Chartbook: Konjunktur (2)

Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe



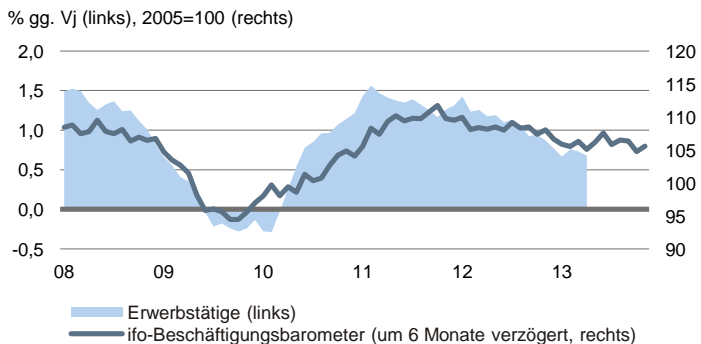
Quelle: Statistisches Bundesamt

Industrieproduktion und ifo-Erwartungen



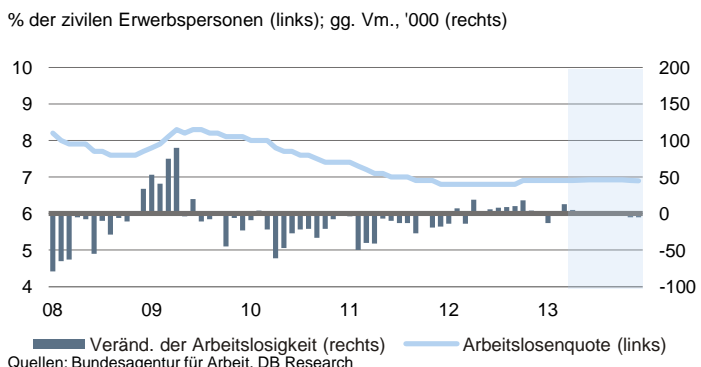
Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Erwerbstätige und ifo-Beschäftigungsbarometer



Quellen: ifo, Bundesagentur für Arbeit

Arbeitslosigkeit



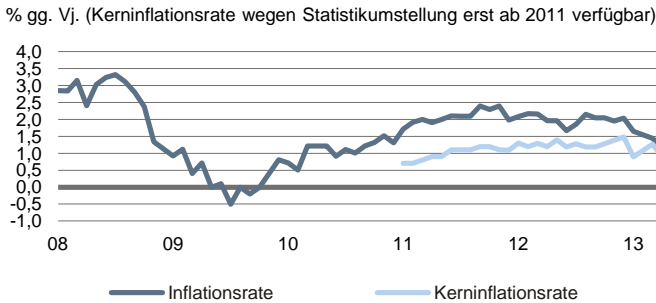
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, DB Research

- Der Anstieg der Auftragseingänge um jeweils 2,2% im Feb. und März, glich den Rückgang vom Jan. (-1,6%) mehr als aus (Q1: +0,4% gg. Vq.). Der März war vor allem durch einen Anstieg der Kernaufträge (ohne z.B. Flugzeuge, Schiffe) getrieben (+2,7% gg. Vm.). Im März liegen die Aufträge noch um 0,4% unter dem Vorjahresniveau.
- Konjunkturumfragen (ifo, PMI) deuten nur auf einen äußerst moderaten weiteren Anstieg der Auslandnachfrage hin, wobei der PMI den schwächeren Trend andeutet.
- Im März stieg die Industrieproduktion um 1,2% gg. Vm. Aufgrund des schwachen Januars liegt die Produktion in Q1 nur 0,2% über dem Q4-Schnitt.
- Dank kräftigem Plus bei den Investitionsgütern (+2,1%) stieg die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes um 1,4%. Beim Bau (-3,1%) und der Energieproduktion (+4,0%) machten sich das widrige Wetter bemerkbar.
- Das Produktionsniveau lag im März um 2,6% unter Vorjahr. Die Produktion dürfte sich in den nächsten Monaten laut ifo-Index moderat verbessern.
- Die Zahl der Erwerbstätigen lag im April 0,7% über Vj. und markiert mit saisonbereinigt 41,8 Mio. Personen weitere historische Höchststände. Die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten liegt 1,3% über Vj.
- Jedoch belastet momentan die schwache Konjunktur-entwicklung im Winterhalbjahr (BIP Wachstum Q4: -0,7% gg. Vq.; Q1: +0,1% gg. Vq.) den der Konjunktur nachlaufenden Arbeitsmarkt.
- Im Vorjahresvergleich verlangsamt sich der Beschäftigungsaufbau. Während die Beschäftigung im April 2012 noch um 1,2% gg. Vj. stieg, waren es in April 2013 nur noch 0,7% gg. Vj.
- Die Anzahl der Arbeitslosen stieg im Mai mit 21 Tsd. stärker als erwartet (Reuters Konsensus: +5 Tsd.). Im bisherigen Jahresverlauf liegt der Anstieg durchschnittlich bei 10 Tsd. pro Monat und damit über dem Niveau der zweiten Jahreshälfte 2012 (im Schnitt um 8 Tsd. im Monat). Die Arbeitslosenquote lag im Mai konstant bei 6,9%.
- Frühindikatoren waren im Mai schwach. Sie waren aber noch auf recht hohen Niveaus. Ab dem zweiten Halbjahr 2013 dürfte sich die Situation auf dem Arbeitsmarkt wieder verbessern. Aufgrund der temporären Schwäche gegen Ende 2012 dürfte die Arbeitslosenquote im Jahresdurchschnitt 2013 von 6,8% (2012) auf 6,9% ansteigen.



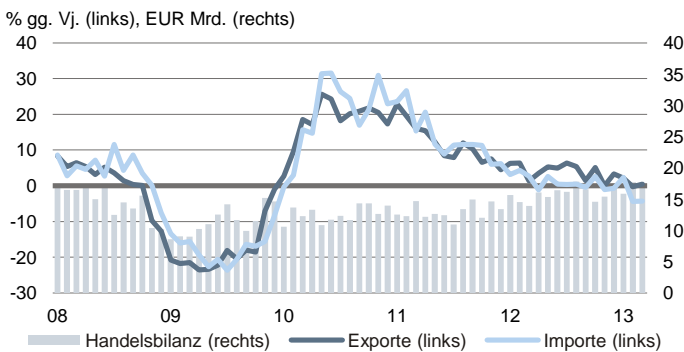
Chartbook: Konjunktur (3)

Inflationsrate und Kerninflationsrate



Quellen: Statistisches Bundesamt

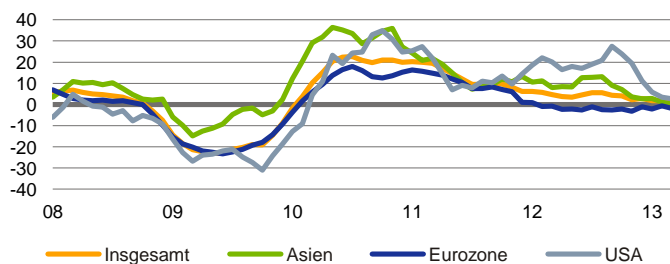
Warenhandel



Quelle: Deutsche Bundesbank

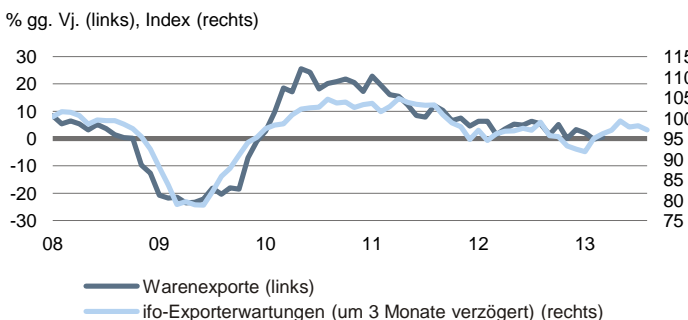
Deutsche Warenexporte

Warenexporte, % gg. Vj, gl. 3M Durchschnitt



Quelle: Deutsche Bundesbank

Exporte & ifo-Exportorerwartungen



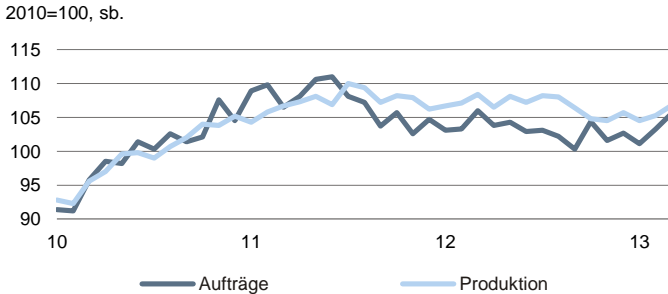
Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo

- Nachdem die Inflation vier Mal in Folge von 2,0% Ende 2012 auf 1,2% im April kräftig gefallen war, stiegen die Konsumentenpreise im Mai um 1,5%. Dafür sorgten hauptsächlich höhere Energie- und Nahrungsmittelpreise. Die Kerninflation stieg im Mai, wahrscheinlich durch eine Gegenbewegung bei den Preisen für Pauschalreisen, die im April durch die frühen Osterferien kräftig fielen, auf 1,1% an (zuvor: 0,9%).
- Angesichts moderater Wachstumsraten und einer Stabilisierung der Ölpreise, erwarten wir eine gedämpfte Inflationsentwicklung in den nächsten Monaten. Für 2013 erwarten wir eine durchschnittliche Inflationsrate von 1,4%.
- Im März fiel der nominale Handelsbilanzüberschuss leicht auf EUR 17,6 Mrd. (zuvor EUR 17,7 Mrd.). Dieser stieg in Q1 gg. Vq. um EUR 4,3 Mrd. auf EUR 51,2 Mrd.
- Getrieben wurde der Anstieg in Q1 durch die Erholung der Exporte um 0,4% gg. Vq. (zuvor -2,0%), der Rückgang der Importe beschleunigte sich ebenfalls (-1,4% gg. Vq.; zuvor -0,8%).
- Die Schwäche der Importe ist wohl teilweise den gefallen Rohstoffpreisen und dem Lagerabbau geschuldet. Darauf deuten die Komponenten der Einkaufsmanager-Umfrage zum Umfang der Lager an Vor- und Fertigprodukten hin.
- 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%).
- In Folge der Eurokrise und der Rezession in zahlreichen EWU-Ländern sind die Exporte dorthin gg. Vj. rückläufig, wodurch der deutsche Handelsbilanzüberschuss gg. den EWU-Staaten deutlich gesunken ist.
- Mehr als ausgeglichen wird dieser Rückgang bisher aber durch den Anstieg der Exporte nach Asien und in die USA. Insbesondere der Auto-Export trieb. Allerdings ließen die US-Exporte zuletzt stark nach.
- Die ifo-Exportorerwartungen hatten sich Ende 2012 und in den ersten beiden Monaten 2013 von ihren Tiefständen erholt. Danach bewegt sich der Index auf und ab und ist im Mai gefallen auf. Die Erwartungen liegen etwas über ihrem historischen Durchschnitt.
- Die Importe dürften bei einer Stabilisierung der Rohstoffpreise und dem Auslaufen des Lagerabbaus sowie einem noch recht hohen Beschäftigungsniveau und realen Einkommenszuwächsen künftig relativ stabil bleiben.
- Der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte war im Q1 2013 knapp positiv (Q1: +0,1%-Punkte, Q4: -0,8%-Punkte).



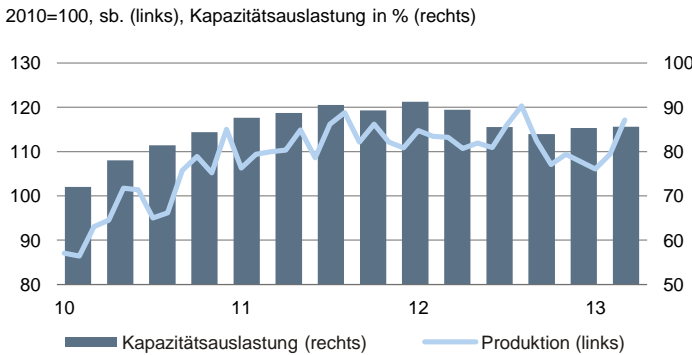
Chartbook: Branchen

Verarbeitendes Gewerbe: Produktion und Aufträge



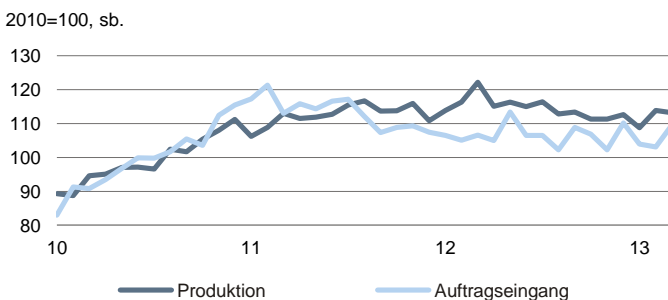
Quelle: Statistisches Bundesamt

Automobilindustrie: Produktion & Kapazitätsauslastung



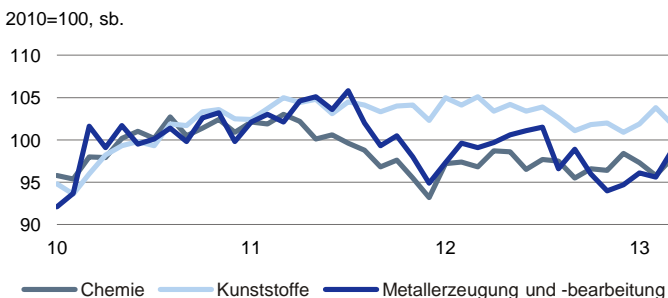
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Maschinenbau: Aufträge und Produktion



Quelle: Statistisches Bundesamt

Produktion: Frühzyklische Branchen



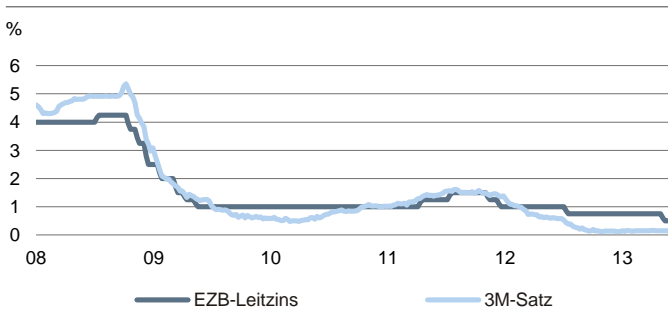
Quelle: Statistisches Bundesamt

- Die reale Produktion des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland ist 2012 um 1% gesunken. Vor allem im 4. Quartal lag die Fertigung unter dem Durchschnitt des Gesamtjahres, was zu einem statistischen Unterhang geführt hat. Die gesamten Auftragseingänge unterschritten 2012 das Niveau von 2011 um 4%.
- Im 1. Quartal 2013 lagen sowohl die Produktion als auch die Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe leicht über dem Niveau des 4. Quartals 2012.
- Für 2013 halten wir eine Stagnation der Produktion für wahrscheinlich. Risiken für die Industrie bestehen in einer Konjunkturabkühlung in wichtigen Exportmärkten.
- Die Produktion in der Autoindustrie lag im 4. Quartal 2012 spürbar unter dem Durchschnitt des Gesamtjahres. Insgesamt nahm die Produktion 2012 leicht ab. Am aktuellen Rand legte die Produktion aber wieder zu.
- Die Geschäftserwartungen sanken im März und April deutlich, nachdem sie zuvor dreimal in Folge gestiegen waren; im Mai legten sie jedoch wieder etwas zu. Die Kapazitätsauslastung in der Automobilindustrie hat sich Anfang 2013 stabilisiert.
- Auch aufgrund des statistischen Unterhangs erwarten wir für 2013 einen Produktionsrückgang in der Automobilindustrie von real 2%.
- Mit dem Rückgang der Aufträge im Maschinenbau im vergangenen Jahr zeigte auch die Produktion Schwächen. Im Gesamtjahr 2012 war die Fertigung aber noch um 1,3% gewachsen.
- Die Auftragseingänge im Maschinenbau sendeten zuletzt uneinheitliche Signale. Eine allmähliche Stabilisierung der Eurozone und eine Wachstumsbeschleunigung in Asien könnten 2013 die Auslandsnachfrage beleben.
- Für 2013 rechnen wir dennoch mit einem Rückgang der Produktion im Maschinenbau um 1%. Dabei unterstellen wir im Verlauf von 2013 eine aufwärts gerichtete Produktionsentwicklung, die den Unterhang aus 2012 ausgleicht.
- In den frühzyklischen Branchen sind noch keine starken Konjunkturimpulse für 2013 zu erkennen.
- In der Chemieindustrie dürfte die Fertigung 2013 um 1,5% zulegen (2012: -2,6%). Zuletzt stieg die Produktion wieder etwas an, nachdem sie zuvor zwei Monate in Folge leicht gesunken war.
- Die Produktion in der kunststoffverarbeitenden Industrie lag im 1. Quartal 2013 leicht über dem Niveau des Vorquartals. Die Geschäftserwartungen sanken am aktuellen Rand, liegen aber noch im positiven Bereich.
- Die Metallerzeugung könnte 2013 ein marginales Produktionsplus erzielen (2012: -3,8%).



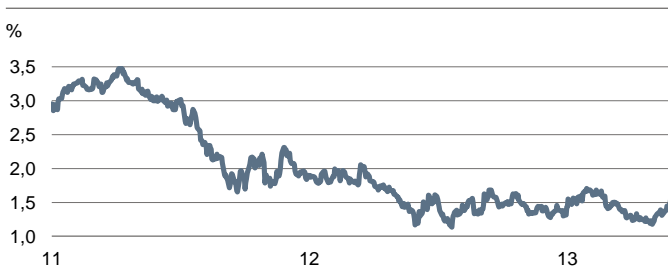
Chartbook: Finanzmärkte (1)

EWU: Leitzins & 3M Satz



Quellen: EZB, Global Insight

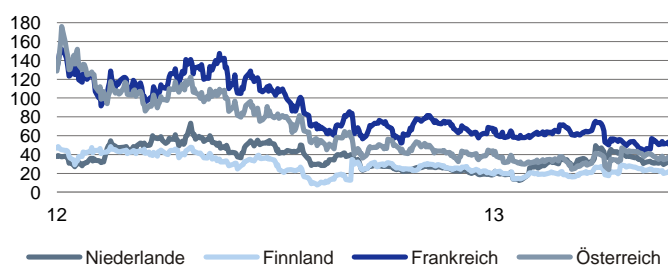
Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände

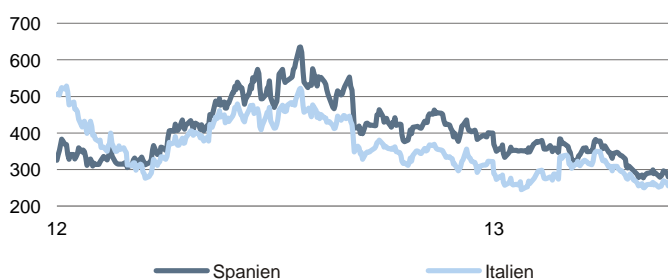
Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände

Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



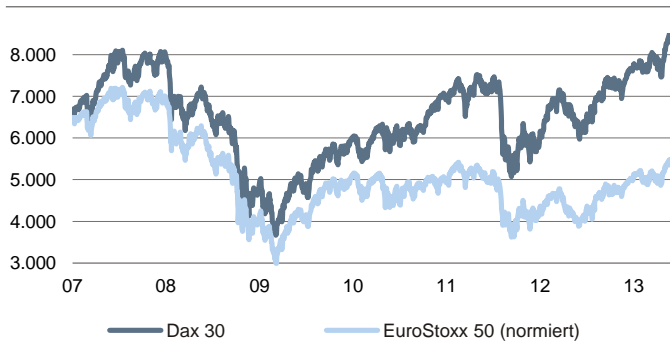
Quelle: Global Insight

- In Folge zuletzt enttäuschender Konjunkturdaten, einer rückläufigen EWU-Inflationsrate und schwacher Kreditnachfrage, hat die EZB am 2. Mai den Leitzins um 25 Bp. auf 0,50% gesenkt und hat bei weiter enttäuschenden Daten eine erneute Zinssenkung in Aussicht gestellt. *Wir rechnen mit einer Leitzinssenkung um 25 Bp. auf 0,25% im Juli oder August.*
- Die EZB steht weiter bereit, unter Konditionalität das OMT zu starten, und prüft weitere Maßnahmen, wie bspw. in Kooperation mit der Europäischen Investitionsbank den ABS-Markt für KMU-Kredite zu beleben.
- Die Kosten besicherter Interbanken-Refinanzierung sind auf Rekordtief von etwa 0,15% p.a. (-44 Bp. gg. Vj.) gefallen.
- Durch die Hinweise des Fed-Präsidenten Bernanke, dass die Fed ihre QE3-Käufe in den nächsten Monaten anpassen könnte, und besseren ökonomischen Daten, stiegen die Renditen der Treasuries auf 2,2%. Weiter schwache europäische Daten und die Erwartung zusätzlicher Lockerung der EZB ließen die Rendite 10-jähriger deutscher Anleihen auf 1,50% steigen. Die Spreads stiegen von 47 Bp. Anfang Mai auf 65 Bp.
- Trotz eines Realzinses nahe Null bevorzugen viele Anleger den „sicheren Hafen“ Deutschland, eines der wenigen Länder mit AAA-Rating in Europa.
- Die Intra-EWU-Renditeabstände haben sich durch EZB-Präsident Draghis Ankündigung, dass die EZB alles tun wird, um den Euro zu erhalten (26. Juli 2012), und den klaren politischen Willen insbesondere der Bundesregierung, die Eurozone zusammenzuhalten, deutlich verringert.
- Daneben hob EZB Präsident Draghi die Stabilisierung bei den Bankeinlagen in der Peripherie, Kapitalzuflüsse aus dem Ausland und sinkende Target2 Salden als weitere Indizien für eine Defragmentierung hervor.
- Die Renditeabstände von italienischen und spanischen Anleihen haben am deutlichsten auf die in Aussicht gestellte EZB-Intervention (OMT) reagiert.
- Die Spreads sanken seitdem in Spanien um etwa 345 Bp. und in Italien um rund 260 Basispunkte.
- Am kurzen Ende (3J), dem Fokus des OMT-Programms, fielen die Renditeabstände in Spanien und in Italien um jeweils etwa 65%.



Chartbook: Finanzmärkte (2)

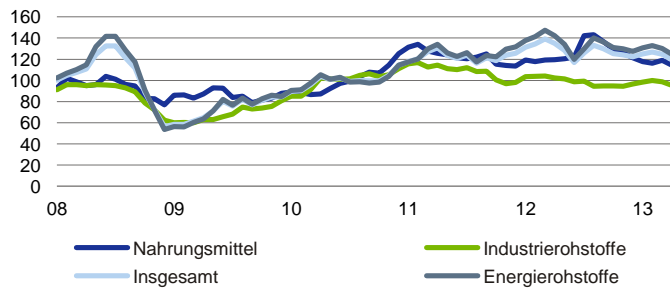
Aktienindizes



Quellen: Global Insight, DB Research

Rohstoffpreise

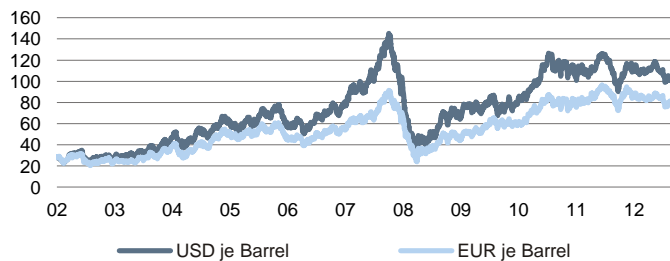
HWWI Index, 2010=100, EUR Basis



Quelle: HWWI

Ölpreis

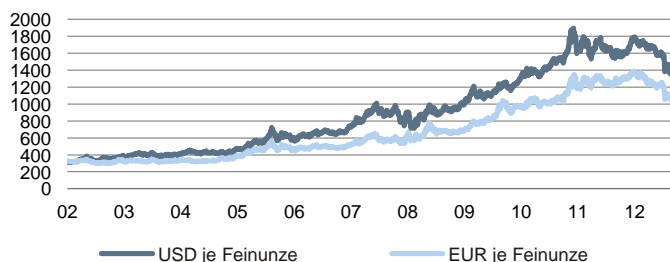
Brent Blend, USD oder EUR je Barrel



Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

Goldpreis

USD oder EUR je Feinunze



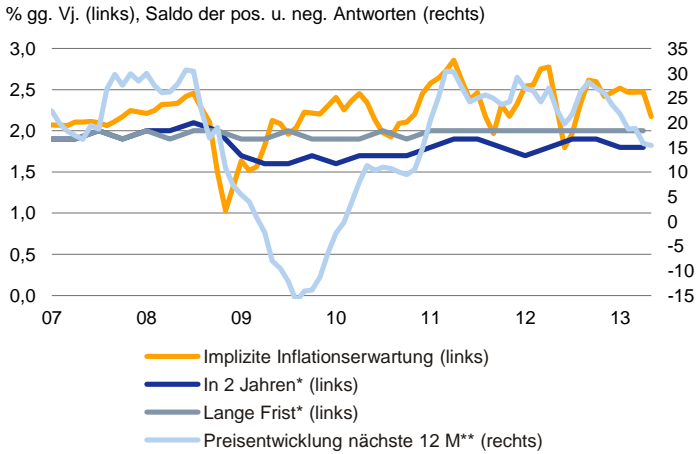
Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

- Derzeit liegt der DAX bei etwa 8250 Punkten. Der DAX hat sich zuletzt gut gehalten, wohl auch da es bei teilweise negativen Realzinsen am deutschen Anleihemarkt an Anlagealternativen fehlt. Der Abstand der Dividenden- zur Anleiherendite liegt auf hohem Niveau.
- Bis zum Jahresende dürfte der DAX im Vergleich zum europäischen Index schlechter abschneiden, da die 25-Monate andauernde Abwärtskorrektur der Gewinnerwartungen für 2013 auslaufen dürfte und schwächere Daten aus China vor allem Deutschland treffen würden.
- Unsere Aktien-Analysten erwarten einen Stand des DAX von 8000 und einen Stand des Stoxx 600 von 315 zum Jahresende.
- Rohstoffpreise – insbesondere Industrie und Energierohstoffpreise – dürften in H2 2013 aufgrund des kräftigeren Wachstums in China – dem größten Rohstoffimporteur – und der moderaten Wachstumsbelegung in den Industrieländern leicht steigen.
- Nahrungsmittelpreise sind in Q3 2012 wegen Dürren (z.B. USA und Osteuropa) deutlich gg. Q2 gestiegen, fielen zuletzt aber wieder recht kräftig. Im April 2013 lagen sie 20% unter dem Höchststand des vergangenen Jahres.
- Nach einem schwachen Winterhalbjahr, dürfte sich die Nachfrage nach Öl in H2 2013 im Zuge der weltweiten Konjunkturbelegung erhöhen. Zusätzliche preistreibende Wirkungen könnten von der Angebotsseite (z.B. geopolitische Risiken, Iran) ausgehen.
- Aktuell notiert der Ölpreis bei etwas über USD 100 per Barrel Brent und unsere Rohstoffstrategen erwarten einen Anstieg auf USD 115 per Barrel zum Jahresende.
- Der Goldpreis liegt momentan bei etwa USD 1400 per Feinunze und damit über 20% unter dem Höchststand des vergangenen Jahres (4. Okt 2012; USD 1792 USD per Feinunze).
- *Unsere Rohstoff-Analysten senkten ihre Prognose für den Goldpreis von USD 1700 auf USD 1525 per Feinunze zum Jahresende. Dies wäre der größte Preisrückgang gg. Vj. (eop) seit dem Jahr 1997.*
- Verstärkte Anzeichen für den Beginn eines Aufwertungs-trends des USD und gedämpfte Inflationsentwicklung sorgen für die schwache Entwicklung des Goldpreises.



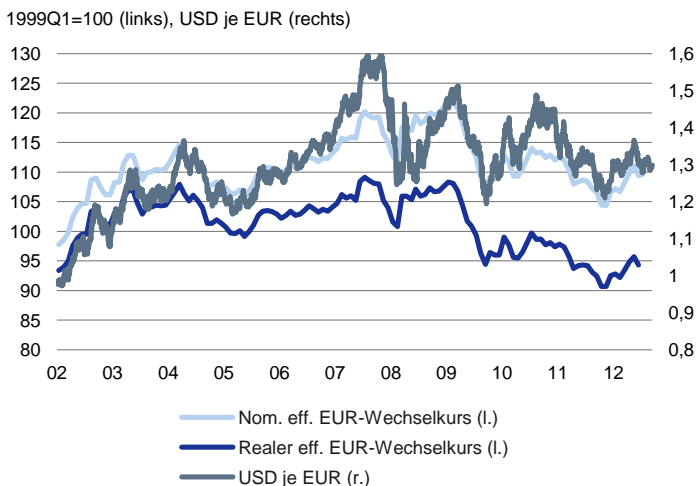
Chartbook: Finanzmärkte (3)

Inflationserwartungen Eurozone



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

Wechselkursentwicklung des Euro



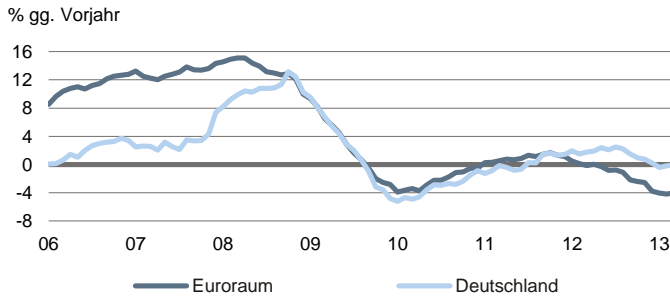
Quellen: EZB, Reuters

- Trotz der öffentlichen Debatte über Inflationsgefahren, erwarten die von der EZB befragten privaten Prognostiker keinen Anstieg der Inflation. Ihre Erwartungen über die Inflationsrate (EWU) in 2 Jahren blieben zuletzt konstant bei 1,8%. Unverändert wird in 5 Jahren eine Inflationsrate von 2,0% erwartet.
- Die aus der Differenz 10-jähriger nomineller deutscher Staatsanleihen und der Rendite inflationsgeschützter Anleihen berechnete Inflationserwartung für die nächsten 10 Jahre schwankt seit Anfang 2011 zwischen 2 und gut 2 ½%.
- Allerdings dürfte diese „implizite Inflationserwartung“ verzerrt sein. Zum einen ist der derzeitige Realzins nahe Null ökonomisch nur schwer zu erklären. Zum anderen sind die Anleiherenditen durch massive Käufe einiger großer Zentralbanken und bestehender „safe haven“-Käufe wohl nach unten verzerrt.
- Der Euro stieg seit dem Tief Mitte des Jahres 2012 bis Anfang Februar um 13% auf EUR/USD 1,37 (letztes Hoch). Dies ging auf die deutliche Reduktion des Extremrisikos eines Auseinanderbrechens der Eurozone und der damit verbundenen Reduktion der Kapitalflucht, Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos der Eurozone und die expansivere Geldpolitik der Fed relativ zur EZB sowie die Unsicherheit über die Lösung der fiskalischen Probleme in den USA zurück.
- In Folge des politischen Schwebezustands in Italien, der schwierigen Verhandlungen des Hilfspakets für Zypern und relativ schwacher Konjunkturzahlen in der Eurozone wertete der Euro seit dem Hoch im Februar ab und schwankt seit der Regierungsbildung in Italien und der abgeschlossenen Hilfspaketverhandlungen mit Zypern um den EUR/USD Kurs von 1,30. Dabei dürfte auch die zunehmende US-EWU-Wachstumsdifferenz (Q1: USA +2,5% und EWU -0,8% gg. Vq. annualisiert) den USD tendenziell stärken.
- Unsere Wechselkursstrategen erwarten einen EUR/USD Kurs von 1,26 in 3 Monaten.
- In H2 2013 dürfte sich das Wachstum der USA auf etwa 3% erhöhen und für einen stärkeren USD sorgen – unsere Strategen rechnen daher mit einem EUR/USD Kurs von 1,23 in 6 Monaten. Sie sehen die aktuelle USD-Stärke als Beginn eines mehrjährigen USD-Aufwertungszyklus.



Chartbook: Finanzmärkte (4)

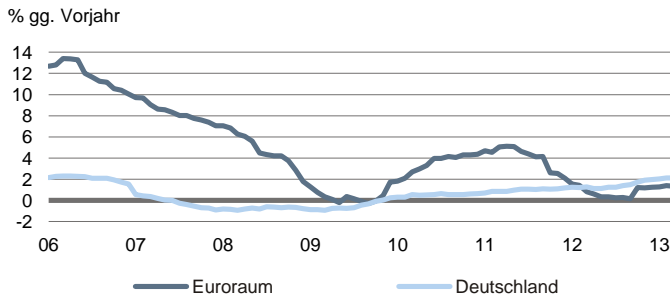
Kredite an Unternehmen



Quellen: EZB, DB Research

- Im ersten Quartal verhaltene Entwicklung bei Unternehmenskrediten in Deutschland. Für März -0,1% gg. Vorjahr.
- Obwohl das deutsche Wachstum nach wie vor deutlich über dem Durchschnitt des Euroraums liegt, schlägt sich die seit sechs Quartalen rückläufige Investitionstätigkeit im Kreditvolumen nieder. Teilweise auch Substitution durch Anleiheemission.
- Im Euroraum weiterhin deutlicher Rückgang des Kreditvolumens: -4% gg. Vorjahr im März, bedingt durch anhaltendes Deleveraging und Schwierigkeiten in Krisenländern.

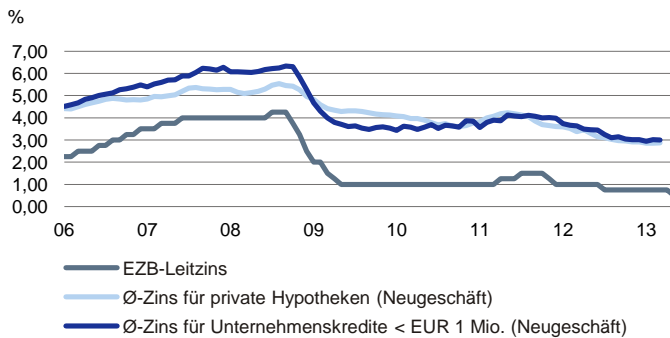
Privates Hypothekenvolumen



Quellen: EZB, DB Research

- Im ersten Quartal 2013 setzt sich Beschleunigung des Hypothekarkreditwachstums fort: +2,1% gg. Vorjahr im März. Zuwächse damit fast auf Werten der Vorkrisenperiode.
- Niedriges Zinsniveau und in Teilen positive Erwartungen an den Immobilienmärkten wirkten sich bisher nur begrenzt auf die Kreditnachfrage aus, da Investitionen zum Teil durch Portfolioumschichtungen finanziert werden.
- Nach wie vor höheres Hypothekarkreditwachstum in Deutschland als in der EWU (+1,3% im März).

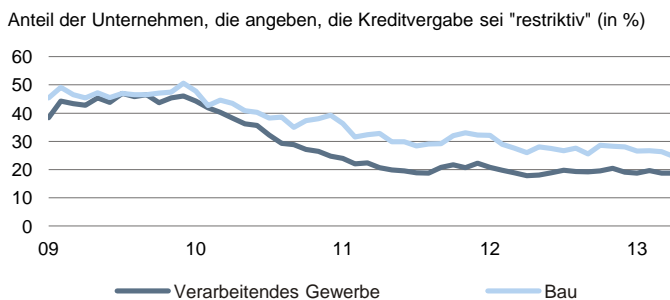
Zinsen für Kredite



Quellen: EZB, Bundesbank

- Absenkung des Leitzinses im Mai auf 0,5%.
- Zinssätze für Unternehmens- und Hypothekarkredite in Deutschland weiterhin auf historisch niedrigem Stand: März 2,9% für Hypothekar- und 3% für Unternehmenskredite.
- Das niedrige Zinsniveau senkt Refinanzierungskosten der Banken, was wiederum auch an Kunden weitergegeben wird.

Kredithürde



Quelle: ifo

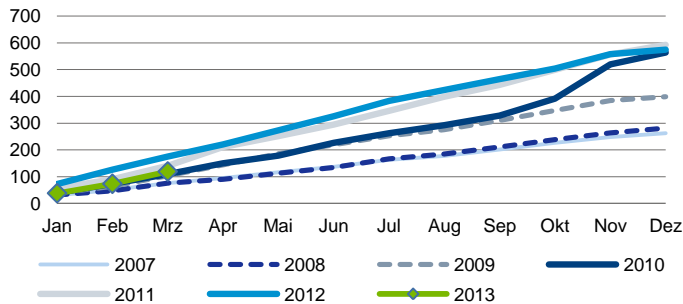
- Unternehmen schätzen Kreditvergabe weiter als unproblematisch ein.
- Im April Anteil der Industrieunternehmen, die Kreditvergabe als restriktiv einstufen, weitgehend unverändert (+0,1 Prozentpunkt gg. Vormonat). Bauunternehmen verzeichnen dagegen stärkeren Rückgang (-1,7 Prozentpunkte gg. Vormonat).



Chartbook: Finanzmärkte (5)

Bruttoemissionen von Staatsanleihen

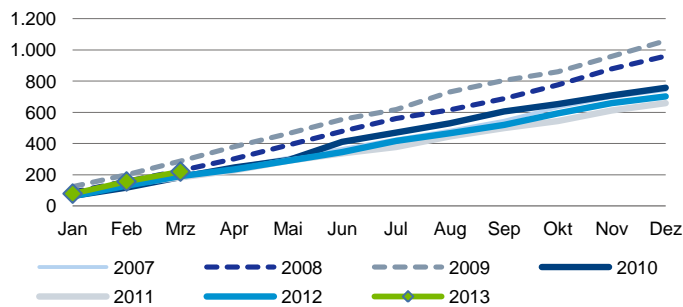
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Bankanleihen

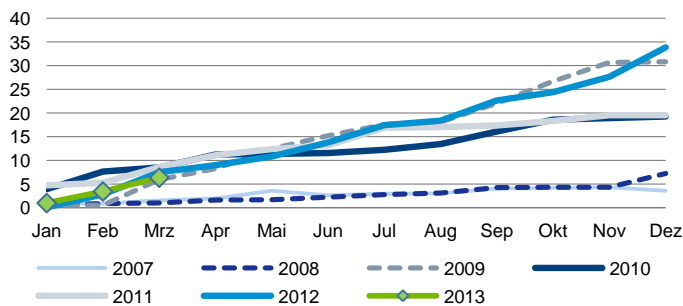
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Unternehmensanleihen

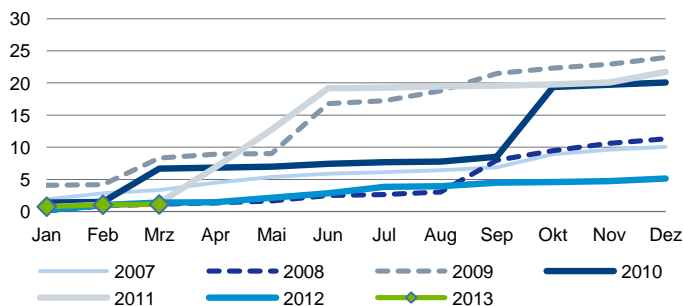
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Aktien

Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

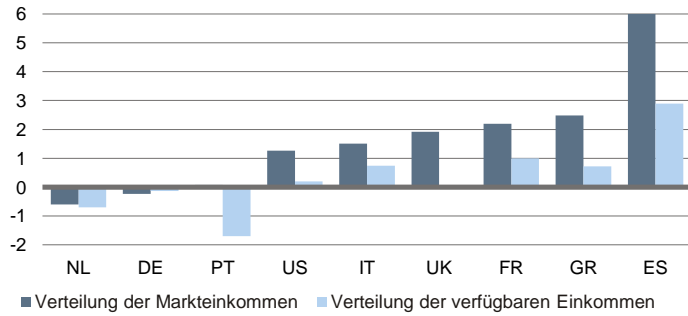
- Verglichen mit den beiden Vorjahren war Emissionstätigkeit des öffentlichen Sektors im laufenden Jahr eher gering. Im März emittierten Bund und Länder etwa EUR 46 Mrd.
- Die Zahlen für das erste Quartal zeugen von einer langsameren Entwicklung der kumulierten Emissionen gegenüber den Vergleichszeiträumen der beiden Vorjahre; für die ersten drei Monate des Jahres 2013 gingen sie auf einen Wert von EUR 119 Mrd. zurück.
- Die öffentliche Hand profitiert weiterhin vom „safe haven“ Effekt, wie die historisch niedrigen Zinsen für deutsche Staatsanleihen zeigen.
- Die Emissionen von Bankanleihen blieben weiterhin etwas über dem Durchschnitt der letzten beiden Jahre (EUR 63 Mrd. im März 2013).
- Dabei erreichte das Emissionsvolumen an Bankanleihen im ersten Quartal 2013 den höchsten Stand seit 2009.
- Teilweise durch die Nachfrage der Investoren befördert haben die Banken in Deutschland damit ihre Liquiditätssituation verbessert.
- Die Emission von Unternehmensanleihen war etwas stärker als im Vormonat mit einem Wert von EUR 2,9 Mrd. im März. Dennoch blieb die Nachfrage der Unternehmen für Fremdfinanzierung eher verhalten.
- Insgesamt erreichten die Unternehmensanleiheemissionen im ersten Quartal 2013 den niedrigsten Wert seit 2009 (EUR 6,3 Mrd.).
- Andererseits ist die geringe Emissionstätigkeit in Q1 nicht ganz überraschend, da sich darin auch die in Q4 2012 getätigten Vorfinanzierungen für das Jahr 2013 spiegeln könnten.
- Mit einem Wert von EUR 40 Mio. erzielten die Unternehmen im März den geringsten Eigenkapitalzufluss über die Aktienmärkte im gesamten Zeitraum der letzten 6 Jahre.
- Die Aktienemissionen des ersten Quartals (EUR 1,1 Mrd.) waren dabei insgesamt auf dem niedrigsten Stand der letzten 6 Jahre.



Chartbook: Wirtschaftspolitik

Auswirkungen der Krise auf die Einkommensverteilung

Veränderung der Gini-Koeffizienten* für die Verteilung der Markteinkommen u. der verfügbaren Einkommen privater Haushalte von 2007 bis 2010, %-Punkte



* Koeffizient 0 bei Gleichverteilung; 1, wenn ein Haushaltk gesamtes Einkommen hat.

Quelle: OECD

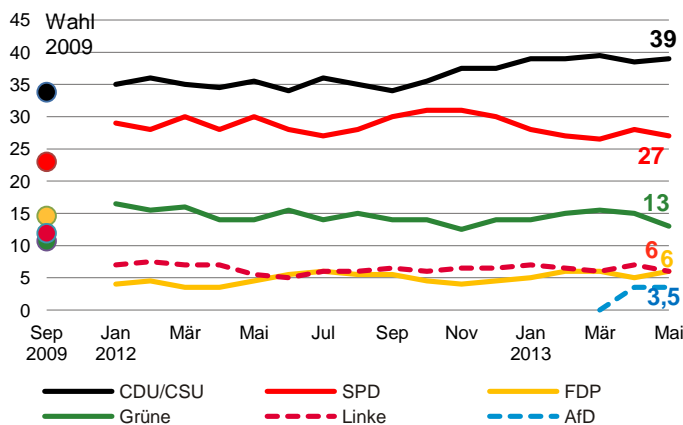
Belastung mit Steuern und Sozialabgaben in Deutschland

Durchschnittliches Haushalts-einkommen* in EUR	Einkommen-steuer in % des Haushaltseinkommens	Sozial-beiträge in % des Haushaltseinkommens	Mehrwert-steuer	Belastung insgesamt
10.024	4,8	8,3	9,2	22,3
13.780	4,7	12,4	8,5	25,5
16.649	6,7	15,3	8,4	30,4
19.257	8,3	16,3	8,3	32,8
21.772	10,1	16,8	8,0	34,8
24.501	11,5	16,5	7,8	35,9
27.629	13,1	16,3	7,6	37,0
31.851	15,1	15,0	7,3	37,4
38.625	18,0	13,2	6,8	38,1
59.133	21,3	8,4	5,8	35,6

* bedarfsgewichtetes Nettoeinkommen nach Zahlung von Est, MwSt und Sozialbeiträgen
Quelle: IW Köln

Deutscher Bundestag, wenn morgen gewählt würde

Wahl- bzw. Umfrageergebnisse, %



Quelle: IfD Allensbach

— In Deutschland hat die Finanzmarkt- und Wirtschaftskrise – zumindest in den ersten Jahren – die Einkommensverteilung kaum verändert. Von 2007 bis 2010 nahm der Gini-Koeffizient sowohl für die Verteilung der Markteinkommen der privaten Haushalte als auch für die der verfügbaren Einkommen sogar leicht um 0,2 bzw. 0,1%-Punkte ab – auf 49,2 bzw. 28,6. Die große Differenz zwischen den letzten beiden Daten zeigt auch, wie gut die staatliche Umverteilung mittels Steuern und Transfers wirkt. Daran hat die Krise nichts geändert.

— In vielen Industrieländern, vor allem in Spanien und Griechenland, hat die Ungleichheit der Verteilung der Markteinkommen hingegen stark zugenommen. Staatliche Umverteilung konnte dies zu einem beachtlichen Teil, aber nicht gänzlich kompensieren.

— Im internationalen Vergleich ist die Belastung mit Steuern in Deutschland nicht überdurchschnittlich hoch. Die substantielle hohe gesamte Abgabenlast resultiert aus den Sozialabgaben. Die Belastung hier ist in Relation zum Nettoeinkommen bei den mittleren Einkommen am höchsten. Teilt man die Haushalte in zehn gleich große Gruppen, wird deutlich, dass die höchste Gesamtbelastung (38,1%) bei einem durchschnittlichen Haushaltsnettoeinkommen von EUR 36.625 zu verzeichnen ist.

— Die Belastung mit Steuern (Einkommensteuer [ESt] plus Mehrwertsteuer [MwSt]) steigt mit steigendem Einkommen absolut und relativ. Das liegt am progressiven Tarif der ESt. Der zunehmend stärkere Zugriff hier überwiegt die leicht regressiven Effekte der MwSt. infolge der sinkenden Konsumquote. Die relative Belastung mit Sozialabgaben nimmt u.a. wegen der Beitragsbemessungsgrenzen ab.

— Nach der Bekanntgabe der Parteiprogramme von SPD und Grünen konnte die SPD ihre Umfragewerte behaupten. Diese schwanken in den verschiedenen Umfragen zwischen 24% und 29%. Die Grünen haben mit 13% bei einer Reihe von Umfragen zuletzt wieder schwächer abgeschlossen. Dies legt nahe, dass die angekündigten Steuererhöhungen für den Fall einer Regierungsübernahme nach den Wahlen nicht bei allen potentiellen Grünen-Wählern gut ankommen. Dazu passt, dass 53% der Befragten jüngst meinten, dass die Steuerpläne den Grünen eher schaden.

— Kanzlerin Angela Merkel liegt in den Umfragewerten nach wie vor weit vor ihrem Herausforderer. In jüngsten Umfragen ist der Wunsch nach einer CDU geführten Bundesregierung (47%) aber nur unwesentlich stärker ausgeprägt als der Wunsch nach einer SPD geführten Regierung (43%).



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
6. Juni	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
11./12. Juni	Bundesverfassungsgericht Karlsruhe: Mündliche Verhandlung im Hauptsacheverfahren ESM/EZB	Entscheidung wohl im Sommer. Sie dürfte in Einklang mit konstruktiven früheren Entscheidungen fallen, die erwarten lassen, dass 1. das Gericht die Geldpolitik der EZB nicht kommentieren wird, 2. alle wichtigen Beschlüsse intergouvernementaler Institutionen wie EFSF und ESM der Legitimierung durch den deutschen Gesetzgeber bedürfen.
17./18. Juni	G8-Gipfel in Großbritannien	Schwerpunkte der britischen Präsidentschaft: Stärkung des Wachstums der Weltwirtschaft, Liberalisierung des int. Handels, Maßnahmen gegen Steuer- vermeidung u.a.
20./21. Juni	ECOFIN und Eurogruppe in Luxemburg	U.a. Europäisches Semester - Debatte über Stabilitäts- und Konvergenz- programme und spezifische Empfehlungen für Eurogebiet einschließlich der Implikationen der Frühjahrsprognosen für die Defizitverfahren; Beratungen zu Fortschrittsberichten zu Griechenland, Portugal bzw. Irland; dritter Bericht zum Programm für spanischen Finanzsektor.
23. Juni	Gemeinsame Sitzung der Vorstände von CDU und CSU	Beschluss des Wahl- bzw. Regierungsprogramms von CDU/CSU. Öffentliche Vorstellung des Programms am 24. Juni.
27./28. Juni	Europäischer Rat in Brüssel	Länderspezifische wirtschaftspolitische Empfehlungen.
4. Juli	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
4./5. Juli	Tagung des Bundeswahlausschusses	Entscheidung über Zulassung bislang nicht etablierter Parteien zur Bundes- tagwahl. U.a. dürfte AfD zugelassen werden.
19./20. Juli	Treffen der G20-Finanzminister und -Notenbankgouverneure in Moskau	
1. August	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
6. Jun 2013	12:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	April	0,6	2,2
7. Jun 2013	12:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	April	0,3	1,2
7. Jun 2013	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	April	17,1	17,6
7. Jun 2013	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	April	-2,1 (-0,6)	0,5 (0,5)
7. Jun 2013	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	April	-2,0 (-2,2)	0,7 (-4,3)
20. Jun 2013	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juni	50,0	49,4
20. Jun 2013	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juni	50,5	49,8
24. Jun 2013	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juni	106,5	105,7
27. Jun 2013	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juni	7,0	6,9
28. Jun 2013	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juni	-0,2 (1,5)	0,4 (1,5)
28. Jun 2013	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Mai	-0,2 (-2,7)	-1,4 (-3,2)
28. Jun 2013	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Mai	0,8	-0,4
14. Aug 2013	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q2 2013	0,5	0,1

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

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	0,13	0,10	0,50	0,50	0,00	1,00	0,20	1,50	3,00	4,50	0,05
Jun 13	0,13	0,10	0,50	0,50	0,00	1,00	0,30	1,50	2,50	3,75	0,05
Sep 13	0,13	0,10	0,25	0,50	0,00	1,00	0,40	1,50	2,50	3,50	0,05
Mrz 14	0,13	0,10	0,25	0,50	0,00	1,25	0,50	1,75	2,50	3,50	0,05

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,28	0,23	0,20	0,51
Jun 13	0,35	0,30	0,25	0,51
Sep 13	0,35	0,30	0,25	0,52
Mrz 14	0,35	0,30	0,30	0,60

10J Staatsanleihen

	Renditen, %				Renditeabstände gg. EWU, %-Punkte			
Aktuell	2,19	0,88	1,47	1,96	-0,78	0,40	0,06	0,71
Jun 13	1,50	0,70	1,40	2,25	-0,70	0,25	0,25	0,65
Sep 13	2,00	0,80	1,55	2,45	-0,65	0,20	0,30	0,70
Mrz 14	3,00	0,90	1,85	2,90	-0,65	0,20	0,30	0,75

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,30	100,45	0,85	1,52	1,24	8,57	7,46	7,61	4,29	296,11	25,71
Jun 13	1,26	103,00	0,87	1,61	1,25	8,20	7,46	7,30	4,06	284,00	25,20
Sep 13	1,23	106,00	0,86	1,56	1,25	8,00	7,46	7,20	4,01	280,00	25,20
Mrz 14	1,20	110,00	0,85	1,49	1,25	7,80	7,46	7,10	4,00	280,00	25,03

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

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

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



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	Q1 2013	Q2 2013	Dez 2012	Jan 2013	Feb 2013	Mrz 2013	Apr 2013	Mai 2013
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	107,1	102,3	101,4	106,1		102,5	104,3	107,4	106,7	104,4	105,7
ifo Geschäftserwartungen	100,1	94,3	95,6	103,0		98,1	100,7	104,6	103,6	101,6	101,6
PMI Composite	49,3	47,9	49,1	52,8		50,3	54,4	53,3	50,6	49,2	49,9
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	102,5	96,4	95,1	101,1		96,3	99,1	102,4	101,9	99,3	100,7
PMI Verarbeitendes Gewerbe	45,5	45,0	46,3	49,7		46,0	49,8	50,3	49,0	48,1	49,4
Produktion (% gg. Vp.)	0,0	0,2	-2,6	0,2		0,2	-0,6	0,6	1,2		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-0,4	-1,7	1,0	0,4		1,1	-1,6	2,2	2,2		
Grad der Kapazitätsauslastung	84,9	83,7	82,1	83,2	82,7						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	2,6	0,5	-2,3	-6,2		-6,5	-0,5	-0,3	-4,5		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-5,2	-1,3	2,1	2,6		0,8	9,5	4,4	-5,5		
ifo Bauhauptgewerbe	120,0	118,0	117,6	125,6		118,8	122,7	127,0	127,2	124,5	123,6
Dienstleistungen											
PMI Dienstleistungen	51,3	49,4	50,0	53,8		52,0	55,7	54,7	50,9	49,6	49,8
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	-1,1	-7,9	-10,0	-6,5		-10,4	-7,6	-6,4	-5,4	-4,9	-4,5
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	1,1	-0,8	-0,7	1,5	-0,7	-2,1	3,1	-0,8	-0,1	-0,4	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	0,2	-7,0	-6,2	-10,5		-16,4	0,0	-10,5	-17,1	3,8	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	0,1	-1,0	2,2	-1,0		1,6	-2,7	2,1	2,7		
Exporte (% gg. Vp.)	1,2	1,2	-2,0	0,4		0,4	1,6	-1,2	0,5		
Importe (% gg. Vp.)	-0,2	0,2	-0,8	-1,4		-1,5	3,3	-3,9	0,7		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	47,8	50,6	46,9	51,2		16,9	15,9	17,7	17,6		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,8	6,8	6,9	6,9		6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	15,3	19,0	30,0	-5,0		2,0	-13,0	2,0	12,0	6,0	21,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,2	1,0	0,9	0,7		0,8	0,6	0,8	0,7	0,7	
ifo Beschäftigungsbarometer	107,4	105,9	106,3	106,2		107,6	105,8	106,5	106,4	104,7	105,6
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	2,1	2,1	2,0	1,8		2,0	1,9	1,8	1,8	1,1	1,7
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,4	1,2	1,3	1,4		1,5	1,1	1,3	1,8	0,6	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	2,0	1,4	1,5	1,1		1,5	1,7	1,2	0,4	0,1	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-7,8	-4,5	0,7	-3,5		1,1	-3,7	-3,2	-3,7	-6,2	
Ölpreis (USD)	108,2	109,7	110,1	112,6		109,4	113,1	116,3	108,4	102,0	
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	25,0	27,0	31,2	26,6		31,2	27,6	26,5	25,6	25,4	21,6
EC Unternehmensumfrage	6,4	0,8	2,9	3,7		4,6	5,4	3,2	2,5	-0,4	-1,8
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	2,8	3,3	3,2	4,1							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,4	2,5	2,8	2,4							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,2	3,5	3,8	4,3							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	7,0	6,8	6,0	5,3		6,0	6,1	5,8	5,3	5,6	
Trend von M3						6,8	6,0	5,7	5,6		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	0,7	0,6	-0,4	-0,2		-0,4	-0,3	-0,2	-0,2		
Kredite an öffentliche Haushalte	22,0	10,4	13,5	-18,7		13,5	-5,4	-13,0	-18,7		

% 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.

- ▶ **Tarifrunde 2013: Kräftiges reales Plus**
(Research Briefing – Konjunktur) 16. Mai 2013
- ▶ **BIP-Prognose: Leichter Anstieg in Q1,
Verlangsamung in Q2**
(Aktuelle Themen) 30. April 2013
- ▶ **Stillstand der Lohnkonvergenz zwischen
Ost- und Westdeutschland seit Anfang der
2000er Jahre**
(Research Briefing – Konjunktur) 15. April 2013
- ▶ **Stimmungsindikatoren – erneuter Dämpfer
im Frühjahr**
(Aktuelle Themen) 2. April 2013
- ▶ **Wieder die Insel der Glückseligen?**
(Research Briefing – Konjunktur) 12. März 2013
- ▶ **Tiefpunkt (wohl) durchschritten**
(Aktuelle Themen) 1. März 2013
- ▶ **„Währungskrieg“ und pazifistische Europäer**
(Research Briefing – Konjunktur) 18. Februar 2013
- ▶ **Langsam aufwärts in 2013**
(Aktuelle Themen) 28. Januar 2013

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

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

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

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

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

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