



Ausblick Deutschland

Weiter im Aufwind

27. Januar 2014

Autoren

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

Eric Heymann
+49 69 910-31730
eric.heyman@db.com

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

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

Editor

Stefan Schneider

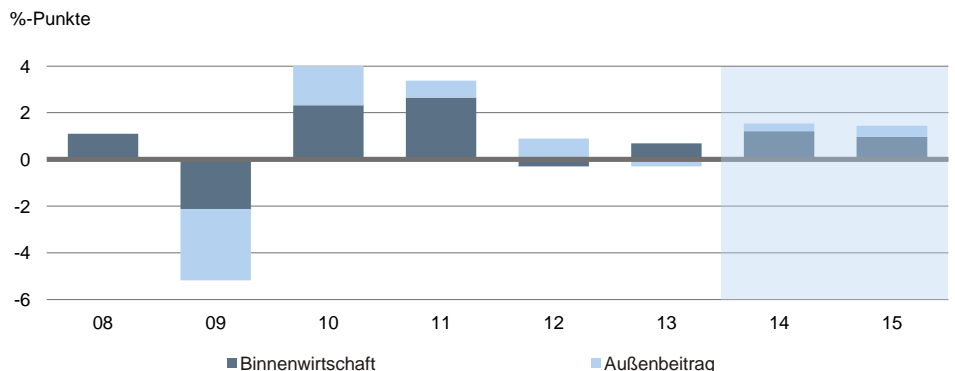
Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Ralf Hoffmann

Die deutsche Wirtschaft hat sich trotz des schwierigen internationalen Umfelds im Jahr 2013 gut entwickelt. Die wirtschaftliche Dynamik hat sich sogar beschleunigt, und die Wirtschaft hat im zweiten Halbjahr ihr Potenzialtempo erreicht. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist aber im Jahresdurchschnitt lediglich um 0,4% gestiegen, was der äußerst schwachen Ausgangsbasis geschuldet war. Erfreulich ist, dass die Binnenkonjunktur zum Wachstumspfeiler geworden ist, nachdem das Wirtschaftswachstum im Jahr 2012 ausschließlich vom Außenbeitrag getragen wurde. Wir erwarten, dass im laufenden Jahr der Schwung gehalten werden kann und die wirtschaftliche Aktivität um 1,5% zunimmt. Ein erneut kräftiger privater Konsum sowie erstmals seit zwei Jahren wieder steigende Ausrüstungsinvestitionen sollten dafür den Grundstein legen. Zudem rechnen wir angesichts einer weltwirtschaftlichen Erholung auch mit einem leicht positiven Außenbeitrag. Fundamentale Stütze der Binnenwirtschaft bleibt auch im laufenden Jahr der Arbeitsmarkt. So dürfte die Erwerbstätigkeit weiter zunehmen und die Zahl der Arbeitslosen im laufenden Jahr wieder unter die 2,9-Millionen-Marke sinken. Bei weiter relativ stabilen Ölpreisen sowie einem ruhigen binnenwirtschaftlichen Preisklima dürfte die Inflationsrate im Jahresdurchschnitt 2014 in etwa auf dem Niveau des Vorjahres (1,5%) verharren. Der öffentliche Haushalt wird nach einem nahezu ausgeglichenen Ergebnis im Vorjahr 2014 einen leichten Überschuss ausweisen und die öffentliche Verschuldung wird in Richtung 76% des BIP fallen, nach noch 81% Ende 2012. Dies ist im internationalen Vergleich eine herausragende Entwicklung.

Deutschland: Wachstumsbeiträge



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Weiter im Aufwind.....	1
Prognosetabellen.....	14
Chartbook.....	15
Eventkalender.....	22
Datenkalender.....	23
Finanzmarktprognosen.....	24
Datenmonitor.....	25



Rückblick 2013: Wechsel der Wachstumstreiber

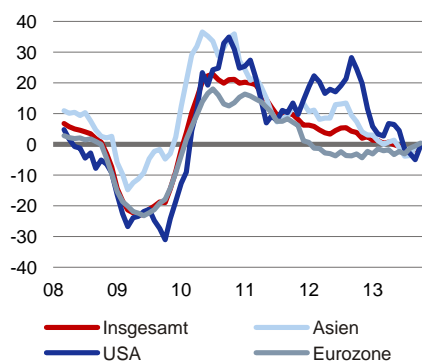
Die deutsche Wirtschaft hat die Schwächephase des Winterhalbjahrs 2012/13 gut gemeistert und ist seit dem Frühjahr 2013, trotz eines widrigen internationalen Umfelds, wieder auf einen Wachstumskurs eingeschwenkt. Dabei haben die Wachstumstreiber gewechselt. Die fehlenden Impulse aus dem Ausland wurden von der Binnennachfrage mehr als kompensiert, insbesondere vom privaten Konsum, der real um knapp 1% expandierte. Die Basis dafür bildete der stabile Arbeitsmarkt. So ist die Zahl der Erwerbstätigen im Jahr 2013 um gut 230.000 oder 0,6% gestiegen, und die Stundenlöhne haben sich um 2,3% erhöht. Auch die Ausrüstungsinvestitionen, die in sechs Quartalen hintereinander geschrumpft waren, haben ab dem zweiten Quartal 2013 wieder leicht zugelegt.

Enttäuschend verlief dagegen die Exportentwicklung. Im Zeichen der Rezession der südlichen Peripherieländer der Eurozone sowie des schwachen Wachstums in Frankreich sind die deutschen Exporte in die EWU auch im Jahr 2013 geschrumpft. Zudem hat sich auch die Nachfrage aus anderen wichtigen Abnehmerländern merklich abgeschwächt, so dass der deutsche Export zuletzt unter sein Vorjahresniveau gesunken war. Entsprechend war der Außenbeitrag zum Wirtschaftswachstum im vergangenen Jahr leicht negativ und hat damit Wachstum gekostet, im Gegensatz zum Jahr 2012, als der Außenbeitrag bei einer rückläufigen Binnennachfrage noch vollständig das Wachstum getragen hatte.

Deutsche Exporte nach Regionen

2

Gl. 3M Durchschnitt, % gg. Vj.



Quelle: Deutsche Bundesbank

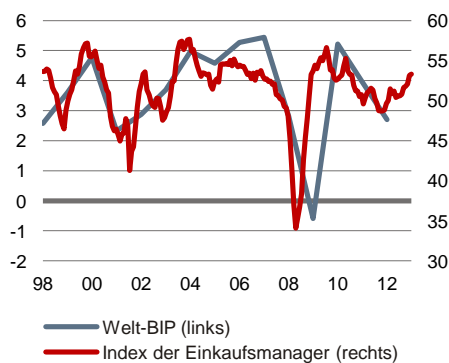
Globale Wirtschaft: Aufschwung setzt sich fort

Allerdings mehren sich die Anzeichen dafür, dass sich das internationale Umfeld aufhellt. So hat sich das Wachstum der Industrieproduktionen, insbesondere in den asiatischen Schwellenländern, in den letzten Monaten beschleunigt, und das Vertrauen hat sich, gemessen an den Einschätzungen der Einkaufsmanager, spürbar verbessert. Wir erwarten daher, dass sich der Aufschwung nahezu überall festigt und sich das Wachstum der Weltwirtschaft im laufenden Jahr um rund einen Prozentpunkt auf 3 ¾% beschleunigt. Damit würde es leicht über dem Mittel der letzten drei Dekaden liegen.

Globales Wachstum & Vertrauen

3

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



Quellen: IWF, Markit

USA: Besser als gedacht

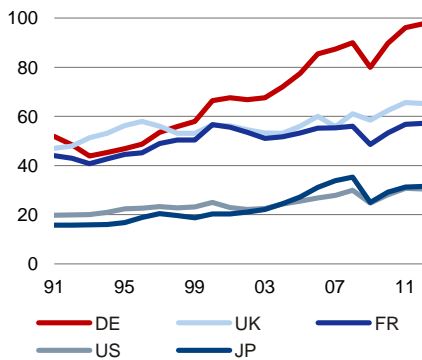
Die amerikanische Wirtschaft hat die automatischen staatlichen Ausgabenkürzungen (Sequestration) im letzten Jahr sowie die Auswirkungen der politischen Wirren um die Erhöhung der Schuldenobergrenze, die zu einer zweiwöchigen Schließung von öffentlichen Einrichtungen führten, besser überstanden als erwartet. Zudem verabschiedete der US-Kongress kürzlich ein Budget für das Haushaltsjahr 2014 und beseitigte damit die zuvor bestehende Unsicherheit aus dieser Richtung. Wir rechnen damit, dass die US-Wirtschaft bei einem sich weiter bessernden Arbeitsmarkt sowie den zuletzt kräftiger gestiegenen Realeinkommen im laufenden Jahr um etwa 3 ½% zulegt, nach etwa 2% im Jahr 2013. Dazu trägt auch die weiterhin äußerst expansive Geldpolitik der Fed bei, die die baldige Reduktion ihres Wertpapierankaufprogramms zwar anstrebt, die Leitzinsen aber noch auf längere Sicht unverändert belassen dürfte.



Konjunkturübertragung durch Globalisierung verstärkt

Offenheit 4

Exporte und Importe von Gütern & Diensten
in % des BIP



Quellen: Statistisches Bundesamt, OECD, BEA

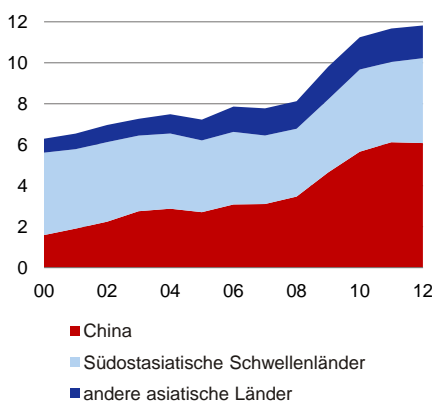
Ein kräftigeres Wachstum in den USA hat spürbare Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft. Durch die zunehmende Integration Deutschlands in die Weltwirtschaft hat sich die Abhängigkeit von ausländischen Konjunkturentwicklungen merklich erhöht. So hat sich die Offenheit der deutschen Wirtschaft, gemessen am Anteil der Ex- und Importe von Gütern und Dienstleistungen am BIP, seit 1991 auf nahezu 100% fast verdoppelt. Damit ist die deutsche Wirtschaft unter den G7-Ländern international die am stärksten integrierte Volkswirtschaft.

Untersuchungen zufolge übertragen sich Schwankungen der amerikanischen Konjunktur etwa zur Hälfte auf Deutschland. Dies geschieht über die direkten Handelsbeziehungen sowie Drittmarkteffekte, über Änderungen im Vertrauen von Unternehmen und Haushalten sowie über die Finanzmärkte, deren Vernetzung kräftig gestiegen ist. So werden die deutschen Finanzmärkte weitgehend von den amerikanischen dominiert. Die Entwicklung an den Finanzmärkten beeinflusst wiederum über Vermögenseffekte den privaten Konsum und über den Zinskanal die Investitionen. Den Studien zufolge entfaltet ein um einen Prozentpunkt höheres Wachstum in den USA nach etwa vier Quartalen seine volle Wirkung und würde das deutsche Wachstum um rund einen halben Prozentpunkt steigern.¹

Schwellenländer: Belebung unterschiedlich stark

Deutsche Exporte nach Asien 5

Anteil am Gesamtexport, %



Quelle: Deutsche Bundesbank

Auch für die Schwellenländer erwarten wir, gestützt auf ein kräftigeres Wachstum in China, im laufenden Jahr eine Belebung der Konjunktur. Die jüngsten Konjunkturindikatoren, insbesondere in den asiatischen Schwellenländern, stimmen optimistisch. Das Wachstum der Industrieproduktion hat dort wieder angezogen und lag im Herbst 2013 um 8% über dem Vorjahresniveau. Entsprechend erwarten wir, dass das gesamtwirtschaftliche Wachstum der asiatischen Länder (ohne Japan) im laufenden Jahr mit knapp 7% rund einen Prozentpunkt höher als im Jahr 2013 ausfällt. Chinas Wirtschaftswachstum veranschlagen wir auf 8,6%, nach 7,7% im Jahr 2013.

Für die deutsche Wirtschaft werden China und die anderen asiatischen Schwellenländer zunehmend wichtiger. So haben sich die deutschen Exporte nach China seit 1990 mehr als versiebenundzwanzigfach, und der Anteil an der Gesamtausfuhr ist von 0,7% Anfang der 90er Jahre auf jetzt gut 6% gestiegen. Damit steht China, nach Frankreich (Anteil: 9,5%), den USA (knapp 8%), Großbritannien und den Niederlanden (jeweils rund 6,5%), an fünfter Stelle der wichtigsten Abnehmerländer. In die asiatischen Schwellenländer gehen derzeit fast 12% der deutschen Ausfuhren. Der Anteil ist damit doppelt so hoch wie im Jahr 2000.

In Lateinamerika dürfte die Beschleunigung des Wirtschaftswachstums aufgrund der strukturellen Belastungen, wie beispielsweise bei Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit, deutlich schwächer ausfallen, während sie in Osteuropa, gestützt auf eine kräftigere Konjunktur in Russland sowie die engen Verflechtungen mit Deutschland, in etwa der in Asien entsprechen dürfte.

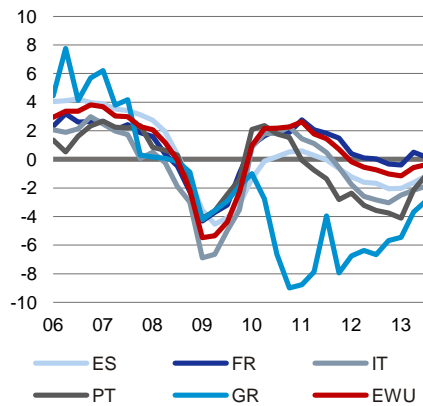
¹ Siehe hierzu auch: Gräf, B., Peters, H., Rakau, O. (2013). Deutschland, USA und China: Tango zu Dritt? Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 29. November 2013.



EWU: Wirtschaftswachstum

6

Reales BIP, % gg.Vj.

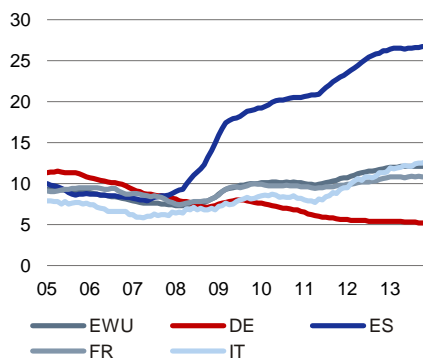


Quelle: Eurostat

EWU: Arbeitslosigkeit

7

Harmonisierte Arbeitslosenquoten, %

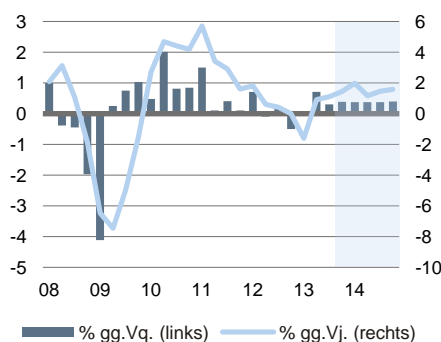


Quelle: Eurostat

Deutschland: Wirtschaftswachstum

8

Reales BIP, % gg.Vq. (links), % gg.Vj. (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Eurozone: Aus der Rezession

In der Eurozone haben Spanien und Portugal im zweiten Halbjahr 2013 die Rezession verlassen, und in Italien sowie in Griechenland hat sich die Schrumpfung der Wirtschaftsaktivität merklich verlangsamt. Wir erwarten, dass sich diese Besserung im laufenden Jahr fortsetzt und alle Euroländer wieder auf einen bescheidenen Wachstumspfad zurückkehren. Dafür sprechen neben zyklischen Argumenten vor allem geringere fiskalische Entzugseffekte. Für die Eurozone insgesamt erwartet die Europäische Kommission für das laufende Jahr nur noch eine Verringerung des strukturellen Budgetsaldos und damit eine Wachstumsdämpfung von 0,3% des BIP, nach noch 1% des BIP im Jahr 2013. Insgesamt dürfte die Wirtschaft der Eurozone im Jahr 2014 um rund 1% expandieren, nach -0,4% im Vorjahr. Für Frankreich rechnen wir mit einem Wachstum von knapp 1%, für Italien und Spanien lediglich mit 0,6%. Dabei werden die strukturellen Anpassungen in Spanien, insbesondere im Bausektor, sowie eine daraus resultierende anhaltend hohe Arbeitslosigkeit von über 25% das Wachstum wohl noch über mehrere Jahre dämpfen. Auch die griechische Wirtschaft könnte im laufenden Jahr wieder wachsen. Gestützt auf einen weiter dynamischen Tourismussektor sowie positive Impulse von den Exporten und Investitionen könnte das reale BIP leicht um 0,8% zunehmen, nach -4,3% im Jahr 2013. Eine Belastung für das griechische Wirtschaftswachstum bleibt der Konsum, der bei weiter sinkenden Einkommen auch im Jahr 2014 schrumpfen dürfte.

Deutschland: Erneut Wachstumsspitzenreiter in der Eurozone

Die deutsche Wirtschaft ist im zweiten Halbjahr 2013 in etwa mit ihrer Potenzialrate gewachsen (+0,3% gegenüber dem Vorquartal, was einer Jahresrate von 1 ¼% entspricht). Wir gehen davon aus, dass Deutschland diesen Schwung im laufenden Jahr zumindest hält bzw. sogar leicht steigern kann. Bei Quartalswachstumsraten von etwa 0,4% ergibt sich daraus ein jahresdurchschnittliches Plus von 1,5%. Deutschland würde damit erneut der Wachstumsspitzenreiter unter den größeren Euroländern sein. Zudem wird das Fundament für den Aufschwung breiter, da neben der Binnennachfrage auch die Auslandsnachfrage zum Wachstum beitragen dürfte.

Wirtschaftspolitische Annahmen: Fiskalpolitik neutral, Geldpolitik weiter expansiv

Unsere Wachstumsprognose basiert auf der Annahme, dass von der Fiskalpolitik im laufenden Jahr keine dämpfenden Effekte auf das Wirtschaftswachstum ausgehen. So dürfte der strukturelle Budgetüberschuss des gesamten öffentlichen Sektors, d.h. der Budgetsaldo unter Ausschluss der durch die Konjunktur verursachten Effekte, mit knapp ½% des BIP auf seinem Vorjahresniveau verharren. Im vergangenen Jahr wurden die fiskalpolitischen Zügel leicht angezogen, so dass sich der Überschuss des strukturellen Budgets um gut ¼ Prozentpunkte des BIP erhöhte, mit entsprechend wachstumsdämpfenden Wirkungen.



Ausblick Deutschland

Globale Wirtschaft

9

Reales BIP, % gg. Vj.	2012	2013P	2014P	2015P
USA	2,8	2,0	3,5	3,8
Japan	1,4	1,5	0,7	1,3
Eurozone	-0,6	-0,4	1,0	1,4
Deutschland	0,7	0,4	1,5	1,4
Frankreich	0,0	0,2	0,9	1,6
Italien	-2,6	-1,8	0,6	0,7
Spanien	-1,6	-1,3	0,6	1,2
Niederlande	-1,3	-1,1	0,7	1,3
Griechenland	-6,4	-4,3	0,8	2,0
Portugal	-3,2	-1,6	0,8	0,9
Irland	0,1	0,2	1,8	2,2
Großbritannien	0,3	1,5	2,7	2,0
Asien ex Japan	6,0	5,9	6,9	6,8
China	7,8	7,7	8,6	8,2
Indien	4,1	4,3	5,5	6,0
Osteuropa	2,7	2,3	2,8	3,4
Lateinamerika	2,8	2,3	2,7	3,1
Welt	3,0	2,8	3,8	4,0

Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

EZB legt sich erstmals fest ...

Die Konjunktur im Euroraum stabilisierte sich im Verlaufe des Jahres 2013 zwar, die Kreditvergabe der Banken blieb aber äußerst schwach und die Lage an den Finanzmärkten angespannt. Die Europäische Zentralbank (EZB) behielt daher ihre akkommodierende Geldpolitik bei. Am 7. November senkte sie sogar ihren Leitzinssatz auf das historische Tief von 0,25%. Schon im Juli 2013 hatte die Zentralbank Neuland betreten, indem sie ankündigte, den Leitzins für längere Zeit auf dem derzeitigen oder einem noch niedrigeren Niveau zu halten. Diese Festlegung, auch „Forward Guidance“ genannt, beendete das zuvor über 14 Jahre aufrechterhaltene Mantra, sich niemals festzulegen. Mit diesem Schritt wollte die EZB die Erwartungen festigen, dass die Zinsen trotz etwas besserer Konjunkturdaten und der Befürchtung einer weniger stimulierenden Geldpolitik in den USA noch über einen längeren Zeitraum sehr niedrig bleiben werden.

... und hält die Ruhe an den Märkten aufrecht

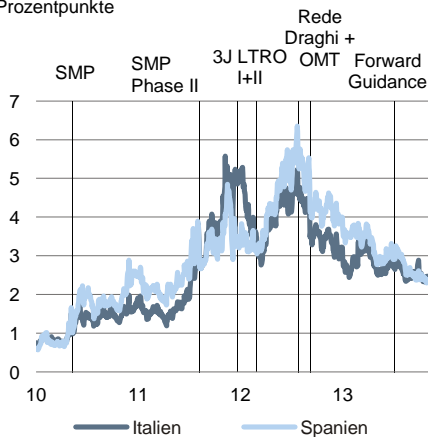
Über die letzten zwei Jahre hatte die EZB eine zunehmend wichtigere Rolle bei der Stabilisierung der Konjunktur und Finanzmärkte in Europa eingenommen. Dazu hat sie sich schrittweise einen immer umfangreicheren Instrumentenkasten zugelegt, zu dem auch unorthodoxe Maßnahmen gehören. Insbesondere das Versprechen des EZB-Präsidenten Mario Draghi, alles Notwendige zu tun, um den Euro zu sichern, und das daraufhin von der EZB angekündigte, aber bislang noch nicht angewandte Anleiheankaufprogramm (OMT – Outright Monetary Transactions) haben seit Mitte 2012 für einen spürbaren Rückgang der Risiken und eine Beruhigung der Finanzmärkte gesorgt. Die Risikoaufschläge für italienische und spanische Staatsanleihen gegenüber deutschen haben sich seitdem in etwa halbiert, nachdem für das Halten spanischer Staatsanleihen im Juli 2012 noch ein Risikoaufschlag von über 5% zu entrichten war. Die so gewonnene Ruhe soll den Krisenländern die Zeit geben, um strukturelle Anpassungsmaßnahmen durchzuführen, ihre Volkswirtschaften wieder wettbewerbsfähiger zu gestalten und die langfristige Schuldentragfähigkeit wieder herzustellen.

Die Schritte der EZB finden jedoch nicht uneingeschränkt Unterstützung. Vielfach, insbesondere in Deutschland, wird die Kritik geäußert, dass die relative Ruhe an den Finanzmärkten bei einer zugleich einsetzenden konjunkturellen Erholung den Reformdruck auf die Peripherieländer verringert. Zudem wurden Sorgen geäußert, dass die lange Niedrigzinsphase die deutschen Sparer unnötig belastet und das Bilden von Blasen am deutschen Immobilienmarkt begünstigt. Es spricht allerdings vieles dafür, dass die derzeitige konjunkturelle Lage in der EWU extrem niedrige Zinsen generell durchaus rechtfertigt. So war die Wirtschaft der EWU im Jahr 2012 um etwa 2% des BIP unterausgelastet. Aufgrund des erneuten BIP-Rückgangs im Jahr 2013 dürfte die Unterauslastung sogar auf etwa 3% gestiegen sein. Mit Werten zwischen 4 bis 5% übertrafen dabei Spanien und Italien den Durchschnitt deutlich. Frankreich lag etwa im Schnitt der Währungsunion, und selbst die deutsche Wirtschaft wies im vergangenen Jahr noch eine leichte Unterauslastung auf.

Renditeabstand zu Deutschland

10

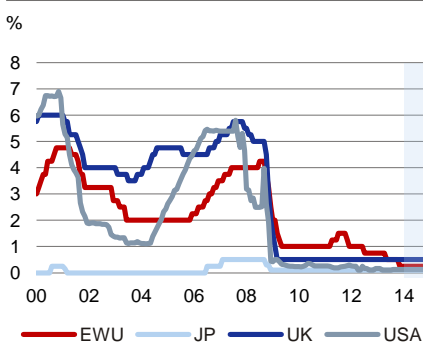
Staatsanleihen mit Restlaufzeit 10 Jahre,
Prozentpunkte



Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank Research

Leitzinssätze

11



Quellen: Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank Research

Deflation in der Eurozone? Eher nicht!

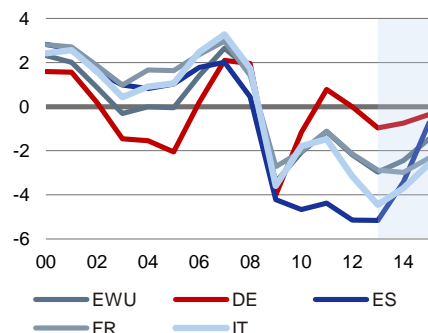
Die EZB begründete ihren Zinsschritt im November 2013 vor allem mit dem veränderten Ausblick für die Inflation. So war die Inflationsrate in der europäischen Währungsunion im Oktober 2013 deutlich auf 0,7% gefallen. Dies war die niedrigste Inflationsrate seit Ende 2009. In einigen Ländern, wie Griechen-



Ausblick Deutschland

EWU: Gesamtwirtschaftliche Auslastung 12

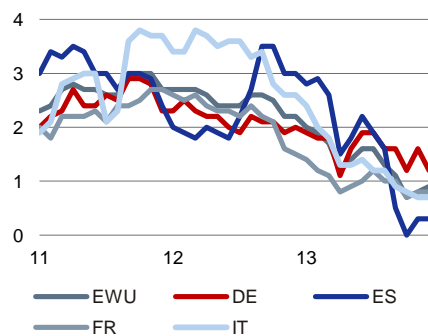
Gesamtwirtschaftliche Unter- (-) und Überauslastung (+), in % des potenziellen BIP



Quelle: EU Kommission

EWU: Inflation 13

Harmonisierter Verbraucherpreisindex, % gg. Vj.



Quelle: Eurostat

land, Irland und Zypern, lagen die Verbraucherpreise sogar unter ihrem Vorjahresniveau. Zwar markierte dies den Tiefpunkt, da die Inflation danach wieder leicht anzog. Mario Draghi erklärte allerdings, dass die Eurozone eine „anhaltende Periode mit niedrigen Inflationsraten“ vor sich habe, die eine noch stärker akkommodierende Politik erfordert, um mittelfristig eine Inflationsrate auf dem von der EZB angepeilten Niveau von knapp unter 2% zu erreichen.

Teilweise wurde die schwache Preisentwicklung schon als Deflation bezeichnet. Mario Draghi wies allerdings zu Recht darauf hin, dass die Preise weder in genügend Ländern, noch über viele Warengruppen hinweg rückläufig sind, um schon von einer Deflation zu sprechen. Vor allem in den Peripherieländern sind niedrigere Preissteigerungen sogar willkommen, da sie Zeichen der notwendigen und stattfindenden Rückgewinnung der Wettbewerbsfähigkeit sind. Auch die für die mittelfristige Preisentwicklung wichtigen Inflationserwartungen blieben fest bei 2% verankert. Außerdem spiegeln die derzeit niedrigen Inflationsraten die hohe Unterauslastung der Wirtschaft sowie stabile oder sogar fallende Rohstoffpreise wider. Die langsam voranschreitende konjunkturelle Erholung sollte mit Verzögerung auch wieder etwas stärker steigende Preise nach sich ziehen. Warnungen vor einer Deflation scheinen daher derzeit übertrieben.

Zinsen bleiben auf absehbare Zeit niedrig

Auch wenn Deflationssorgen nicht angebracht sind, dürfte die EZB ihren Leitzins bis weit in das Jahr 2015 auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau halten, um so die Kreditvergabe und Investitionstätigkeit zu stützen und die konjunkturelle Erholung voranzutreiben. Wir halten weitere Maßnahmen z.B. zur Erhöhung der Liquidität im Bankensektor, beispielsweise durch längerfristige Refinanzierungsgeschäfte, für möglich. Dennoch erwarten wir nicht zuletzt aufgrund des weiterhin notwendigen Schuldenabbaus im privaten und öffentlichen Sektor, dass das Wachstum der Eurozone schwach bleibt und dass die Wirtschaft der Eurozone auch im Jahr 2015 immer noch unterausgelastet ist. Demzufolge sollte auch die Inflation in der Eurozone im laufenden und kommenden Jahr zwischen 1 und 1,5% bleiben.

Dies sollte auch einen von steigenden US-Renditen ausgehenden Anstieg der Renditen langfristiger Staatsanleihen der Mitgliedsländer der Eurozone begrenzen, zumal die EZB mit ihren unorthodoxen Maßnahmen, beispielsweise Wertpapierkäufen, Gewähr bei Fuß steht, um einen in ihrer Sicht ungerechtfertigten Renditeanstieg insbesondere in den Peripherieländern zu begrenzen. Daher erwarten wir zwar eine gewisse Normalisierung bei den Anleiherenditen, rechnen aber nur mit einem Anstieg der Rendite deutscher Staatsanleihen auf Sicht von zwölf Monaten auf etwa 2 ¼%.

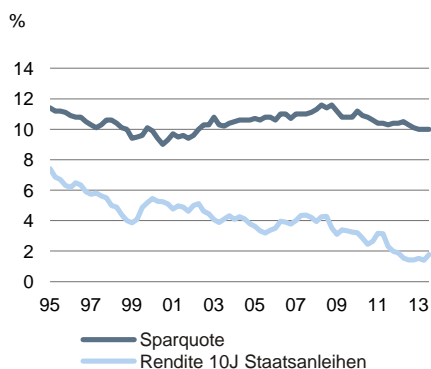


Unsere Erwartungen für Deutschland im Einzelnen

Privater Konsum: Weiter wichtigste Stütze des Wachstums

Deutschland: Sparquote & Rendite 10J Staatsanleihen

14



Quellen: Statistisches Bundesamt, Global Insight

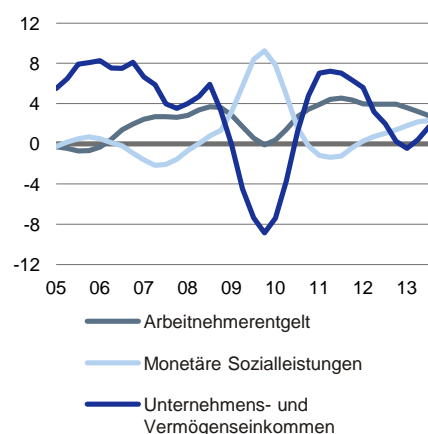
Der private Konsum setzt die robuste Entwicklung der letzten Jahre fort. Nach einem realen Anstieg um knapp 1% im Jahr 2013 könnte das Konsumwachstum im laufenden Jahr erneut diese Größenordnung erreichen. Die aktuelle Entwicklung steht dank der positiven Lohnentwicklung und des anhaltenden Beschäftigungsaufbaus auf einer breiten Basis und könnte im weiteren Jahresverlauf dank stärker steigender Unternehmens- und Vermögenseinkommen und der anstehenden Rentenerhöhungen sogar an Dynamik gewinnen. Die nominalen verfügbaren Einkommen sollten im Jahr 2014 um etwa 2 ¾% zunehmen, nach gut 2% im Vorjahr. Dabei besteht ein gewisser Spielraum für eine leicht höhere Sparquote, nachdem sie im Vorjahr, auch begünstigt durch das Niedrigzinsumfeld, mit 10% auf den tiefsten Stand seit dem Jahr 2002 gefallen war.² Zudem hat die Risikoaversion der Haushalte bei der Vermögensanlage im Zuge der Finanz- und Staatsschuldenkrise zugenommen, mit entsprechend niedriger Rendite der Finanzvermögen, was den zur Milderung der demografischen Auswirkungen notwendigen Aufbau privater Vorsorge konterkariert.³

Arbeitsmarkt: Weitere Verbesserung, aber mit Risiken

Deutschland: Einkommenswachstum

15

% gg. Vj., gl. 3Q Durchschnitt



Quelle: Statistisches Bundesamt

Die robuste Konsumententwicklung ist nicht zuletzt auf den äußerst stabilen Arbeitsmarkt zurückzuführen. Zwar stieg die Arbeitslosenquote im Jahr 2013 im Zuge der zu Jahresbeginn schwachen Wirtschaftsentwicklung leicht von 6,8% auf 6,9% an. Jedoch war dies immer noch der zweitniedrigste Wert seit der Wiedervereinigung. Zudem dürfte die Quote dank des kräftigeren Wachstums im Jahr 2014 auf 6,7% sinken. Diese Erwartung stützt sich auch auf die zuletzt wieder etwas verbesserten Unternehmenseinschätzungen.

Der Beschäftigungsaufbau dürfte anhalten. Wir erwarten, dass die Zahl der Beschäftigten im laufenden Jahr um mehr als 300.000 oder etwa 0,75% zunimmt, nachdem das Beschäftigungsplus im Jahr 2013 bei gut 230.000 gelegen hatte. Das Beschäftigungsniveau würde damit wieder einen neuen Höchststand erklimmen. Dies ist vor allem der hohen Nettozuwanderung zu verdanken. Nach 206.000 im ersten Halbjahr 2013 und wohl über 400.000 im Gesamtjahr 2013 sollte die Zuwanderung auch im laufenden Jahr nicht viel niedriger ausfallen. Vor allem aus den osteuropäischen EU-Ländern finden Zuwanderer ihren Weg nach Deutschland, was nicht zuletzt durch die ab 2014 geltende volle Arbeitnehmerfreizügigkeit begünstigt wird.

Die Situation am deutschen Arbeitsmarkt ist im europäischen Vergleich einmaling. Allerdings bestehen erhebliche Risiken. Im Gegensatz zu den letzten Jahren sind es weniger die konjunkturellen, sondern vielmehr politische Risiken, die sich

² Siehe hierzu auch: Gräf, B., Rakau, O. (2013). Niedrigzinsen dämpfen Spareignung der privaten Haushalte. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 1. Oktober 2013, sowie: Gräf, B., Schneider, S. (2012). Niedrigzinsperiode: Risiken und Nebenwirkungen für Deutschland. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 24. August 2012.

³ Siehe hierzu auch: Gräf, B., Rakau, O. (2013). Anlageverhalten deutscher Haushalte: Risikoaversion im Zuge der Finanzkrise merklich gestiegen. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 2. September 2013.

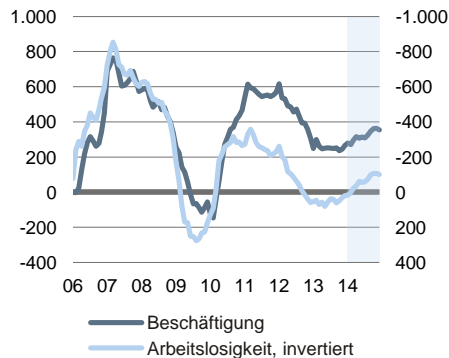


Ausblick Deutschland

Deutschland: Arbeitsmarkt

16

Veränderung gg. Vj., Tsd.



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

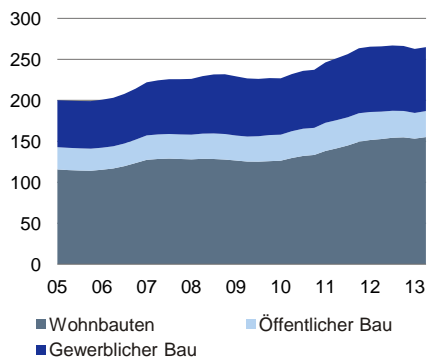
aus den anvisierten Veränderungen in der Arbeitsmarktregulierung ergeben. So will die Große Koalition einige erfolgreiche Arbeitsmarktinstrumente, die im Zuge der Agenda 2010 eingeführt wurden, wieder einschränken. Dazu gehören Zeit- und Leiharbeit sowie Werkverträge. Die Leiharbeit trug etwa ein Fünftel des Beschäftigungsaufbaus von 2005 bis 2011, war zuletzt aber schon rückläufig. Die durch diese Instrumente gewonnene Flexibilität, insbesondere in konjunkturellen Schwächephasen, dürfte so teilweise wieder verlorengehen, was die Beschäftigungsdynamik dämpfen würde. Schwerer wiegt allerdings der geplante einheitliche Mindestlohn von EUR 8,50 pro Stunde, der mittelfristig zwischen 450.000 und bis zu einer Million Arbeitsplätze kosten könnte.⁴ Erhoffte Kaufkraftgewinne könnten bei der von uns erwarteten Beschäftigungsreaktion gänzlich ausbleiben. Die Befürchtungen gründen sich vor allem auf die Höhe des Mindestlohns. Er liegt relativ zum Medianlohn in etwa gleichauf mit jenem in Frankreich, wo signifikante Beschäftigungsverluste nachgewiesen wurden. Besonders stark vom Mindestlohn betroffen wären vor allem Problemgruppen, die zu den größten Profiteuren der Agenda 2010 Reformen gehörten.⁵

Ähnlich skeptisch äußerte sich der Sachverständigenrat. Er warnte in seinem Jahresgutachten 2013/14 vor einer „rückwärtsgewandten Wirtschaftspolitik“ und insbesondere vor einer Verwässerung der Reformen der Agenda 2010. Dies ist vor allem mit Blick auf die demografische Entwicklung Deutschlands wichtig. So wird das Arbeitskräftepotenzial schon etwa ab 2020 spürbar schrumpfen, wenn die Baby-Boom-Generation in den Ruhestand wechselt und nur teilweise von den schwach besetzten nachfolgenden Generationen ersetzt wird.⁶ Ein Fachkräftemangel sowie Nachfolgeregelungen werden zunehmend ein Thema.⁷

Deutschland: Bauinvestitionen

17

EUR Mrd., gl. 4Q Summe



Quelle: Statistisches Bundesamt

Wohnungsbau expandiert kräftig

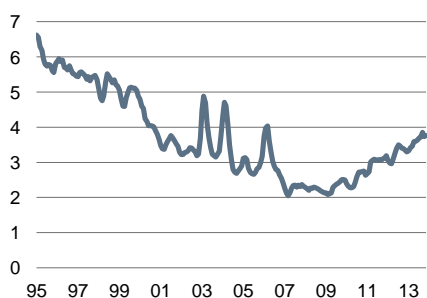
Die Bauinvestitionen haben sich in der zweiten Jahreshälfte 2013 zur Stütze der Binnenkonjunktur entwickelt. Nachdem der lange und kalte Winter den Jahresauftakt verhagelt und im ersten Quartal für einen kräftigen Rückgang gesorgt hatte, sind die Bauinvestitionen etwa ab der Jahresmitte wieder gewachsen. Positiv entwickelte sich dabei der Wohnungsbau, der für fast 60% der Bauinvestitionen steht, sowie der öffentliche Bau (Anteil gut 10%). In beiden Bereichen legten die Investitionen um etwa 1% zu. Dagegen bremsten die gewerblichen Bauinvestitionen (Anteil 30%) mit einem Rückgang von wohl über 2%, der unter anderem die geringe Kapazitätsauslastung der Industrie und die mit der Euro-Krise verbundene Investitionszurückhaltung widerspiegelt. Das Jahresergebnis im öffentlichen Bau war stark geprägt durch die massive wetterbedingte Schwäche im ersten Quartal, die von den Impulsen des Wiederaufbaus nach den Frühjahrsüberflutungen mehr als gutgemacht werden konnte.

Das Umfeld für Wohnungsbauinvestitionen bleibt weiter günstig. Neben niedrigen Finanzierungskosten sprechen auch die niedrigen Anlagezinsen, die die Portfolioumschichtungen in Sachwerte weiter antreiben dürften, der robuste Arbeitsmarkt, die günstigen Einkommensaussichten sowie eine hohe Nettozuwanderung für eine anhaltend kräftige Wohnungsnachfrage. Auch die weiter gestiegenen Wohnungsbaugenehmigungen deuten darauf hin, dass die Wohnungsbauinvestitionen 2014 mit etwa 4% kräftiger als im Jahr 2013 zunehmen.

Deutschland: Wohnungsbaugenehmigungen

18

EUR Mrd., sb., gl. 3M Durchschnitt



Quelle: Deutsche Bundesbank

⁴ Siehe hierzu auch: Schneider, S. (2013). Mindestlohn von EUR 8,50: Eine falsche Weichenstellung. Deutsche Bank Research. Standpunkt Deutschland.

⁵ Siehe hierzu auch: Gräf, B., Peters, H. (2013). Arbeitsmarkt: Weiter im Aufwind. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 15. Oktober 2013.

⁶ Siehe hierzu auch: Gräf, B. (2011). Arbeitsmarkt Deutschland: Tiefgreifende Herausforderungen durch demografischen Wandel. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen 523. 22. August 2011.

⁷ Siehe hierzu auch: Bräuninger, D. (2013). Demografie und Mittelstand: Der Handlungsdruck steigt. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. 25. März 2013.

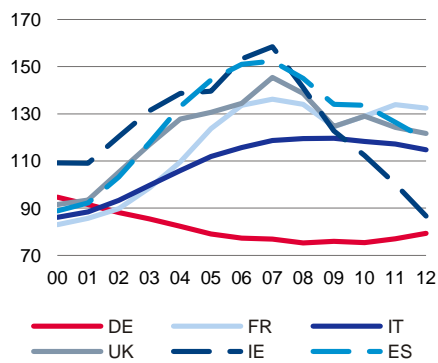


Im Zuge der sich beschleunigenden Konjunktur sollte der Gewerbebau Impulse erhalten und um etwa 2% zulegen. Im weiteren Jahresverlauf sollten auch die Investitionen des Staates dynamischer wachsen. Diese Entwicklung ist auch gestützt auf die bessere fiskalische Situation der Kommunen, die etwa die Hälfte der öffentlichen Bauinvestitionen tätigen. Insgesamt dürften die öffentlichen Bauinvestitionen im Jahresdurchschnitt 2014 um deutlich über 5% zunehmen.

Immobilienpreise

19

Hauspreise in Relation zum verfügbaren Einkommen, langfristiger Durchschnitt = 100



Quelle: OECD

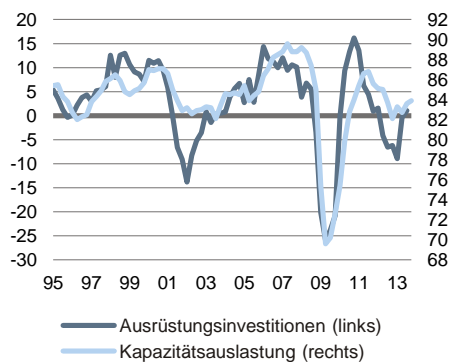
Immer noch keine Immobilienblase!

Mit etwa 5% stiegen die Wohnimmobilienpreise auch im Jahr 2013 weiter merklich an und setzten die 2010 begonnene Aufwärtsentwicklung mit leicht geringem Tempo fort. Gerade die Immobilien in den attraktiven Ballungszentren erfuhren weiter hohes Interesse. Dort stiegen die Preise 2013 mit etwas unter 10% deutlich überdurchschnittlich. In ihrem Monatsbericht Oktober 2013 warnte die Bundesbank sogar davor, dass Immobilien in attraktiven Großstadtlagen relativ zum fundamental gerechtfertigten Niveau um bis zu 20% überbewertet sein könnten und die Gefahr bestehe, dass sich die höhere Preisdynamik von den Städten ins Umland ausweitet. Diese Warnung halten wir für verfrüht und sehen angesichts des zuvor 15 Jahre andauernden Rückgangs der realen Hauspreise die jüngsten Preisanstiege eher als Normalisierung⁸. Zudem blieb die Entwicklung bislang deutlich hinter internationalen Preiszyklen⁸ zurück, und dank ordentlich zunehmender verfügbarer Einkommen blieben Immobilien im historischen und internationalen Vergleich sehr erschwinglich.

Deutschland: Investitionen & Kapazitätsauslastung

20

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



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo Institut

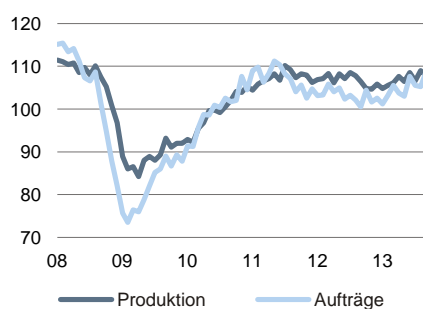
Weitere Erholung der Ausrüstungsinvestitionen

Nach sechs Quartalen in Folge mit einem Rückgang um insgesamt fast 8% sind die Ausrüstungsinvestitionen seit dem Frühjahr 2013 wieder leicht gestiegen. Dies konnte allerdings die schwache Ausgangsbasis nicht vollständig ausgleichen, so dass die Ausrüstungsinvestitionen im Jahresdurchschnitt 2013 um etwas über 2% gesunken sind. Angesichts der weiter niedrigen Finanzierungskosten, der Beruhigung der Eurokrise sowie der erwarteten weltwirtschaftlichen Erholung rechnen wir damit, dass die Erholung der Investitionskonjunktur im laufenden Jahr anhält und die Ausrüstungsinvestitionen um etwa 4 ¼% zulegen. Für eine stärkere Investitionsentwicklung spricht auch die zuletzt gestiegene Kapazitätsauslastung, die zum Jahresende 2013 ihr Durchschnittsniveau seit 1985 erreicht hat.

Aufwärtstrend

21

Produktion und Aufträge im Verarbeitenden Gewerbe, saisonbereinigt, DE, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsche Industrie nimmt 2014 deutlich an Fahrt auf

Die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe dürfte 2013 preisbereinigt in etwa stagniert haben (2012: -1%). Zwar tendierte sie im Verlauf des letzten Jahres nach oben. Aufgrund des relativ niedrigen Ausgangsniveaus Anfang 2013 reichte diese Aufwärtstendenz jedoch nicht aus, um im Jahresdurchschnitt ein Fertigungsplus zu erreichen. Die kräftigeren Impulse gingen im letzten Jahr von der Auslandsnachfrage aus. Die Auslandsaufträge dürften im ergangenen Jahr real um 2% gestiegen sein. Dabei fungierten vor allem die Länder außerhalb der Eurozone als Treiber, die ihre Nachfrage nach deutschen Industrieerzeugnissen um mehr als 4% erhöht haben. Dagegen entwickelte sich die Nachfrage aus der

⁸ Siehe hierzu auch: Möbert, J. und Peters, H. (2013). Deutsche Hauspreise in internationaler und historischer Perspektive. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 31. Oktober 2013.

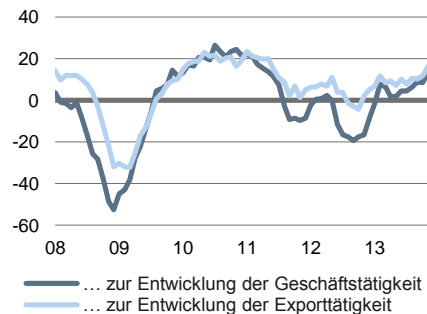


Ausblick Deutschland

Optimistische Erwartungen

22

Erwartungen der Industrieunternehmen, Saldo aus positiven und negativen Meldungen, DE

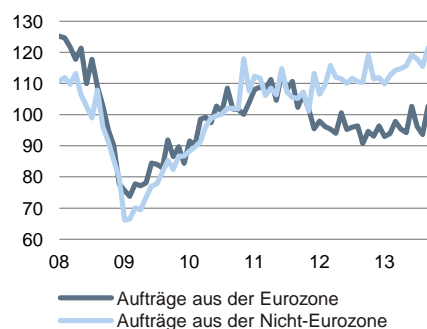


Quelle: ifo Institut

Divergierende Entwicklung

23

Auslandsaufträge im Verarbeitenden Gewerbe, DE, 2010=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

EWU auch 2013 relativ schwach. Die Inlandsbestellungen dürften im Jahr 2013 leicht gesunken sein.

Wir erwarten für das Jahr 2014 eine spürbar bessere Entwicklung des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland.⁹ So rechnen wir mit einem Anstieg der Produktion um preisbereinigt 4%. Unser Optimismus stützt sich auf mehrere Säulen. Zum einen deutet sich an, dass die EU nach Jahren der wirtschaftlichen Schwäche wieder auf Wachstumskurs zurückkehren wird. Da die deutsche Wirtschaft noch immer 57% ihrer Exporte in der EU absetzt und zudem international konkurrenzfähige Erzeugnisse herstellt, sollten hiesige Unternehmen von dieser Belebung profitieren. Zum anderen gewinnt auch die Konjunktur in den USA und China an Fahrt. Schließlich dürfte auch die deutsche Binnenkonjunktur anziehen, was sich u.a. in der wieder steigenden Investitionstätigkeit widerspiegelt. Unsere Erwartung wird durch die Entwicklung der Geschäftserwartungen in der Industrie bestätigt, die sich seit Februar 2013 im positiven Bereich befinden und gegen Jahresende zulegen.

Unter den großen Branchen könnte die Automobilindustrie im Jahr 2014 die höchste Wachstumsrate erzielen. Wir rechnen damit, dass diese Branche, die auch die Kfz-Zulieferer umfasst, ihre Produktion um 5 % ausweitet (2013: 1 %). Ein wesentlicher Treiber ist dabei die westeuropäische Autonachfrage, die 2014 erstmals seit 2009 wieder zulegen dürfte. Maßgeblich hierfür ist neben der allgemeinen konjunkturellen Belebung vor allem der aufgestaute Nachholbedarf. Denn 2013 lagen die Pkw-Neuzulassungen zum sechsten Mal in Folge unter dem durchschnittlichen Niveau der letzten 15 Jahre. Auch in vielen außereuropäischen Automärkten dürfte die Nachfrage 2014 weiter wachsen, wenngleich sich z.B. in den USA und China die Dynamik gegenüber 2013 verlangsamen wird. Unter dem Strich begünstigt 2014 die steigende Auslandsnachfrage die inländische Produktion der deutschen Automobilindustrie, die von ihrer hohen Exportquote (64%) und der internationalen Beliebtheit deutscher Automarken profitiert. Schließlich dürften auch die Pkw-Neuzulassungen in Deutschland 2014 anziehen; wir rechnen mit einem Plus von etwa 3%. Dabei erwarten wir, dass die Nachfrage von gewerblichen Kunden etwas stärker steigen dürfte als jene der Privatkunden.

Auch der Maschinenbau und die Elektrotechnik in Deutschland dürften 2014 wieder von der anziehenden Nachfrage aus dem Ausland stimuliert werden. Während die Länder außerhalb der EU in den letzten Jahren als Kunden an Bedeutung gewonnen haben, dürften die beiden Wirtschaftszweige 2014 wieder spürbar mehr Aufträge aus den EU-Staaten erhalten. Beide Branchen profitieren zudem von der besseren Investitionsneigung im Inland. Die Produktion im Maschinenbau und in der Elektrotechnik dürfte 2014 um real 4% bzw. um 3,5% zulegen, nachdem im Jahr 2013 jeweils noch Rückgänge zu verzeichnen waren. Mittel- bis langfristig profitieren die beiden Sektoren davon, dass ihre Produkte aufgrund von globalen Trends (z.B. Energie- und Ressourceneffizienz, Urbanisierung und Industrialisierung, Digitalisierung) vermehrt nachgefragt werden. Eine der wesentlichen Herausforderungen für die Unternehmen ist es, ausreichend viele Fachkräfte zu gewinnen.

Die Metallindustrie als wichtiger Lieferant der Automobilindustrie, des Maschinenbaus und der Elektrotechnik wird 2014 von der lebhaften Konjunktur dieser Kundengruppen begünstigt. Wir rechnen damit, dass die Metallindustrie ihre Produktion im laufenden Jahr um 4% ausweiten kann; auch dies wäre eine erhebliche Verbesserung gegenüber 2013, als die Metallindustrie kaum mehr als stagnierte. In der Chemieindustrie – üblicherweise ein frühzyklischer Wirtschaftszweig – setzte die Erholung 2013 erst spät ein. Für 2014 rechnen wir mit

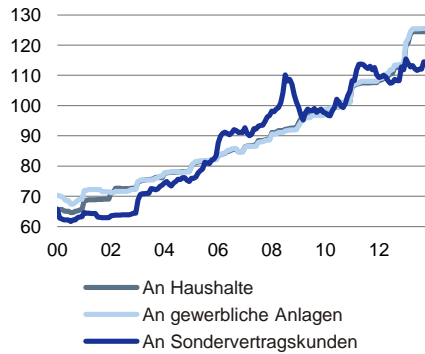
⁹ Siehe hierzu auch: Auer, J. et al (2013). Deutsche Industrie: Spürbares Produktionswachstum 2014. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. 2. Oktober 2013.



Starker Strompreisanstieg

24

Erzeugerpreisindex Strom bei Abgabe an verschiedene Kunden, 2010=100

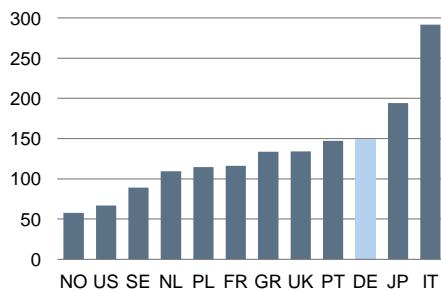


Quelle: Statistisches Bundesamt

Hohe Stromkosten in Deutschland

25

USD pro MWh, 2012

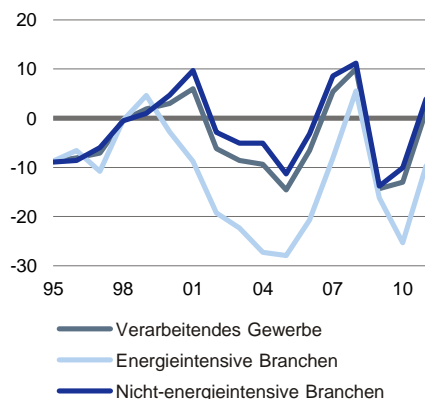


Quelle: IEA

Geringe Investitionen

26

Anteil der Nettoanlageinvestitionen an den Bruttoanlageinvestitionen, %



Quelle: Statistisches Bundesamt

einem moderaten Aufwärtstrend, wobei auch hier die Nachfrage aus Westeuropa anziehen dürfte. Insgesamt dürfte die Produktion um 3% zulegen.

Das Ernährungsgewerbe wird sich wohl auch 2014 im Vergleich zu anderen Wirtschaftszweigen stabil entwickeln. Wir erwarten einen Anstieg der Produktion um 1%. Die Branche zeichnet sich dadurch aus, dass sie nur unterproportional von einer gesamtwirtschaftlichen Belebung profitiert, dafür aber Rezessionsphasen relativ unbeschadet durchlebt. Problematisch bleibt für den mittelständisch geprägten Sektor die unbefriedigende Ertragslage. Der Spielraum für Preiserhöhungen ist hier angesichts des scharfen Wettbewerbs sowie der Marktmacht des Lebensmitteleinzelhandels begrenzt.

Energiewende: Wirtschaftliche Verträglichkeit muss mehr in den Fokus rücken

Die Energiewende in Deutschland geht – in erster Linie wegen des über die EEG-Umlage geförderten Ausbaus der erneuerbaren Energien – mit steigenden Strompreisen einher. Allein seit 2007 sind die Strompreise um 20 bis 40% gestiegen. Gerade für energieintensive Wirtschaftszweige wird dies zunehmend zu einem Problem, obwohl viele Unternehmen mit einem hohen Energieverbrauch bislang noch von Ausnahmeregelungen profitieren. Die industriellen Strompreise in Deutschland zählen zu den höchsten in Europa und liegen um 150% über dem Niveau in den USA. Dort sind aufgrund der unkonventionellen Gasvorkommen auch die Gaspreise deutlich niedriger als in Deutschland und Europa.¹⁰

Investitionsentscheidungen gerade von energieintensiven Unternehmen fallen zunehmend gegen Deutschland aus. Denn wenn (energieintensive) Unternehmen Investitionen tätigen, aus denen sie 20 oder 30 Jahre Nutzen ziehen möchten, sind erwartete Energiepreise sowie Einschätzungen zur Versorgungssicherheit und zur Verlässlichkeit der energiepolitischen Rahmenbedingungen ein entscheidender Faktor. Deutschland schneidet in dieser Hinsicht derzeit schlecht ab. Eine hohe Kostenbelastung energieintensiver Betriebe hat auch negative Auswirkungen auf nachgelagerte Branchen, die selbst nicht energieintensiv sind (z.B. Automobilindustrie, Maschinenbau, Elektrotechnik). Zwar schlummern in allen Branchen erhebliche Energieeinsparpotenziale, die zu wirtschaftlich vertretbaren Kosten gehoben werden können, was teilweise von der KfW gefördert wird. Ferner werden energieeffiziente Produktionsprozesse und Produkte zunehmend zu einem internationalen Wettbewerbsfaktor. Preissignale sind daher wichtig, aber ein weiterer einseitiger Anstieg der Energiekosten in Deutschland würde den Standort schwächen.

Die neue Bundesregierung hat die Problematik steigender Energiepreise erkannt und will künftig bei der Förderung von Erneuerbaren u.a. der wirtschaftlichen Effizienz einen höheren Stellenwert beimessen. Die Ausnahmeregelungen sollen überprüft werden, wobei energieintensive Unternehmen im internationalen Wettbewerb (richtigerweise) auch künftig von Ausnahmeregelungen profitieren dürften. Die erwarteten Maßnahmen der neuen Bundesregierung werden jedoch lediglich dazu beitragen, dass die Strompreise künftig weniger stark steigen. Die Kostendebatte rund um die Energiewende wird also weitergehen.

¹⁰ Vgl. Auer, J. et al. (2013). Energiewende 2.0 – Wettbewerbsfähigkeit nicht riskieren. Standpunkt Deutschland. Deutsche Bank Research.



Netto-Exporte tragen 2014 wieder zum Wachstum bei

Rohstoffpreisprognosen

27

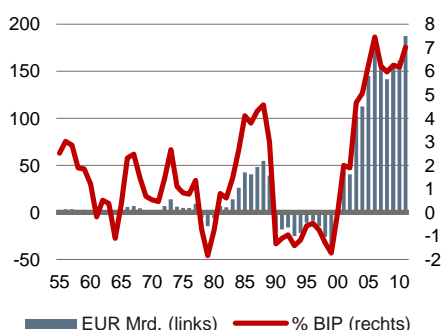
		2012	2013	2014P
Brent Blend	USD/b	112	109	98
Aluminium	USD/t	2.049	1.874	1.813
Kupfer	USD/t	7.958	7.331	7.075
Nickel	USD/t	17.519	15.362	15.000
Zink	USD/t	1.948	1.957	2.050

Quellen: IWF, Deutsche Bank

Im Zuge der weltwirtschaftlichen Erholung dürften auch die deutschen Exporte wieder kräftiger zunehmen. Der IWF schätzt, dass der Welthandel im laufenden Jahr um rund 5% zunimmt, nach knapp 3% im Jahr 2013. Die deutsche Ausfuhr von Waren und Dienstleistungen dürfte mit rund 5 ¼% etwas stärker als der Welthandel expandieren, was allerdings auf die schwache Entwicklung im Vorjahr zurückzuführen ist, als der preisbereinigte Export lediglich um gut ½% zugenommen hatte. Die realen Einfuhren dürften im laufenden Jahr sogar um 6% steigen. Zum einen entwickelt sich die inländische Nachfrage weiter dynamisch, zum anderen liefert auch der Export angesichts des auf rund 30% gestiegenen ausländischen Wertschöpfungsanteils kräftigere Impulse für die deutsche Importnachfrage, die im Jahr 2013 mit knapp 1,5% stärker als die Exporte zugenommen hatte. Entsprechend trägt der Außenbeitrag, also die Differenz von Ex- und Importen, im laufenden Jahr wieder mit 0,25 Prozentpunkten zum Wirtschaftswachstum bei, nachdem er im Jahr 2013 0,3 Prozentpunkte an Wachstum gekostet hatte.

Deutschland: Leistungsbilanzsaldo

28

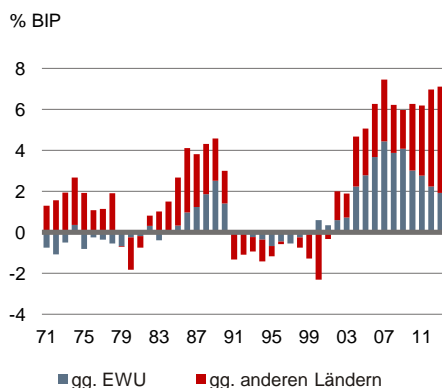


Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt

Die Leistungsbilanz, d.h. die Differenz zwischen den Ex- und Importen von Gütern und Diensten, dürfte im laufenden Jahr erneut mit einem Überschuss in der Größenordnung des Vorjahres (EUR 185 Mrd. oder 7% des BIP) schließen. Zuletzt war der hohe deutsche Leistungsbilanzüberschuss vom IWF, dem amerikanischen Finanzministerium und der Europäischen Kommission als Gefahr für die Weltwirtschaft und als Hemmnis für einen Abbau der Leistungsbilanzdefizite in der Eurozone kritisiert worden. Wir halten diese Kritik aber für wenig zutreffend, da sich der deutsche Überschuss vor allem mit den Ländern außerhalb der EWU aufgebaut und sich der bilaterale Leistungsbilanzüberschuss mit der EWU in den vergangenen Jahren auf 2% des BIP halbiert hat.¹¹ Zudem ist der deutsche Exporterfolg nicht das Ergebnis einer fehlgeleiteten Politik, sondern von Millionen von Einzelentscheidungen ausländischer Konsumenten und Firmen, die deutsche Produkte den eigenen und jenen der Konkurrenz vorziehen. „Lohndumping“ wettern die Kritiker. Allerdings sind die deutschen Löhne, die bis dato zum überwiegenden Teil privat bestimmt werden, in den letzten beiden Dekaden in etwa innerhalb des durch Produktivitäts- und Preisanstieg gegebenen Rahmens gestiegen und liegen nach wie vor im internationalen Vergleich am oberen Ende. Dass Arbeitnehmer und Arbeitgeber anderer Länder glaubten, die Regel der produktivitätsorientierten Lohnpolitik über Jahre ignorieren zu können und in der Hoffnung auf immerwährende Wertsteigerungen ihrer Immobilien eine untragbare Verschuldung eingingen, ist wohl kaum Deutschland vorzuwerfen. Der hohe Leistungsbilanzüberschuss geht auch nicht auf eine zu geringe deutsche Nachfrage nach ausländischen Gütern zurück. So entwickelten sich die realen deutschen Importe und die Weltexporte in den vergangenen Dekaden mehr oder weniger synchron.

Deutschland: Leistungsbilanzsaldo

29



Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Inflation: Weiter niedrig

Gegen Jahresende 2013 hat sich die Inflation, vor allem getrieben durch im Vorjahresvergleich niedrigeren Ölpreise sowie einen leicht nachlassenden Preisdruck bei Nahrungsmitteln, merklich abgeschwächt und im Jahresdurchschnitt auf 1,5% verringert, nach 2,0% im Jahr 2012. Für das laufende Jahr erwarten wir einen Preisanstieg in ähnlicher Größenordnung mit Risiken eher nach unten. Ein nachhaltiger Lohndruck existiert nicht, die Wirtschaft wird im laufenden Jahr bestenfalls ihre Output-Lücke schließen, und die preistreibenden

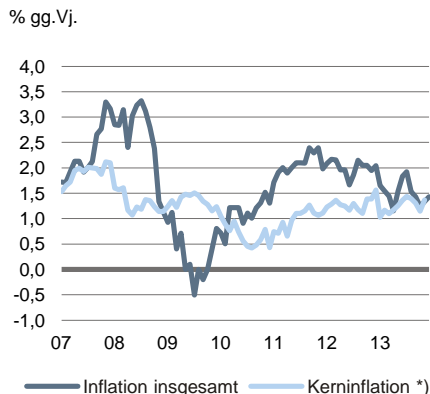
¹¹ Siehe hierzu auch: Schneider, S., Peters, H. (2013). Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig. Deutsche Bank Research. Standpunkt Deutschland.



Ausblick Deutschland

Deutschland: Inflation

30



*) Ohne Nahrungsmittel- und Energiepreise

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Effekte des von uns erwarteten schwächeren Euros werden durch wohl niedrigere Ölpreise und auf breiter Front nachgebende Agrarrohstoffpreise kompensiert. Mit Blick auf die kräftigere US-Konjunktur sowie früher und stärker steigenden Zinsen in Amerika rechnen wir damit, dass sich der Euro gegenüber dem US-Dollar im Jahresdurchschnitt 2014 etwas abwertet. Zum Jahresende 2014 erwarten wir einen USD/EUR-Wechselkurs von 1,25. Inflationsgefahren gehen auf längere Sicht von der Geldpolitik aus, die zwar für die Eurozone insgesamt angemessen, aber für Deutschland zu expansiv ist.

Budget mit leichtem Überschuss

Die Entwicklung der öffentlichen Finanzen verlief in den letzten Jahren erfreulich. Der öffentliche Haushalt war im vergangenen Jahr nahezu ausgeglichen, nachdem im Jahr 2012 noch ein leichter Überschuss verzeichnet wurde. Die öffentliche Verschuldung war etwa zur Jahresmitte 2013 unter die 80%-Marke des BIP gefallen, während die meisten Euroländer mit steigenden Schuldenquoten zu kämpfen haben. Im laufenden Jahr sind die Aussichten auf einen weiteren Haushaltsüberschuss günstig. Die Steuereinnahmen sprudeln nach der jüngsten Steuerschätzung weiter, und die im Koalitionsvertrag beschlossenen Renten- und Ausgabensteigerungen schlagen sich zumindest im Haushalt 2014 nur begrenzt nieder. Da die große Koalition die verfassungsrechtlich verankerte Schuldenbremse respektiert, sind auch über 2014 hinaus Überschüsse zu erwarten, auch wenn diese wohl niedriger als bislang veranschlagt ausfallen dürften. Auch der fortschreitende Portfolioabbau bei den Bad Banks sorgt für einen stetig sinkenden Schuldenstand. Im laufenden Jahr könnte die Schuldenquote auf 76 % des BIP sinken. Allerdings sind angesichts des Koalitionsvertrags Zweifel an der von der Koalition angestrebten Rückführung der Verschuldung auf unter 70% des BIP bis zum Jahresende 2017 angebracht. So will die Koalition die Rentenleistungen massiv ausweiten und die Staatsausgaben leicht erhöhen. Darüber hinaus will sie einige erfolgreiche Arbeitsmarktinstrumente, beispielsweise Zeit- und Leiharbeit sowie Werkverträge, stärker regulieren, was die Flexibilität des Arbeitsmarktes einschränken und einem Aufbruch in die Vergangenheit gleichkommen würde.

Deutschland: Prognosen auf einen Blick

31

	2012	2013P	2014P	2015P
Reales BIP	0,7	0,4	1,5	1,4
Privater Konsum	0,8	0,9	0,9	0,8
Staatsausgaben	1,0	1,1	0,7	0,1
Anlageinvestitionen	-2,1	-0,8	4,0	2,9
Ausrüstungen	-4,0	-2,2	4,2	3,6
Bau	-1,4	-0,3	3,0	2,8
Lager, %-Punkte	-0,5	0,0	0,0	0,0
Exporte	3,2	0,6	5,6	5,9
Importe	1,4	1,3	6,1	6,0
Nettoexport, %-Punkte	0,9	-0,3	0,2	0,4
Konsumentenpreise	2,0	1,5	1,5	1,8
Öffentl. Verschuldung, % BIP	81,0	79,6	77,2	74,7
Arbeitslosenquote, %	6,8	6,9	6,7	6,6
Budgetsaldo, % BIP	0,1	-0,1	0,1	0,2
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	187	193	193	200
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,0	7,1	6,9	6,9

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Arbeitsagentur, Deutsche Bank Research

Bernhard Gräf (+49 69 910-31738, bernhard.graef@db.com)
Eric Heymann (+49 69 910-31730, eric.heyman@db.com)
Oliver Rakau (+49 69 910-31875, oliver.rakau@db.com)
Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)



Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P
Euroland	-0,4	1,0	1,4	1,3	1,0	1,4	1,9	1,7	1,7	-3,1	-2,4	-2,0
Deutschland	0,4	1,5	1,4	1,5	1,5	1,8	7,1	6,9	6,9	-0,1	0,1	0,2
Frankreich	0,2	0,9	1,6	1,0	1,3	1,2	-1,7	-1,5	-1,3	-4,1	-3,6	-3,1
Italien	-1,8	0,6	0,7	1,3	1,0	1,4	0,6	1,4	1,9	-3,0	-2,9	-2,9
Spanien	-1,3	0,6	1,2	1,5	0,8	1,1	1,4	2,1	2,5	-6,6	-5,8	-4,5
Niederlande	-1,1	0,7	1,3	2,6	1,0	1,5	10,3	10,5	11,0	-3,9	-3,3	-3,0
Belgien	0,2	1,2	1,6	1,2	1,3	1,5	-2,5	-2,0	-1,0	-2,8	-2,7	-2,6
Österreich	0,4	1,4	1,8	2,1	1,5	1,7	2,7	3,0	3,0	-2,1	-1,8	-1,6
Finnland	-1,3	0,8	1,4	2,2	1,7	1,8	-1,3	-1,1	-0,8	-2,3	-2,1	-1,9
Griechenland	-4,3	0,8	2,0	-0,8	-0,6	0,2	-0,5	0,5	1,0	-13,5	-2,0	-1,0
Portugal	-1,6	0,8	0,9	0,4	0,6	1,0	0,0	1,0	1,5	-5,7	-4,5	-3,5
Irland	0,2	1,8	2,2	0,5	0,8	1,1	5,0	4,5	4,0	-7,4	-4,9	-2,8
Großbritannien	1,5	2,7	2,0	2,6	2,1	1,9	-4,1	-3,5	-3,1	-6,1	-4,7	-4,1
Dänemark	0,4	1,8	1,5	0,8	1,5	1,9	6,5	6,0	5,5	-1,5	-2,0	-2,5
Norwegen	1,9	2,5	2,7	2,1	2,0	2,1	12,0	11,5	11,2	11,0	10,5	10,0
Schweden	0,9	2,4	2,8	0,0	1,0	2,1	6,2	5,6	5,2	-1,5	-1,0	-0,5
Schweiz	2,0	2,1	2,0	-0,2	0,4	0,8	11,9	11,5	11,5	0,7	0,8	0,9
Tschech. Rep.	-1,2	1,7	2,2	1,4	1,1	2,0	-0,6	-1,1	-2,5	-3,1	-2,7	-2,6
Ungarn	0,7	1,8	2,0	1,7	1,5	2,7	2,2	2,0	1,5	-2,5	-2,9	-2,7
Polen	1,4	3,0	3,9	0,9	2,0	2,7	-2,2	-2,6	-2,3	-4,8	4,0	-3,1
USA	2,0	3,5	3,8	1,5	2,5	2,3	-3,0	-2,7	-2,8	-3,8	-3,1	-2,0
Japan	1,5	0,7	1,3	0,3	2,8	1,6	0,8	1,2	2,2	-9,1	-7,5	-6,1
Welt	2,8	3,8	4,0	3,0	3,4	3,4						

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

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

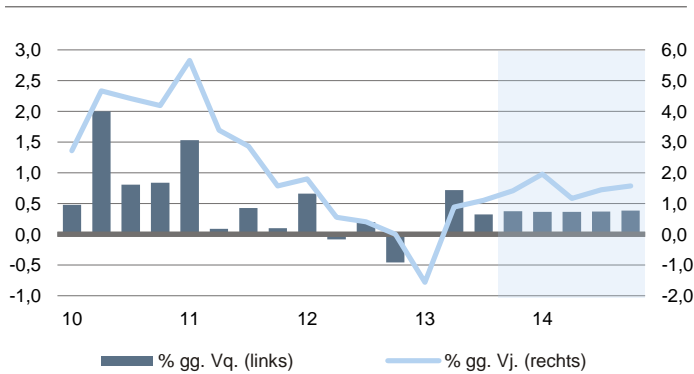
	2011	2012	2013	2014P	2015P	2013			
						Q1	Q2	Q3	Q4P
BIP	3,3	0,7	0,4	1,5	1,4	0,0	0,7	0,3	0,3
Privater Konsum	2,3	0,8	0,9	0,9	0,8	0,3	0,6	0,1	
Staatsausgaben	1,0	1,0	1,1	0,7	0,1	0,1	-0,2	0,5	
Anlageinvestitionen	6,9	-2,1	-0,8	4,0	2,9	-1,9	1,6	1,6	
Ausrüstungen	5,8	-4,0	-2,2	4,2	3,6	-1,6	1,2	0,5	
Bau	7,8	-1,4	-0,3	3,0	2,8	-2,3	1,9	2,4	
Lager, %-Punkte	-0,1	-0,5	0,0	0,0	0,0	0,4	-0,3	0,2	
Exporte	8,0	3,2	0,6	5,6	5,9	-1,0	2,4	0,1	
Importe	7,4	1,4	1,3	6,1	6,0	-0,6	1,9	0,8	
Nettoexport, %-Punkte	0,7	0,9	-0,3	0,2	0,4	-0,2	0,3	-0,4	
Konsumentenpreise*	2,1	2,0	1,5	1,5	1,8	1,5	1,5	1,6	1,3
Arbeitslosenquote, %	7,1	6,8	6,9	6,7	6,6	6,9	6,9	6,8	6,9
Industrieproduktion	7,4	-0,4	-0,2	3,8	3,0				
Budgetsaldo, % BIP	-0,8	0,1	-0,1	0,1	0,2				
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	80,0	81,0	79,6	77,2	74,7				
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,2	7,0	7,1	6,9	6,9				
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	161	187	193	193	200				

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



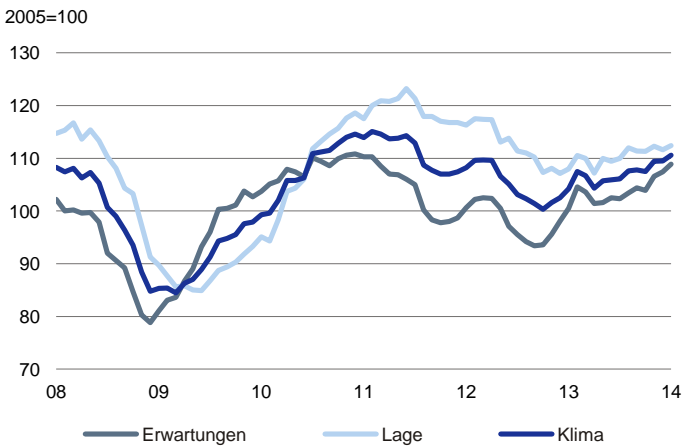
Chartbook

Entwicklung des realen BIP



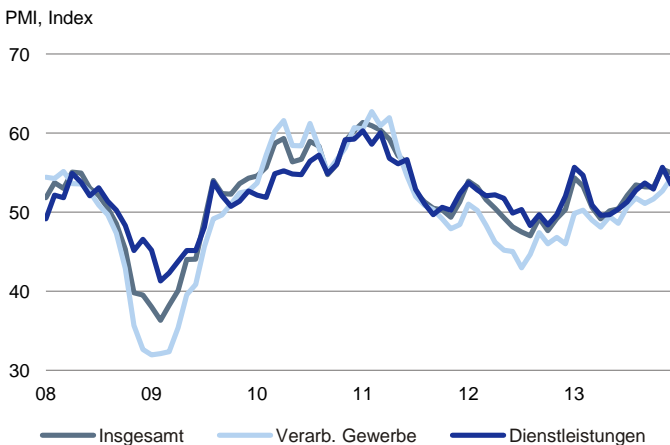
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt



Quelle: ifo

Einschätzung der Einkaufsmanager



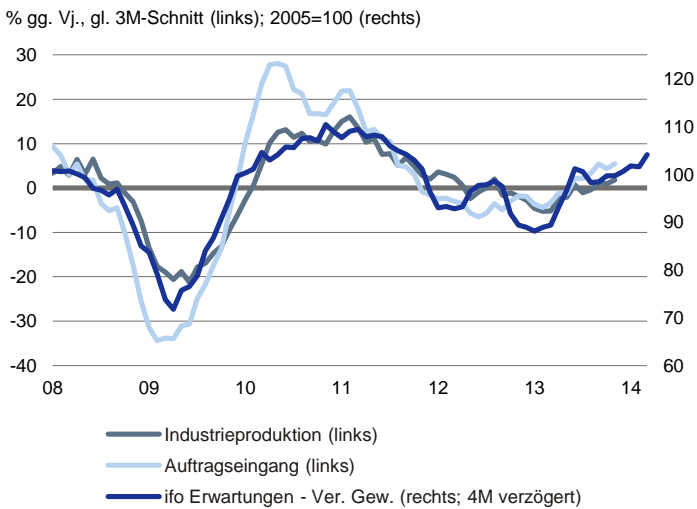
Quelle: Markit

- Nach vorläufigen Angaben wuchs das deutsche BIP 2013 um real 0,4%. Die Verlangsamung gegenüber dem Vorjahr (0,7%) ist vor allem dem schwachen Winterhalbjahr 2012/2013 geschuldet. In H2 2013 stabilisierte sich das Wachstum jedoch nahe bei der Potenzialrate.
- Das Wachstum war ausschließlich von inländischen Faktoren – maßgeblich dem privaten Konsum – getragen, die 0,7%-Punkte zum Wachstum beitrugen. Dagegen bremste der schwache Außenhandel (-0,4 %-Punkte). Investitionen fielen erneut leicht. 2012 war der Außenhandel noch der wichtigste Wachstumstreiber.
- Dank stabiler Quartalswachstumsraten von rd. 0,4% gg. Vq. sollte das BIP 2014 um 1,5% zulegen.
- Der ifo-Index stieg im Januar auf den höchsten Wert seit Mitte 2011 und setzte damit den Aufwärtstrend, der im April 2013 einsetzte, fort. Zuletzt war die Stimmungsaufhellung steigenden Erwartungen geschuldet (höchster Wert seit Anfang 2011), während die Einschätzung der Geschäftslage auf hohem Niveau etwa stagnierte.
- Vor allem die bessere Stimmung und steigende Exporterwartungen im verarbeitenden Gewerbe trugen zu dem Aufwärtstrend bei. Diese Entwicklung stützt unsere Erwartung, dass die deutsche Wirtschaft gut ins Jahr 2014 starten sollte und das Wachstum vom In- und Ausland getragen werden dürfte.
- Der ifo-Index überzeichnete zuletzt allerdings die Wachstumsaussichten. Für Q4 2013 deutete er 0,9% Wachstum gg. Vq. an – mehr als doppelt so hoch wie die voraussichtliche tatsächliche Wachstumsrate.
- Der Composite-Einkaufsmanagerindex stieg im Januar überraschend deutlich an (55,9 nach 55,0). Dies ging auf die deutliche Verbesserung im Verarb. Gewerbe zurück (56,3 nach 54,3). Dahingegen war die Einschätzung im Dienstleistungsbereich nahezu unverändert (53,6 nach 53,5). Damit war der PMI des Verarbeitenden Gewerbes den zweiten Monat in Folge höher als jener des Dienstleistungssektors nach über zwei Jahren mit umgekehrten Vorzeichen, was darauf hindeutet, dass das BIP-Wachstum 2014 auch Impulse aus dem Ausland erhält.
- Die Industrie profitierte im Januar laut Einkaufsmanagern von sehr hohem Produktionswachstum (60,4 nach 57,9) sowie dynamischen Auftragseingängen (insgesamt: 59,0 nach 56,6; Ausland: 57,0 nach 54,7).
- Im Dienstleistungssektor waren die Ergebnisse gemischter: Der Auftragseingang verlangsamte sich (50,7 nach 52,5). Die Geschäftserwartungen verbesserten sich jedoch wieder deutlich (58,8 nach 57,2).



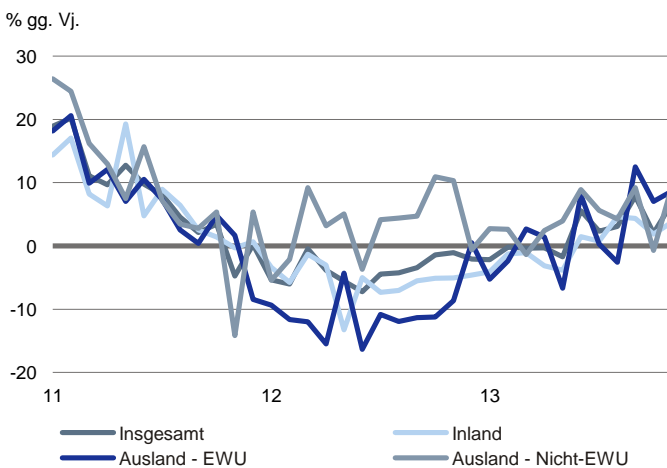
Ausblick Deutschland

Industrieproduktion, Auftragseingänge und ifo-Erwartungen



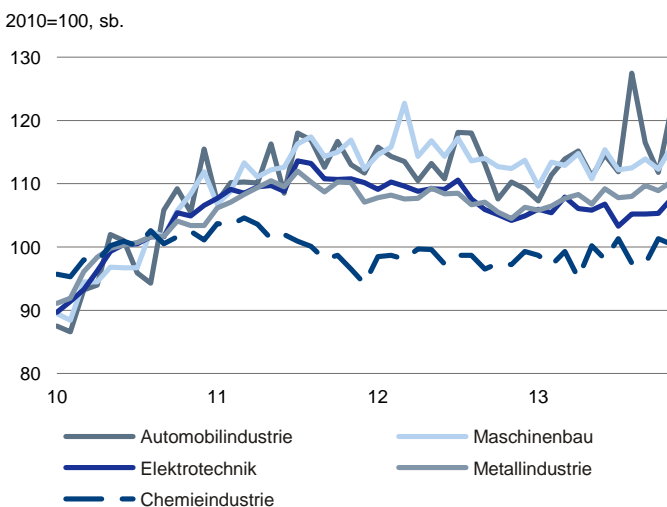
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe



Quelle: Statistisches Bundesamt

Produktion der größten Industriebranchen



Quelle: Statistisches Bundesamt

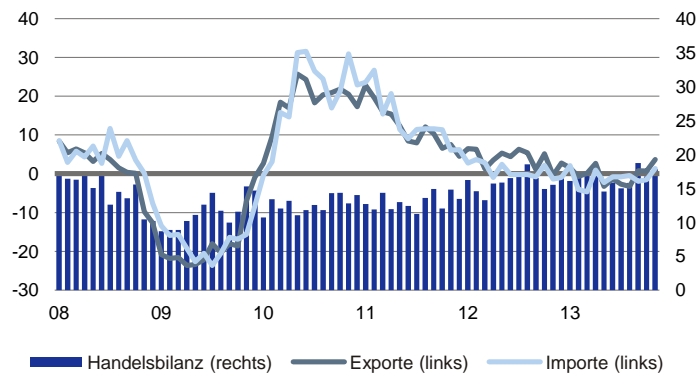
- Die Industrie spiegelte im Verlaufe des letzten Jahres zunehmend die konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft. Dank Großaufträgen lag der Auftragseingang im Nov. gut 5% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt). Bei der Produktion ist die Erholung bislang weniger eindeutig (+1,9%). Sowohl der ifo-Index als auch der PMI deuten auf eine weitere Beschleunigung hin.
- Im November stieg die Produktion um 1,9% gg. Vm. und glich damit die Schwäche der zwei Vormonate (-1,2% nach -0,6%) in etwa aus. Insbesondere das Verarbeitende Gewerbe legte im November stark zu (+3,1%). Der Energiesektor (-3,3% nach -2,4%) litt hingegen unter dem milden Wetter. Der Bau setzte seine Schwächephase mit dem vierten Rückgang in Folge fort.
- Der Auftragseingang setzte seine volatile Erholungstendenz im November fort (+2,1% gg. Vm. nach -2,1%). Getragen wurde der Anstieg von den Kernaufträgen (+3,0%), die die Vormonatsschwäche (-2,2%) mehr als ausglich. Die volatile von Großaufträgen getriebene Komponente sonstiger Fahrzeugbau (Flugzeuge, Schiffe) normalisierte sich im November wieder und dämpfte daher den gesamten Auftragseingang.
- Die Aufwärtstendenz der Aufträge ist regional breit angelegt. Insbesondere die Bestellungen aus der EWU (Nov.: +9,4%, gl. 3M-Schnitt) lag zuletzt deutlich über dem Vorjahresniveau – ein Zeichen für die konjunkturelle Stabilisierung in der Eurozone. Das Plus beim sonstigen Ausland betrug 6,0%. Inlandsbestellungen schwächelten im Vergleich dazu (+3,3%).
- Die inländische Produktion in den großen deutschen Industriebranchen tendierte in den letzten Monaten nach oben. Gleichwohl war dieser Trend nicht stetig, sondern von Aufs und Abs geprägt. Besonders auffällig waren die Schwankungen in der Automobilindustrie (zeitliche Verschiebung von Werksferien).
- Im Zuge der konjunkturellen Beschleunigung erwarten wir für 2014 einen aufwärts gerichteten Produktionsverlauf. Den stärksten Produktionszuwachs im Jahr 2014 erwarten wir für die Automobilindustrie (real +5%). Treiber ist vor allem die wieder anziehende Autonachfrage in Westeuropa. Vom günstigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld dürften auch der Maschinenbau (+4%) und die Elektrotechnik (+3,5%) profitieren. Die Metallindustrie wird (+4%) als wichtiger Zulieferer der Investitionsgüterhersteller von dieser Dynamik begünstigt. In der Chemieindustrie dürfte der Zuwachs 2014 „nur“ bei 3% liegen.



Ausblick Deutschland

Warenhandel

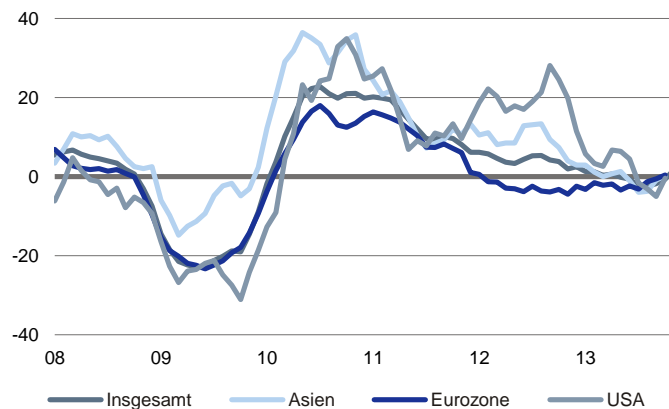
% gg. Vj. (links), EUR Mrd. (rechts)



Quelle: Deutsche Bundesbank

Deutsche Warenexporte nach Zielregion

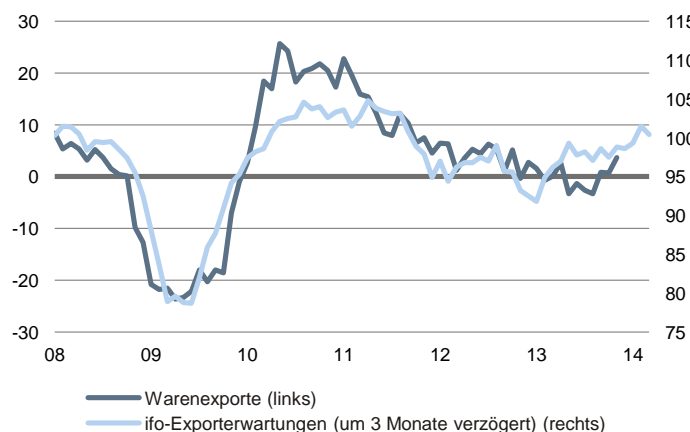
Warenexporte, % gg. Vj, gl. 3M Durchschnitt



Quelle: Deutsche Bundesbank

Exporte & ifo-Exporterwartungen

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



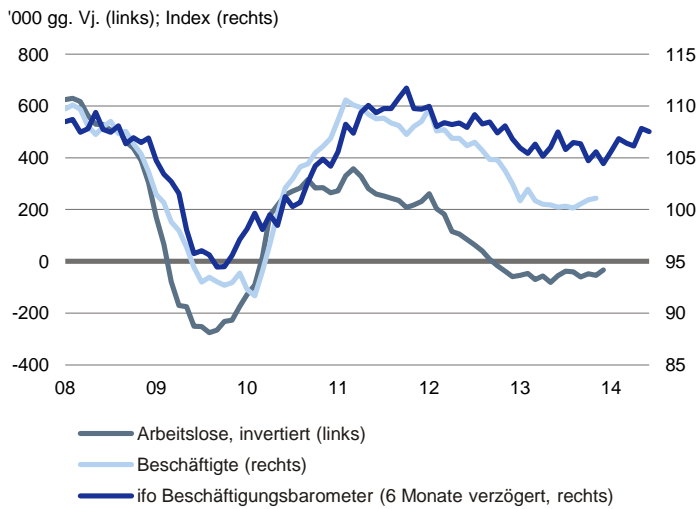
Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo

- Der deutsche Handelsbilanzüberschuss betrug in November EUR 17,8 Mrd. – der dritthöchste Wert der letzten fünf Jahre. Exporte stiegen im November leicht (+0,3% gg. Vm.) – der vierte Anstieg in Folge. Die Importe fielen recht deutlich (-1,1%). Sie waren im Vormonat aber um kräftige 3,0% angestiegen. Die schwache Importnachfrage im November ist vermutlich teilweise auf den niedrigen Ölpreis und wetterbedingt geringe Nachfrage z.B. nach Heizöl zurückzuführen.
- Im November lagen Exporte (+3,7% gg. Vj.) und Importe (+1,3%) relativ deutlich über ihren Vorjahresniveaus. Zuvor fiel dieser Vergleich noch negativ oder nur leicht positiv aus. Allerdings ist die deutliche Verbesserung stark durch einen Basiseffekt getrieben, da Importe und Exporte in November 2012 aufgrund der schwächelnden Konjunktur stark gefallen waren.
- Die Erholung der Exporte wird von allen wichtigen Zielregionen getragen. Selbst die Exporte in die Eurozone trugen dazu bei. Zuvor waren sie fast zwei Jahre lang geschrumpft.
- 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%).
- Im Dezember fielen die ifo-Exporterwartungen zwar. Sie blieben aber auf einem spürbar höheren Niveau als noch zur Jahresmitte 2013 und deuten eine weitere Exportbeschleunigung an. In H1 2013 überzeichneten sie die tatsächliche Erholung aber merklich. Auch die Details des Einkaufsmangerindexes der Industrie sowie unsere Erwartungen für das BIP-Wachstum in den USA und in China stützen die These sich verbessernder Exporte.
- Die deutschen Importe dürften aufgrund des realen Einkommensplus der Haushalte und wieder steigender Nachfrage nach Vorprodukten ebenfalls ordentlich wachsen.



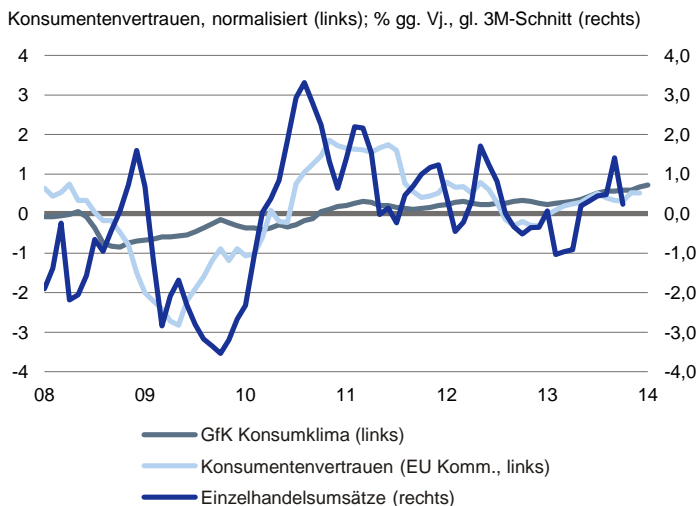
Ausblick Deutschland

Arbeitslosenquote, Beschäftigung und ifo-Beschäftigungsbarometer



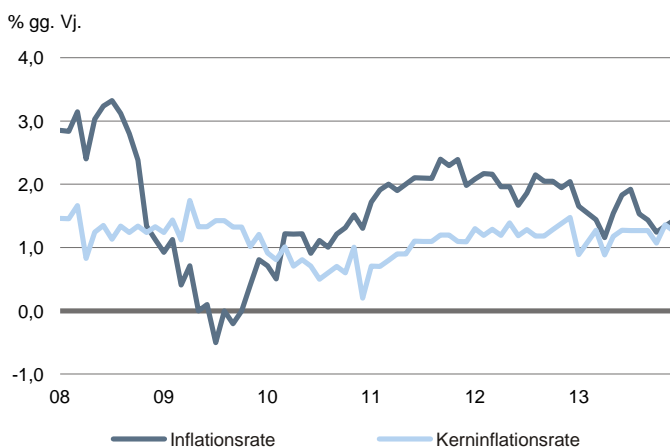
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research, ifo

Einzelhandelsumsätze und Konsumentenvertrauen



Quellen: GfK, Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt, Europäische Kommission

Inflationsrate und Kerninflationsrate



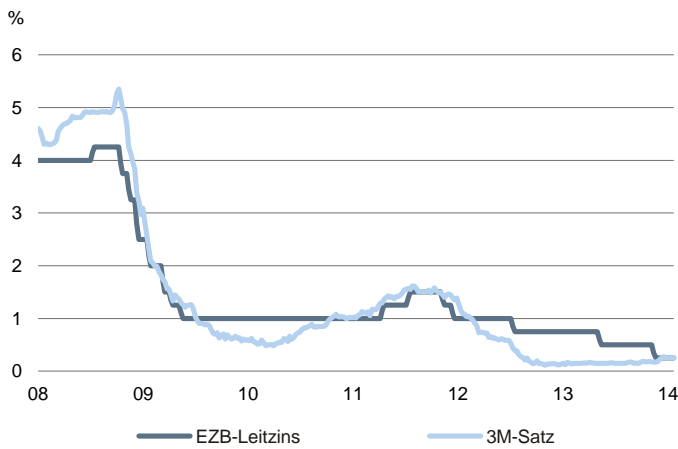
Quelle: Statistisches Bundesamt

- Der deutsche Arbeitsmarkt hat das Jahr 2013 positiv beendet, was darauf hindeutet, dass sich die konjunkturelle Erholung seit dem Frühjahr 2013 inzwischen auch am Arbeitsmarkt niederschlägt. Im Dezember fiel die Arbeitslosigkeit um recht hohe 15 Tsd. Zuvor war sie vier Monate in Folge um im Schnitt 10 Tsd. gestiegen. Die Arbeitslosenquote blieb im November konstant bei 6,9%.
- Im Jahresdurchschnitt 2013 war die Arbeitslosenquote leicht auf 6,9% von 6,8% gestiegen. Dank der stärkeren Konjunktur sollte sie 2014 aber wieder auf 6,7% fallen.
- Der Beschäftigungsaufbau setzte sich in November mit einem Stellenplus von 26 Tsd. fort nach zuvor +31 Tsd. Damit lag sie um 0,6% über Vorjahr. Die Beschäftigung expandierte 2013 dank Zuwanderung und steigender Erwerbsquoten merklich.
- Frühindikatoren (ifo-Beschäftigungsbarometer und PMI) deuten für die nächsten Monate eine moderat positive Entwicklung am Arbeitsmarkt an.
- Der Einzelhandelsumsatz erhöhte sich im November um 0,8% gg. Vm. (Okt.: -0,7%). Von Januar bis November lag der Umsatz aber nur 0,3% über Vorjahr. Damit blieb die Dynamik des Einzelhandels – wie üblich – merklich hinter jener des privaten Konsums zurück (2013: +0,9%).
- Sowohl das GfK Konsumklima als auch das von der EU-Kommission veröffentlichte Konsumentenvertrauen deuten auf eine weiter aufwärtsgerichtete Einzelhandelsdynamik hin.
- Diese Erwartung wird auch von der Einkommensentwicklung der privaten Haushalte gestützt. So sollten die verfügbaren Einkommen bei steigender Beschäftigung und steigenden Stundenlöhnen um nominal über 2% zulegen.
- Die Inflation erhöhte sich im Dezember leicht von 1,3% auf 1,4%. Damit blieb sie insgesamt gedämpft. Dabei stiegen die Nahrungsmittel- (+3,2% nach +2,8%) und Energiepreise (+1,1% nach -0,3%) etwas stärker als zuvor. Dagegen gab die Kerninflation leicht nach (+1,3% nach +1,4%).
- Im Jahresdurchschnitt 2013 lag die Inflation bei 1,5% (2012: +2,0%). Aufgrund der niedrigen gesamtwirtschaftlichen Auslastung, stabiler Rohstoffpreise und des niedrigen globalen Preisdrucks dürfte die Inflation 2014 trotz der Wachstumsbeschleunigung stark gedämpft bleiben (2014P: +1,5%).



Ausblick Deutschland

EWU: Leitzins & 3M-Satz



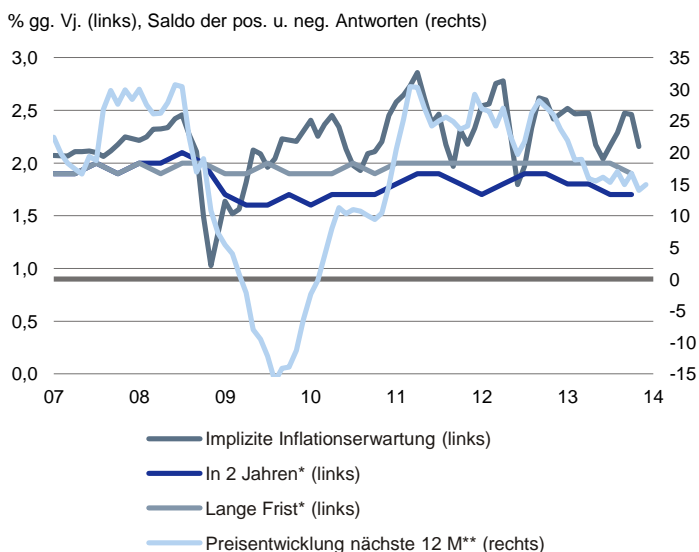
Quellen: EZB, Global Insight

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Global Insight

Inflationserwartungen Eurozone



* ECB Survey of Professional Forecasters, ** EC Consumer Survey

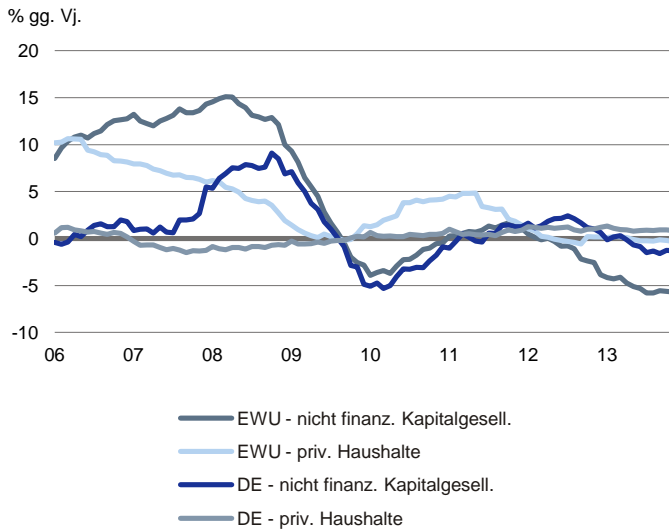
Quellen: EZB, Europäische Kommission, Bloomberg

- Die EZB senkte aus Sorge vor einer möglichen Deflation im Euroraum am 6. Nov. überraschend den Leitzins um 25 Bp. auf den historischen Tiefstand von 0,25%. Zudem wurde die Vollzuteilung bis Mitte 2015 verlängert.
- Die EZB-Ratssitzung im Januar brachte keine neuen Maßnahmen zu Tage. Allerdings nutzte Mario Draghi die nachfolgende Pressekonferenz für eine kräftige „verbale Intervention“. Er machte klar, dass die EZB bereit steht, weitere Maßnahmen zu ergreifen, wenn i) die Zinsen am Geldmarkt „unberechtigterweise“ ansteigen oder ii) die mittelfristigen Inflationserwartungen fallen.
- Wir erwarten, dass die EZB noch gegen Ende des ersten Quartals 2014 weitere moderate Lockerungsmaßnahmen ergreifen wird – vermutlich aufgrund anhaltender Sorgen um deflationäre Tendenzen. Basierend auf Draghis Äußerungen während der Pressekonferenz hat die Wahrscheinlichkeit für umfangreichere (quantitative) Maßnahmen – ähnlich wie in den USA und UK – aber wohl aufgenommen.
- Aufgrund der divergierenden Zins- und Wachstumserwartungen für den Euroraum und die USA hat sich der Renditeabstand zwischen den 10-jährigen US Treasuries und den Bunds seit Mitte 2013 in etwa verdoppelt auf zuletzt gut 1%-Punkt.
- Die Zinsabstände der Peripherieländer gegenüber Deutschland haben sich zuletzt bei rd. 2%-Punkten stabilisiert – deutlich niedriger als noch Mitte 2013 (rd. 3%-P.). Diese Entwicklung wurde durch bessere Konjunkturindikatoren und die Hoffnung auf eine sich fortsetzende Erholung in der EWU gestützt. Deutliche Andeutungen der EZB, dass ihre akkommodierende Politik noch bestehen bleibt, dürfte die Einengung der Zinsabstände unterstützt haben.
- Im Gegensatz zu der von der EZB genährten Debatte über Deflationsgefahren bleibt die langfristige Inflationserwartung (5 Jahre) der von der EZB befragten privaten Prognostiker fest verankert bei etwa 2%. In zwei Jahren sehen sie die Inflationsrate (EWU) unverändert bei 1,7%.
- Die aus der Differenz 10-jähriger nomineller deutscher Staatsanleihen und der Rendite inflationsgeschützter Anleihen berechnete Inflationserwartung für die nächsten 10 Jahre schwankt seit Anfang 2011 zwischen knapp 2 und gut 2 ½%.

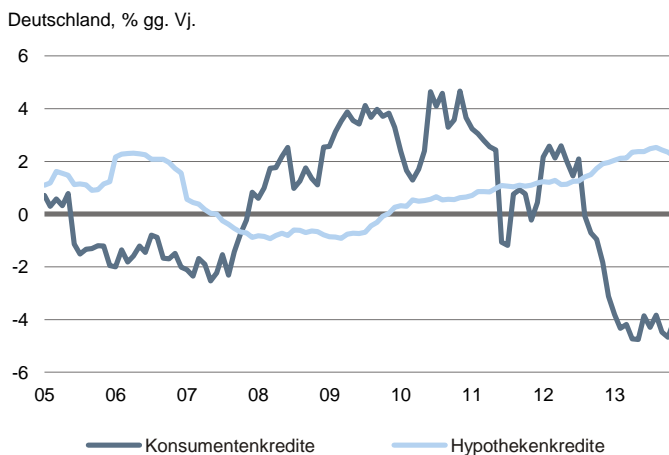


Ausblick Deutschland

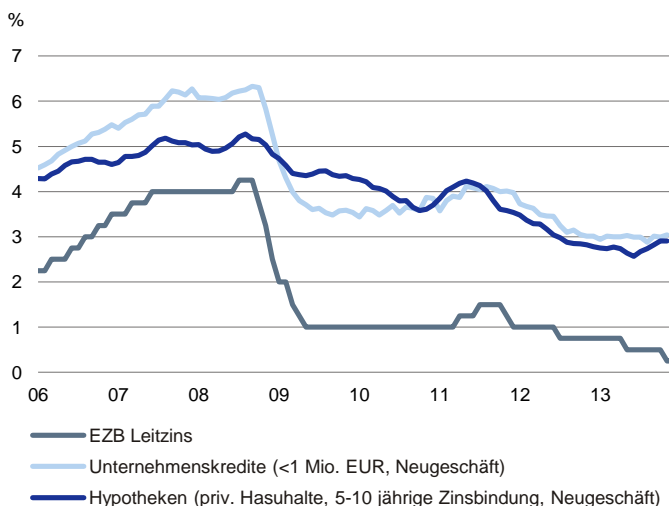
Kredite an den privaten Sektor



Kredite an private Haushalte



Zinssätze

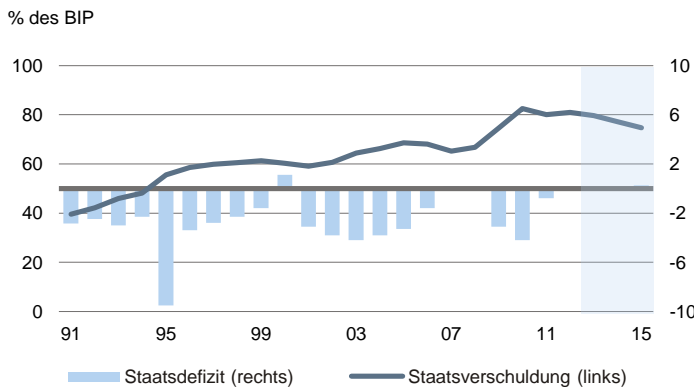


- Die Kreditvergabe an Unternehmen bleibt anhaltend schwach, wobei der Rückgang in der Eurozone stärker ausgeprägt ist als in Deutschland: Im November -5,7% bei Unternehmenskrediten in der Eurozone und -1,3% in Deutschland. Während die ausgeprägten Rückgänge in der Eurozone besonders anhaltendem Deleveraging geschuldet sind, spiegeln diese in Deutschland eher eine verhaltene Investitionstätigkeit und Rückgriff auf alternative Finanzierungsmöglichkeiten wider.
- Auch die Kreditvergabe an Haushalte entwickelte sich im November schwach. Im Euroraum bauen auch die Privathaushalte weiter Verbindlichkeiten ab (November: -0,3%). In Deutschland waren im November dagegen leichte Zuwächse zu verzeichnen (+1%), die vor allem durch Zuwächse bei Hypothekarkrediten entstanden sind.
- Die Kreditvergabe an Haushalte in Deutschland zeigt divergierende Trends. Während Baukredite weiter Wachstum verzeichnen, ist die Konsumentenfinanzierung rückläufig.
- Die Zuwächse bei Hypothekarkrediten lagen 2013 stabil über der 2%-Marke. Auch im November stiegen die Volumina um rd. 2,2% ggü. Vorjahr, zeigten sich damit aber zuletzt weniger dynamisch als in den Sommermonaten (Juli/August: +2,5%). Dies dürfte sowohl dem leichten Zinsanstieg als auch lokalen Angebotsknappheiten am Immobilienmarkt geschuldet sein. Insgesamt legten die Kreditvolumina von Jan. bis Nov. um rd. 20 Mrd. zu.
- Der Markt für Konsumentenkredite schrumpfte dagegen, im November -4,1% ggü. Vorjahr. Haushalte scheinen angesichts zunehmender Kauflaune bei Anschaffungen verstärkt auf bestehende Rücklagen zurückzugreifen.
- Die Zinsen für Hypothekar- und Unternehmenskredite lagen 2013 durchweg auf historisch niedrigem Niveau. Die erneute Leitzinssenkung der EZB Anfang November auf 0,25% hatte dazu beigetragen, diese Situation zu manifestieren.
- Die Zinsen für Hypothekarkredite betragen während der ersten drei Quartale im Schnitt 2,7%. Während der Tiefststand mit knapp 2,6% im Juni erreicht wurde, hatten die Bauzinsen zum Herbst hin wieder etwas angezogen. Diese Tendenz wurde jedoch im November gestoppt, und die Bauzinsen verharren – wie im Vormonat – bei 2,9%. Das niedrige Zinsniveau ging 2013 mit einer moderat wachsenden Kreditvergabe einher.
- Demgegenüber sorgen stabil niedrige Zinsen bei Unternehmenskrediten (November weiter bei 3%) für keine nachhaltige Belebung.



Ausblick Deutschland

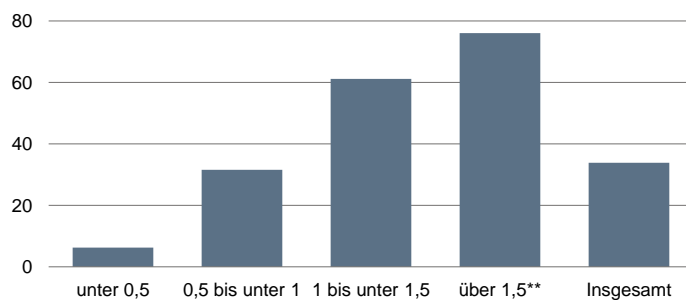
Staatsverschuldung und -defizit



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Rente mit 63 – v.a. Facharbeiter mit höheren Löhnen profitieren

Neurentner mit 45 u. mehr Beitrags- u. beitragsfreien Zeiten* nach durchschnittl. jährl. Entgeltpunkten (1 Pkt. $\hat{=}$ Durchschnittslohn), Anteile in %, 2011



* Beitragsfreie Zeiten enthalten neben Arbeitslosigkeit u.a. z.T. (Hoch-)Schulbildung, die bei Rente mit 63 nicht zählen soll. ** Daten durch Akademikeranteil verzerrt.

Quellen: Deutsche Rentenversicherung, Deutsche Bank Research

- Mit einem Finanzierungssaldo in Höhe von -0,1% des BIP verfehlte Deutschland im letzten Jahr knapp einen ausgeglichenen Haushalt. 2012 war noch ein leichter Überschuss von 0,1% erzielt worden.
- Der öffentliche Schuldenstand belief sich Ende 2013 auf 79,6% des BIP und sank somit wieder unter die Marke von 80%. Dies spiegelt einerseits die gute Situation auf der Einnahmeseite wider, andererseits führt der anhaltende Portfolioabbau bei den Bad Banks quasi automatisch zu einem Rückgang der Verschuldung.
- Auch in den nächsten Jahren dürfte die Staatsverschuldung kontinuierlich zurückgehen. Regierung und EU-Kommission erwarteten bisher, dass sie bereits 2017 auf unter 70% des BIP sinken könnte. Angesichts der Pläne der neuen Regierungskoalition, die in den nächsten Jahren zu einem merklichen Ausgabenanstieg führen dürften, erscheint diese Prognose inzwischen allerdings recht optimistisch. Allein aus geplanten Leistungssteigerungen bei der Rente resultiert eine Belastung von mindestens 0,5% des BIP.
- Die von der Großen Koalition auf Drängen der SPD angestrebte Rente mit 63 für Versicherte mit 45 und mehr Beitragsjahren, zu denen auch Zeiten des Bezugs von Arbeitslosengeld I zählen sollen, nützt vor allem Fachkräften, die mit 18 Jahren oder früher ins Arbeitsleben eingetreten sind und – i.d.R. nach einer beruflichen Ausbildung – überdurchschnittlich verdient haben.
- Das zeigt sich näherungsweise beim Blick auf den Rentenzugang 2011: Unter allen Einkommensgruppen – hier gemessen an der Zahl der durchschnittl. in jedem Beitragsjahr erworbenen Entgeltpunkte und damit in Relation zum jeweiligen Durchschnittslohn – erreichen rd. drei Viertel der Neurentner dieser Gruppe (mit mehr als 1,5 Punkten) 45 Jahre an Beitrags- und beitragsfreien Zeiten. Im Durchschnitt sind es indes nur ein Drittel und bei den Geringverdienern (weniger als 0,5 Entgeltpunkte) sogar nur 6%.
- Die Tür zur Frührente wird also gerade für jene Arbeitskräfte wieder geöffnet, die für die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft und für die Finanzierung der Rentenversicherung eine wesentliche Rolle spielen. Sozialpolitisch wird das Fragezeichen hinter der Rente mit 63 noch größer, wenn man bedenkt, wie stark die Lebenserwartung und damit die Rentenbezugsdauer mit dem Einkommen korreliert ist.



Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
27./28. Jan.	Eurogruppe/ECOFIN-Sitzung	Debatte über ESM ; Überprüfung der Anpassungsprogramme für Griechenland und Portugal sowie des Programms für den Finanzsektor Spaniens, Bankenunion.
6. Feb.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
13./14. Feb.	Europäischer Rat	Wettbewerbsfähigkeit der Industrie.
17./18. Feb.	Eurogruppe/ECOFIN-Sitzung	Besprechung der Artikel IV Mission des IWF, Zwischenstand SSM, Diskussion nationaler Haushaltsentwürfe für 2014.
22./23. Feb.	Treffen der G20-Finanzminister und -Notenbankgouverneure in Sydney	Australien hat es zur Priorität gemacht, die Finanzsektorreformen in vier Bereichen zu vervollständigen: Steigerung der Widerstandsfähigkeit der Banken, Maßnahmen zur Vermeidung und zum Management der Insolvenz weltweit wichtiger Finanzinstitute, Förderung der Sicherheit der Derivatemärkte, Verbesserung der Überwachung des Schattenbanksektors.
Feb.	Europäische Kommission	Veröffentlichung der Winter-Wirtschaftsprognose der Kommission. 2013 erfolgte die Veröffentlichung am 22. Februar.
6. März	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Wir erwarten weiterhin Lockerungsmaßnahmen gegen Ende von Q1, wobei der Schritt nur moderate Auswirkungen haben dürfte. Aber bei der Pressekonferenz im Januar gab es Signale, dass die Wahrscheinlichkeit substantiellerer Maßnahmen wie QE nicht Null und steigend ist.
10./11. März	Eurogruppe/ECOFIN-Sitzung	11. Überprüfung des makroökonomischen Anpassungsprogramms für Portugal und (möglicherweise) Debatte über planmäßige Beendigung des Programms. Debatte über Defizitverfahren auf Basis der Winter-Wirtschaftsprognosen der Kommission und über deren Auswirkungen auf den Stabilitätspakt.
20./21. März	Europäischer Rat	Europäisches Semester, Wachstum und Beschäftigung. Ziele der Strategie „Europa 2020“ (Beschäftigung, FuE, Klima, Bildung, soziale Inklusion).

Quelle: Deutsche Bank Research

Dieter Bräuninger (+49 69 910-31708, dieter.braeuninger@db.com)

Nicolaus Heinen (+49 69 910-31713, nicolaus.heinen@db.com)



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
30. Jan. 2014	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Dez.	-0,4	0,1
30. Jan. 2014	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Jan.	-0,5 (1,4)	0,4 (1,4)
30. Jan. 2014	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Jan.	6,8 (0,0)	6,9 (0,0)
31. Jan. 2014	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Dez.	0,3	0,8
6. Feb. 2014	12:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Dez.	-0,5	2,1
7. Feb. 2014	12:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Dez.	0,5	1,9
7. Feb. 2014	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Dez.	18,3	17,8
7. Feb. 2014	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Dez.	1,0 (4,6)	0,3 (3,7)
7. Feb. 2014	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Dez.	0,7 (3,3)	-1,1 (1,3)
14. Feb. 2014	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q4 2013	0,3	0,3
-	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Feb.	56,0	56,3
-	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Feb.	54,0	53,6
27. Feb. 2014	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Feb.	110,5	110,6

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

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

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



Ausblick Deutschland

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	0,125	0,10	0,25	0,50	0,00	0,75	0,20	1,50	2,50	2,85	0,05
März 14	0,125	0,10	0,25	0,50	0,00	0,75	0,20	1,50	2,50	2,70	0,05
Juni 14	0,125	0,10	0,25	0,50	0,00	0,75	0,20	1,50	2,50	2,70	0,05
Dezember 14	0,125	0,10	0,25	0,50	0,00	0,75	0,20	1,50	3,50	2,70	0,05

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,24	0,22	0,30	0,52							
März 14	0,35	0,20	0,25	0,52							
Juni 14	0,35	0,20	0,25	0,52							
Dezember 14	0,35	0,20	0,35	0,52							

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,75	0,66	1,71	2,81	1,07	2,31	1,82	2,92			
März 14	2,50	0,80	1,85	2,90	1,00	2,40	1,85	3,00			
Juni 14	2,75	0,70	2,00	3,00	1,10	2,50	2,05	3,20			
Dezember 14	3,25	0,80	2,25	3,25	1,25	2,70	2,35	3,40			

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,37	103,47	0,82	1,66	1,23	8,79	7,46	8,33	4,17	303,62	27,49
März 14	1,35	106,00	0,83	1,63	1,23	8,85	7,46	8,40	4,12	291,30	27,00
Juni 14	1,32	109,00	0,82	1,61	1,25	8,70	7,46	8,35	4,08	287,50	27,00
Dezember 14	1,25	115,00	0,80	1,56	1,27	8,45	7,46	8,20	4,00	280,00	27,00

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

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

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



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q4 2012	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	Aug. 2013	Sep. 2013	Okt. 2013	Nov. 2013	Dez. 2013	Jan. 2014
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	101,5	106,1	105,3	107,2	108,8	107,6	107,8	107,5	109,4	109,5	110,6
ifo Geschäftserwartungen	95,8	102,9	101,8	103,4	106,0	103,4	104,4	103,9	106,6	107,4	108,9
PMI Composite	49,1	52,8	49,9	52,9	54,5	53,5	53,2	53,2	55,4	55,0	55,9
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	95,2	101,1	100,4	102,7	104,5	103,1	103,5	103,1	105,2	105,2	106,3
PMI Verarbeitendes Gewerbe	46,3	49,7	48,7	51,2	52,9	51,8	51,1	51,7	52,7	54,3	56,3
Produktion (% gg. Vp.)	-2,5	0,2	1,5	0,7		1,6	-0,6	-1,2	1,9		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	0,8	0,5	1,4	1,7		-0,2	3,1	-2,1	2,1		
Grad der Kapazitätsauslastung	81,4	82,5	82,1	83,2	83,2						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	-1,2	-5,6	10,6	1,4		-0,8	0,1	-1,4	0,7		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	3,6	0,4	1,2	-1,2		-6,2	-2,6	3,9	4,7		
ifo Bauhauptgewerbe	117,8	125,5	123,7	120,4	121,2	120,3	119,1	119,1	121,0	123,6	124,3
Dienstleistungen											
PMI Dienstleistungen	50,0	53,8	49,9	52,6	54,1	52,8	53,7	52,9	55,7	53,5	53,6
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	-10,0	-6,5	-4,2	-3,2	-2,8	-3,4	-4,0	-4,2	-2,1	-2,2	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,6	1,3	-0,1	-0,1	-0,1	0,3	0,1	-0,7	0,8		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-6,2	-10,5	-3,7	-1,4	1,6	-5,5	-1,2	2,3	-2,0	5,4	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	1,9	-0,9	3,4	1,0		-2,0	6,3	-2,2	2,2		
Exporte (% gg. Vp.)	-2,4	0,2	0,1	0,4		1,0	1,6	0,3	0,3		
Importe (% gg. Vp.)	-0,8	-1,2	1,2	-0,3		0,1	-1,9	3,0	-1,1		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	47,0	50,1	47,8	49,5		15,8	18,7	16,7	17,8		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,9	6,9	6,9	6,8	6,9	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	23,0	-1,0	19,0	5,3	19,7	7,0	23,0	1,0	9,0	-15,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,9	0,6	0,5	0,5		0,5	0,5	0,6	0,6		
ifo Beschäftigungsbarometer	106,2	106,2	104,9	106,3	107,2	106,9	106,4	106,1	107,8	107,5	
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	2,0	1,8	1,5	1,7	1,3	1,6	1,6	1,2	1,6	1,2	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,3	1,4	1,0	1,2	1,1	1,2	1,3	1,0	1,7	0,7	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	1,3	0,8	-0,1	-0,3	-0,7	-0,5	-0,5	-0,7	-0,8	-0,5	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	0,7	-3,5	-7,0	-12,2	-10,4	-11,5	-11,4	-11,3	-9,8	-10,2	
Ölpreis (USD)	110,1	112,6	102,5	110,4	109,3	111,3	111,9	109,2	108,0	110,8	
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	31,2	26,6	22,5	26,2	25,5	28,2	26,8	26,5	24,6	25,5	
EC Unternehmensumfrage	2,9	3,7	-0,6	2,8	6,1	2,8	4,3	3,8	5,8	8,6	
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	3,1	4,1	1,6	1,1							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,8	2,2	1,8	1,8							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,7	4,7	1,3	1,0							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	6,9	5,4	3,8	2,5		3,0	2,5	1,9	1,3		
Trend von M3						2,8	2,5	1,9	1,5		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	-0,4	-0,2	1,3			-4,2	-4,0	-4,2	-4,0		
Kredite an öffentliche Haushalte	13,5	-18,7	-22,4			-24,1	-17,7	-18,9	-11,8		

% gg. VP = Veränderung gegenüber der Vorperiode

Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bundesbank, Europäische Kommission, Eurostat, Statistisches Bundesamt, HWWI, ifo, Markit



Ausblick Deutschland

Im Ausblick Deutschland aus der Reihe Aktuelle Themen/Konjunktur werden volkswirtschaftliche und wirtschaftspolitische Themen zu Deutschland behandelt. Jede Ausgabe enthält zudem Übersichtstabellen zu finanz- und wirtschaftspolitischen Terminen sowie einen detaillierten Datenmonitor zu deutschen Wirtschaftsindikatoren. Die Ausgabe erscheint monatlich. 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.

- ▶ **Aufbruch in die Vergangenheit**
(Aktuelle Themen – Konjunktur) 29. November 2013
- ▶ **Trotz Wachstum in der Kritik**
(Research Briefing – Konjunktur) 19. November 2013
- ▶ **Von Übertreibungen und Ängsten**
(Aktuelle Themen – Konjunktur) 31. Oktober 2013
- ▶ **Arbeitsmarkt: Weiter im Aufwind**
(Research Briefing – Konjunktur) 15. Oktober 2013
- ▶ **Deutschland nach der Wahl**
(Aktuelle Themen – Konjunktur) 1. Oktober 2013
- ▶ **Ja mei, is denn scho o'zapft?**
(Research Briefing – Konjunktur) 16. September 2013
- ▶ **Deutsches BIP +0,5% in 2013 –
trotz Verlangsamung in H2**
(Aktuelle Themen – Konjunktur) 2. September 2013
- ▶ **Das Wandern ist des Deutschen Lust**
(Research Briefing – Konjunktur) 15. August 2013
- ▶ **Trendwachstum der Beschäftigung –
auf längere Sicht negativ**
(Aktuelle Themen – Konjunktur) 1. August 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 2014. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

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

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

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg