



# Ausblick Deutschland

## 2% Wachstum in 2015 trotz belastender Beschäftigungspolitik

28. Februar 2014

### Autoren

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

Heiko Peters  
+49 69 910-21548  
heiko.peters@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](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosetabellen.....	2
BIP-Prognose: 2014 unverändert bei 1 ½%, 2015 auf 2% angehoben.....	3
Abschwächung in anfälligsten Schwellen ländern keine Gefahr für deutsche Export erholung. ....	6
Leiharbeit: Erfolgsgeschichte mit ungewissem Ausgang.....	10
Grafik des Monats.....	16
Chartbook.....	18
Eventkalender.....	25
Datenkalender.....	26
Finanzmarktprognosen.....	26
Datenmonitor.....	27

### BIP-Prognose: 2014 unverändert bei 1 ½%, 2015 auf 2% angehoben.

Die diese Woche veröffentlichten Details zum Wachstum im vierten Quartal des letzten Jahres (0,4% gg. Vq.) haben unsere Prognose für das Wachstum im laufenden Jahr nicht verändert (1,5%). Wenn überhaupt, haben sie unsere Skepsis bestärkt, dass die aktuellen Umfragen bei Unternehmen und Konsumenten ein zu optimistisches Bild zeichnen. Allerdings schätzen wir den Ausblick für 2015 jetzt etwas günstiger ein. Wir haben unsere BIP-Prognose von 1,4% auf 2% angehoben. Dem liegt eine nunmehr etwas optimistischere Einschätzung für den privaten Verbrauch und die Investitionen in Verbindung mit dem nach wie vor von uns erwarteten deutlich steigenden Außenbeitrag zu Grunde.

### Abschwächung in anfälligsten Schwellenländern keine Gefahr für deutsche Exporterholung.

Das Wachstum der deutschen Exporte dürfte mit der erwarteten Belebung der Weltkonjunktur kräftig auf rund 6% in 2014 und weiter auf fast 7% im Jahr 2015 anziehen. Durch eine solide Binnennachfrage und in Folge der Exportbelebung dürften die Importe um etwa 6 ½% im Jahr 2014 und knapp über 7% in 2015 steigen. Die Nettoexporte dürften 2014 leicht positiv auf das BIP-Wachstum wirken. 2015 dürften rund 20% des BIP-Wachstums von 2% auf die Nettoexporte zurückgehen. Die Risiken in den Schwellenländern sind kürzlich wieder zum Vorschein gekommen, teilweise getrieben durch die Anfälligkeit gegenüber eines Fed-Taperings. Sollte sich das Wachstum dieser Ländergruppe, die wir anhand ihres hohen externen Finanzierungsbedarfs identifizieren, merklich abschwächen, dürfte dies keine Gefahr für die deutsche Exporterholung darstellen. Diese Länder haben nur einen relativ geringen Anteil an der Weltwirtschaft (4%) und als Zielland deutscher Exporte eine geringe Bedeutung.

### Leiharbeit: Erfolgsgeschichte mit ungewissem Ausgang.

Die geplante Regulierung der Leiharbeit stellt eine Kehrtwende der bisherigen Arbeitnehmerüberlassung dar, u.a. soll die Überlassungshöchstdauer auf 18 Monate begrenzt werden. Wir halten eine solche Maßnahme für falsch, da sie die Beschäftigungschancen von Problemgruppen erheblich verringert, die bislang vor allem von der im Zuge der Hartz-Reformen deregulierten Leiharbeit profitiert haben. Auch aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive ist eine stärkere Regulierung problematisch. So hat die Leiharbeit erheblich zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes beigetragen, die die Grundlage dafür bildete, dass Deutschland vom „kranken Mann Europas“ zum ökonomischen Vorbild avancierte. Die bisherige Erfolgsgeschichte der Leiharbeit steht damit vor einem ungewissen Ausgang.



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P	2013P	2014P	2015P
Euroland	-0,4	1,1	1,4	1,3	1,0	1,4	1,9	1,7	1,7	-3,1	-2,4	-2,0
Deutschland	0,4	1,5	2,0	1,5	1,2	1,5	7,3	7,3	7,1	0,0	0,1	0,1
Frankreich	0,3	1,0	1,6	1,0	1,3	1,2	-1,7	-1,5	-1,3	-4,1	-3,6	-3,1
Italien	-1,9	0,7	0,7	1,3	1,0	1,4	0,6	1,4	1,9	-3,0	-2,9	-2,9
Spanien	-1,2	0,8	1,2	1,5	0,8	1,1	1,4	2,1	2,5	-6,6	-5,8	-4,5
Niederlande	-0,8	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	-0,9	-0,6	0,2	-0,5	0,5	1,0	-13,5	-2,0	-1,0
Portugal	-1,4	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	1,8	2,7	2,0	2,6	1,8	1,7	-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	0,8	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.	-1,3	1,7	2,2	1,4	1,1	2,0	-0,6	-1,1	-2,5	-3,0	-2,7	-2,6
Ungarn	1,0	1,8	2,0	1,7	1,5	2,7	2,2	2,0	1,5	-2,5	-2,9	-2,7
Polen	1,6	3,0	3,9	0,9	2,0	2,7	-1,5	-2,2	-1,9	-4,8	4,0	-3,1
USA	1,9	3,3	3,8	1,5	2,3	2,3	-2,7	-2,3	-2,4	-3,8	-3,2	-2,0
Japan	1,6	0,5	1,3	0,4	3,0	1,7	0,7	0,7	1,7	-9,1	-7,1	-5,6
Welt	2,8	3,7	3,9	3,2	3,8	3,7						

\*Inflationsdaten für EU-Länder basieren auf harmonisierten Verbraucherpreisindizes außer bei Deutschland. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2011					2012					2013				2014			
	2011	2012	2013	2014P	2015P	2011	2012	2013	2014P	2015P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	3,3	0,7	0,4	1,5	2,0	0,0	0,7	0,3	0,4	0,5	0,2	0,4	0,4	0,5	0,2	0,4	0,4	
Privater Konsum	2,3	0,8	0,9	1,2	1,5	0,3	0,6	0,2	-0,1	0,4	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,5	
Staatsausgaben	1,0	1,0	0,7	1,0	0,4	0,2	-0,4	1,2	0,0	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
Anlageinvestitionen	6,9	-2,1	-0,7	4,2	3,5	-1,4	1,2	1,3	1,4	1,4	0,9	1,0	0,9	1,4	0,9	1,0	0,9	
Ausrüstungen	5,8	-4,0	-2,4	5,2	5,1	-1,4	0,5	0,1	1,4	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	
Bau	7,8	-1,4	0,1	4,5	2,8	-1,5	1,7	2,1	1,4	1,3	0,5	0,5	0,5	1,3	0,5	0,5	0,5	
Lager, %-Punkte	-0,1	-0,5	-0,1	-0,2	0,1	0,3	-0,1	0,0	-0,8	0,4	0,0	0,1	0,0	0,4	0,0	0,1	0,0	
Exporte	8,0	3,2	0,8	5,8	6,8	-1,0	2,4	0,2	2,6	0,9	1,4	1,2	1,5	0,9	1,4	1,2	1,5	
Importe	7,4	1,4	0,9	6,5	7,1	-0,5	1,9	0,8	0,6	2,0	2,0	2,0	1,8	2,0	2,0	2,0	1,8	
Nettoexport, %-Punkte	0,7	0,9	0,0	0,1	0,4	-0,3	0,3	-0,3	1,1	-0,4	-0,2	-0,3	-0,1	-0,4	-0,2	-0,3	-0,1	
Konsumentenpreise*	2,1	2,0	1,5	1,2	1,5	1,5	1,5	1,6	1,3	1,3	1,2	1,1	1,2	1,3	1,2	1,1	1,2	
Arbeitslosenquote, %	7,1	6,8	6,9	6,7	6,5	6,9	6,9	6,8	6,9	6,8	6,7	6,6	6,6	6,8	6,7	6,6	6,6	
Industrieproduktion	7,4	-0,5	0,0	4,1	3,0													
Budgetsaldo, % BIP	-0,8	0,1	0,0	0,1	0,1													
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	80,0	81,0	79,4	76,9	74,2													
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,2	7,0	7,3	7,3	7,1													
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	161	187	201	206	207													

\*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



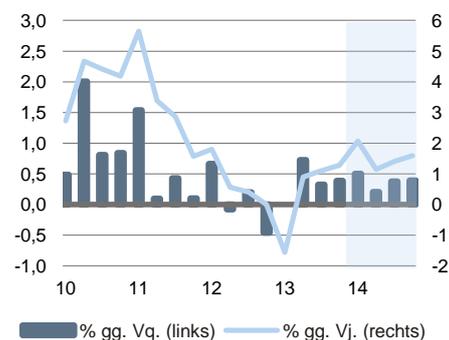
## BIP-Prognose: 2014 unverändert 1 ½%, 2015 auf 2% angehoben

- Die diese Woche veröffentlichten Details zum Wachstum im vierten Quartal des letzten Jahres (0,4% gg. Vq.) haben unsere Prognose für das Wachstum im laufenden Jahr nicht verändert (1,5%). Wenn überhaupt, haben sie unsere Skepsis bestärkt, dass die aktuellen Umfragen bei Unternehmen und Konsumenten ein zu optimistisches Bild zeichnen.
- Allerdings schätzen wir den Ausblick für 2015 jetzt etwas günstiger ein. Wir haben unsere BIP-Prognose von 1,4% auf 2% angehoben. Dem liegt eine nunmehr etwas optimistischere Einschätzung für den privaten Verbrauch und die Investitionen in Verbindung mit dem nach wie vor von uns erwarteten deutlich steigenden Außenbeitrag zu Grunde.

### Wachstum stabilisierte sich nahe Potentialrate in H2 2013

1

Reales BIP; sb. (links); nsb. (rechts)

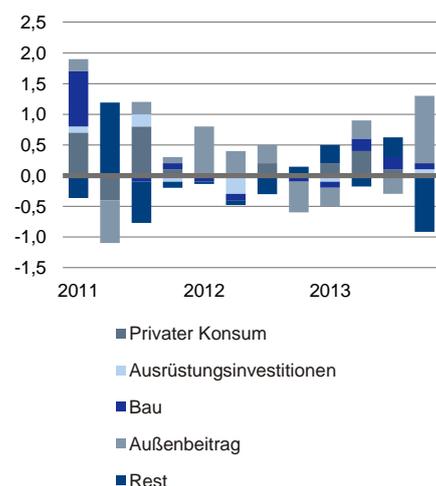


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

### Kein Wachstumsbeitrag vom Konsum im viertel Quartal

2

Beitrag zum realen BIP-Wachstum, gg. Vq.,  
%-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

### Q4 BIP: Exportanstieg und Lagerabbau

Die Erholung der Auslandsaufträge während des zweiten Halbjahres 2013 hat sich in einem stärker als erwarteten Anstieg der Ausfuhren (2,6% gg. Vq. nach 0,2% in Q3) niedergeschlagen. Zusammen mit einer weiteren Verlangsamung des Importwachstums (0,6% nach 0,8%) hat dies dazu geführt, dass die Nettoausfuhren sage und schreie 1,1 Prozentpunkte zum Wachstum beigetragen haben, nachdem sie im Vorquartal dieses noch um 0,3 Prozentpunkte reduziert. Diesem Effekt stand allerdings ein Lagerabbau in Höhe von 0,8 Prozentpunkten des BIP entgegen. Zahlen zur Lagerentwicklung ergeben sich aus einer Restgrößenrechnung und sind daher anfällig für Revisionen, da im Zeitablauf mehr Informationen zur Entwicklung der übrigen Komponenten verfügbar werden. Überdies passt der deutliche Lagerabbau nicht zu den Ergebnissen der ifo Umfrage, nach denen sich der Saldo zwischen „Lager zu hoch“ und „Lager zu niedrig“ in den letzten Monaten kontinuierlich zurückgebildet hat.

Obwohl die rückläufigen Einzelhandelsumsätze auf einen schwachen privaten Verbrauch in Q4 hingedeutet hatten, hat der Rückgang um 0,1% nach dem bescheidenen Anstieg von 0,2% in Q3 doch überrascht. Das milde Winterwetter könnte sich in etwas niedrigeren Ausgaben für Energie niedergeschlagen haben, aber insgesamt scheint die schwache Entwicklung unsere vorsichtige Einschätzung des privaten Konsums zu bestätigen. Trotz des beeindruckenden Anstiegs in den letzten Monaten ist das derzeitige Niveau des Konsumentenvertrauens durchaus kompatibel mit einem Wachstum des privaten Verbrauchs von rund einem Prozent. Auch die Bauinvestitionen (1,4%) dürften etwas von den vorteilhaften Wetterbedingungen profitiert haben. Bei den Ausrüstungsinvestitionen wurde erstmals ein spürbarer Anstieg (1,4% gg. Vq.) erzielt, nachdem in den beiden Vorquartalen lediglich minimale Zuwächse zu verzeichnen waren, die aber die Periode von sechs aufeinanderfolgenden Quartalen mit Rückgängen beendet hatten.

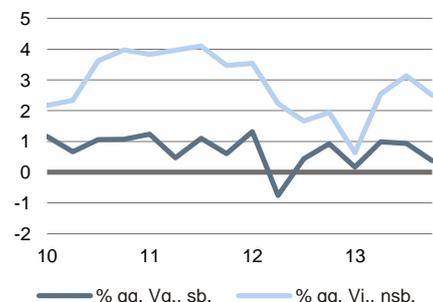


## Ausblick Deutschland

### Verfügbares Einkommen mit schwachem Jahresende

3

Verfügbares Einkommen der privaten Haushalte, nominal



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Bescheidenes Einkommenswachstum in 2013

Das nominal verfügbare Einkommen der privaten Haushalte stieg um 2,2% in 2013 (2,3% in 2012), allerdings mit abschwächender Tendenz gegen Jahresende. Dabei stiegen die Bruttolöhne und Gehälter um 2,8%, während die Gewinne um 1,9% zulegen. Interessanterweise zeigt die Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung einen Anstieg der Bruttolöhne und Gehälter je Arbeitnehmer von 2,2%, der nach Abzug der Inflationsrate einem realen Einkommensanstieg von 3/4% entspricht. Dieser Zuwachs steht im Widerspruch zu einer früheren Veröffentlichung des Statistischen Bundesamtes, nach der die Reallöhne in Deutschland in 2013 leicht gesunken sein sollen (-0,2%). Da der Deflator des privaten Verbrauchs wie im Vorjahr um 1,6% stieg, wurde der leicht höhere Zuwachs des realen privaten Verbrauchs (0,9% nach 0,8% in 2012) durch einen Rückgang der Sparquote von 10,3% auf 10,0% finanziert.

### Einzelhandelsumsätze & Verbrauchervertrauen

4

nsb., % gg. Vj. gl. 12M D (zentriert, links), % (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, EU Kommission

### Gedämpfte Preisentwicklung – aber keine Deflation

Der Anstieg der Stundenlöhne verlangsamte sich von 3,5 auf 2,5%. Trotz eines etwas niedrigeren Produktivitätswachstums (0,3% nach 0,5%) führte dies zu einer Verlangsamung des Lohnstückkostenanstiegs von 2,8% auf 2,0%. Insgesamt signalisiert dies sehr geringen inländischen Preisdruck, aber keine Risiken einer unmittelbar bevorstehenden Deflation. Der Deflator des BIP stieg sogar von 1,5% in 2012 auf 2,2% an. Dies war aber hauptsächlich der erheblichen Verbesserung der Terms-of-Trade geschuldet (1,4% nach -0,4%). Der Deflator der letzten inländischen Verwendung stieg wie bereits im Vorjahr um 1,7%.

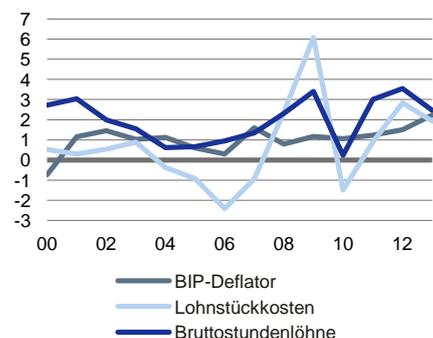
### Weiterer Wachstumsbeschleunigung in Q1

Umfragen bei Unternehmen (ifo, composite PMI) und Konsumenten haben ihren Aufwärtstrend im Januar und Februar fortgesetzt. Zwar haben BIP-Schätzungen, die auf diese Umfragen abstellen, das BIP im 4. Quartal zwischen 1/4 und 1/2 Prozentpunkt überschätzt. Sie stützen aber zumindest unsere Einschätzung einer weiteren leichten Beschleunigung des Wachstumstempos auf rund 1/2% in Q1 2014. Aufwärtsrisiken bestehen aufgrund des extrem milden Winters (Bauinvestitionen) und gefahrener Sonderschichten bei einigen Automobilherstellern.

### Schwächere Preisentwicklung in 2013

5

% gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

### BIP-Prognose 2014 bei 1,5% trotz stärkerem privaten Verbrauchs

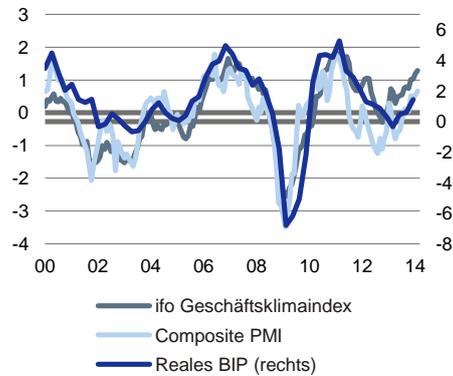
In konjunkturell begünstigten Sektoren dürften die Tarifabschlüsse anziehen. So bereits geschehen in der Chemie und angesichts der Forderungen wohl auch im Baugewerbe zu erwarten. Diese sollten zu einer leichten Beschleunigung des Einkommenswachstums in 2014 führen. Noch wichtiger für die reale Einkommensentwicklung dürfte aber die Verlangsamung der Inflationsrate sein. Wir haben unsere Inflationsprognose für das laufende Jahr von 1,5 auf 1,2% reduziert. Insgesamt sollten daher die real verfügbaren Einkommen zwischen 1 1/4% und 1 1/2% zulegen, was einem Anstieg des realen Konsums von etwa 1,2% ermöglichen sollte. Andererseits erwarten wir für das laufende Jahr nunmehr keinen Wachstumsbeitrag des Nettoexports mehr. Zwar haben wir unsere Exportprognose leicht angehoben, allerdings dürften angesichts des stärkeren privaten Verbrauchs und merklich sinkender Importpreise (Deflator -1,8% in 2013) die Einfuhren deutlich stärker zulegen.



ifo-Index zu optimistisch zum BIP-Wachstum

6

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



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

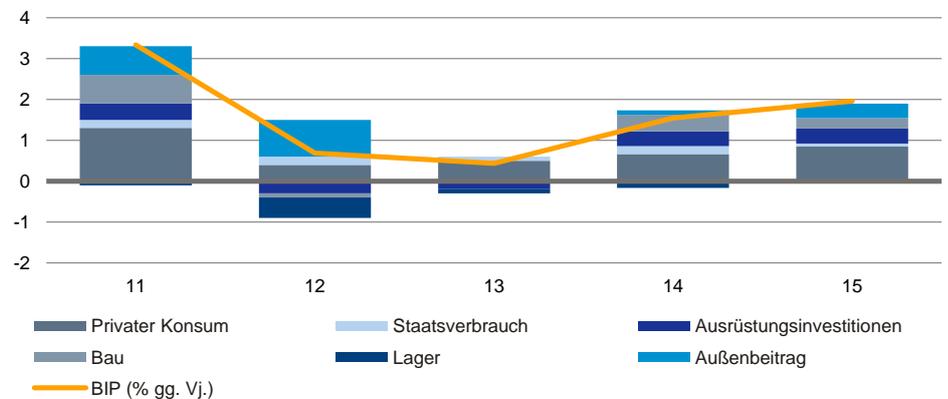
BIP Prognose für 2015 auf 2% hoch revidiert

Die Binnennachfrage sollte auch in 2015 zwischen 1 ½% und 1 ¾% zulegen. Der private Verbrauch könnte dabei – gestützt auf ein solides Beschäftigungs- und Lohnwachstum – mit 1 ½% expandieren. Darüber hinaus sollte die Beschleunigung des globalen Wirtschaftswachstums im Verlauf von 2014/15 in Verbindung mit einer deutlichen Festigung des USD – unsere Devisenstrategien prognostizieren eine Aufwertung des USD bis auf USD/EUR 1,10 Ende 2015 – zu einem kräftigen Exportwachstum führen. Damit könnte der Außenbeitrag rund 0,4 Prozentpunkte zum Wachstum beisteuern und das Gesamtwachstum in 2015 deutlich über seine Trendrate von 1 ¼% treiben.

Konsum auch 2014 und 2015 Wachstumstreiber

7

Beitrag zum realen BIP-Wachstum, gg. Vj., %-Punkte

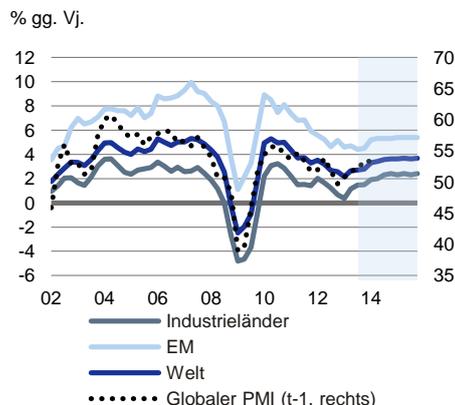


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

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



Weltwirtschaft erreichte Tiefpunkt Q1 13 **1**

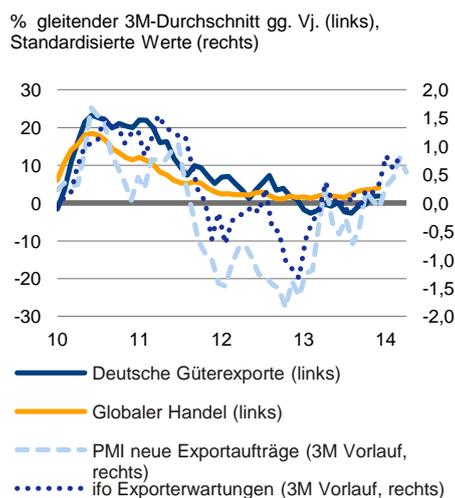


Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

## Abschwächung in anfälligsten Schwellenländern keine Gefahr für deutsche Exporterholung

- Das Wachstum der deutschen Exporte dürfte mit der erwarteten Belebung der Weltkonjunktur kräftig auf rund 6% im Jahr 2014 und weiter auf fast 7% im Jahr 2015 anziehen.
- Durch eine solide Binnennachfrage und in Folge der Exportbelebung dürften die Importe um etwa 6 ½% im Jahr 2014 und knapp über 7% im Jahr 2015 steigen.
- Die Nettoexporte dürften im Jahr 2014 leicht positiv auf das BIP-Wachstum wirken. Im Jahr 2015 dürften rund 20% des BIP-Wachstums von 2% auf die Nettoexporte zurückgehen. Der Hauptwachstumstreiber dürfte aber die inländische Nachfrage bleiben.
- Die Risiken in den Schwellenländern sind kürzlich wieder zum Vorschein gekommen, teilweise getrieben durch die Anfälligkeit gegenüber eines Fed-Taperings. Sollte sich das Wachstum dieser Ländergruppe, die wir anhand ihres hohen externen Finanzierungsbedarfs identifizieren, merklich abschwächen, dürfte dies keine Gefahr für die deutsche Exporterholung darstellen. Diese Länder haben nur einen relativ geringen Anteil an der Weltwirtschaft (4%) und als Zielland deutscher Exporte eine geringe Bedeutung.

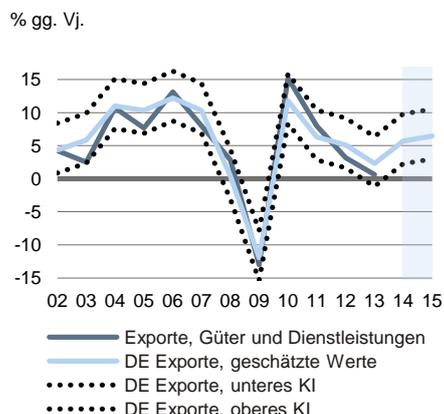
Deutsches Exportwachstum dürfte in den nächsten Monaten anziehen **2**



Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo, Markit, CPB, Deutsche Bank Research

Die Abkühlung der Weltwirtschaft, insbesondere die weiter schwache Konjunkturentwicklung in der Eurozone, dämpfte im Jahr 2013 die deutsche Exportentwicklung. Nachdem das Wachstum der Weltwirtschaft den Tiefpunkt im ersten Quartal 2013 erreicht hatte, setzte eine Erholung ein. Im Jahresdurchschnitt stiegen die preisbereinigten Exporte dennoch nur um 0,8% (nach 3,2% im Jahr 2012). Die Stimmungskennzeichen deuten auf eine weitere Erholung in den nächsten Monaten hin. Damit dürften die Exporte durch die erwartete Beschleunigung der Weltwirtschaft hin zum Trendwachstum im Jahresverlauf 2014 an Fahrt gewinnen. Die Schwellenländer dürften der Hauptwachstumstreiber der Weltwirtschaft bleiben, und unter den Industrieländern dürften sich die USA positiv hervorheben. Anhand der historischen Korrelation zwischen den deutschen Güter- und Dienstleistungsexporten mit der wirtschaftlichen Entwicklung in den Industrie- und Schwellenländern sowie einem Indikator für die Wettbewerbsfähigkeit<sup>1</sup> lässt sich mit der Verwendung unserer jeweiligen Prognosen dieser Variablen die Entwicklung der Exporte bis 2015 prognostizieren.<sup>2</sup> Das Wachstum der preisbereinigten deutschen Exporte dürfte sich danach auf rund 6% in 2014 und weiter auf fast 7% in 2015 beschleunigen.

Belebung deutscher Exporte durch Beschleunigung der Weltwirtschaft **3**



KI: 90% Konfidenzintervall

Quelle: Deutsche Bank Research

## Importwachstum getrieben von solider inländischer Nachfrage und Anziehen der Exporte

Die preisbereinigten Importe wuchsen 2013 mit 0,9% etwas langsamer als im Vorjahr. In nominaler Rechnung ist der Import von Gütern- und Dienstleistungen allerdings gesunken. Vor allem durch den Rückgang der Rohstoffpreise fiel der Importdeflator um 1,9%.

Während die solide inländische Konsumnachfrage für eine relativ stabile Nachfrage nach ausländischen Konsumgütern sorgte, war die Entwicklung bei den Vorleistungsgüter- und Investitionsgüterimporten durch die im Jahr 2013 noch schwache Entwicklung der Nachfrage nach Investitionsgütern und den Exporten

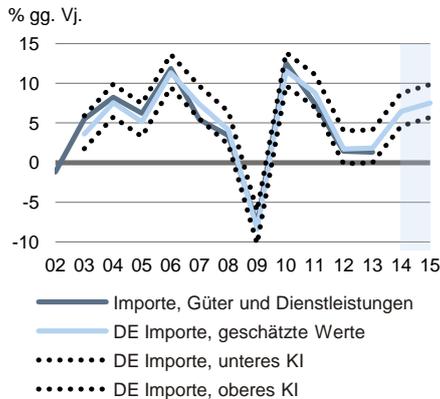
<sup>1</sup> Der von der EZB berechnete harmonisierte Wettbewerbsindikator wurde als Maß für die preisliche und kostenmäßige Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands verwendet. Siehe für Details EZB (2014). Statistics Pocket Book. Februar 2014. Tabelle 11.6.

<sup>2</sup> Siehe Tabelle am Ende für die Regressionsergebnisse.



## Ausblick Deutschland

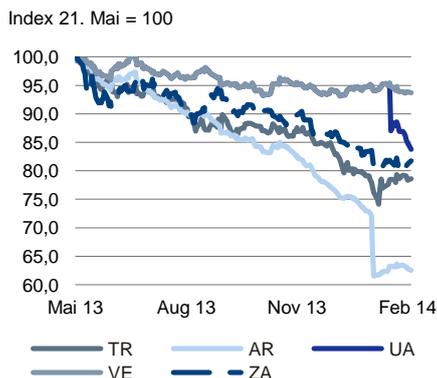
### Höhere Importe durch solide inl. Nachfrage und Exportbeschleunigung 4



KI: 90% Konfidenzintervall

Quelle: Deutsche Bank Research

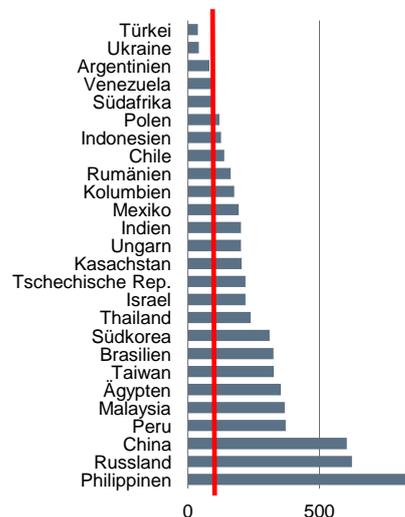
### Deutliche Wechselkursabwertung der anfälligen Schwellenländer gg. EUR 5



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

### Angemessenheit der Währungsreserven in den EM 6

Währungsreserven im Verhältnis zu kurzfristigen Schulden + LB-Defiziten



Quelle: Deutsche Bank Research

unterdurchschnittlich. Vor allem die Exporte beeinflussen über den seit Mitte der 1990er Jahre trendmäßig steigenden Anteil der ausländischen Wertschöpfung die Entwicklung der Importe (Basarökonomie). Der Anteil der ausländischen Wertschöpfung an den deutschen Exporten lag im Jahr 2009 etwas unter 30% (1995: 19%).

Mit der Korrelation zwischen den Importen und einem Proxy für die inländische Nachfrage nach Importen – der Summe aus privatem Konsum und Investitionen –, den Exporten sowie einem Indikator für die Wettbewerbsfähigkeit lässt sich die historische Entwicklung der Importe gut abbilden.<sup>3</sup> Aus der historischen Korrelation und mit unseren Prognosen der verwendeten Variablen ergibt sich eine Beschleunigung des Importwachstums auf etwa 6 ½% im Jahr 2014 und knapp über 7% in 2015.

### Nettoexporte in 2015 wahrscheinlich wieder mit merklichen positivem Wachstumsbeitrag

Die Nettoexporte dürften 2014 leicht positiv auf das BIP-Wachstum wirken und einen Wachstumsbeitrag von rund ½%-Punkt im Jahr 2015 liefern. 2013 war der Nettoexport noch wachstumsneutral. Hauptwachstumstreiber für unser prognostiziertes BIP-Wachstum von 1,5% in 2014 und 2,0% in 2015 bleibt damit nach wie vor – wie bereits im Jahr 2013 – die inländische Nachfrage.

### Abschwächung in anfälligsten Schwellenländern hätte nur geringe Auswirkungen auf deutsche Exporte

Ein Risiko für unsere prognostizierte Erholung der deutschen Exporte stellt eine konjunkturelle Abschwächung in einzelnen Schwellenländern dar. Nach ersten Andeutungen des damaligen Fed-Präsidenten Ben Bernanke im Mai 2013, dass die Fed mit der Reduktion ihrer Assetkäufe (Tapering) starten könnte, kam es zu einer Trendumkehr des internationalen Zinszyklus. Einige Schwellenländer wurden durch einen abrupten und massiven Kapitalabfluss überrascht. Dies führte zu einer relativ kräftigen Währungsabwertung. Die Lage entspannte sich zwar temporär dadurch, dass die Fed zunächst an ihrem Assetkaufprogramm unverändert festhielt. Sie kündigte dann allerdings auf ihrer Sitzung im Dezember den Beginn des Tapering an und senkte im Januar und Februar das Volumen ihrer monatlichen Assetkäufe um jeweils USD 10 Mrd. auf momentan USD 65 Mrd. Dadurch erhöhte sich zusammen mit länderspezifischen Problemen die Volatilität in einigen Schwellenländern erneut. Wir rechnen nicht damit, dass es eine breit angelegte Krise in den Schwellenländern geben wird. Einzelne Schwellenländer – vor allem die mit einem geringen Volumen an Währungsreserven – befinden sich allerdings in einer schwierigen Lage. Überdies dürften für die Schwellenländer mit hoher politischer Unsicherheit, schwachen Fundamentaldaten und geringem Reformeifer die Herausforderungen groß bleiben.<sup>4</sup>

Potentiell anfällig für Kapitalabflüsse sind die Länder, deren Währungsreserven geringer als die Summe aus den kurzfristigen ausländischen Schulden und der Leistungsbilanzdefizite sind.<sup>5</sup> Anhand dieses Indikators sind dies momentan die Türkei, die Ukraine, Argentinien, Venezuela und Südafrika (Grafik 6).

<sup>3</sup> Siehe Tabelle am Ende für die Regressionsergebnisse.

<sup>4</sup> Siehe Canonero, G., T. Baig, R. Burgess (2014). Vulnerabilities, Policy Inaction, and Stigma in the Recent EM Selloff. Deutsche Bank Research. Special Report. 13. Feb. 2014.

<sup>5</sup> Siehe Burgess, R. (2014). Data Flash: Turkey: CBT intervenes but reserves are too low to sustain this for long. 23. Jan. 2014.



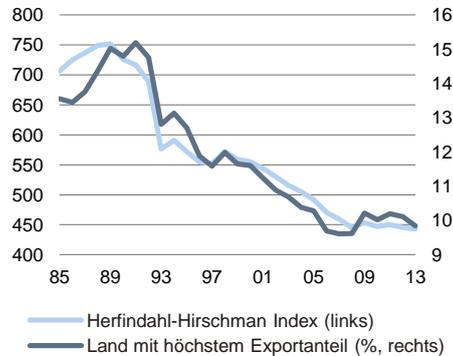


## Ausblick Deutschland

Regionale Diversifikation deutscher Exporte signifikant gestiegen

9

Herfindahl-Hirschman Index (links); % der Gesamtexporte (rechts)



Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

am BIP verdoppelte sich seit 1991 auf über 50%. Von den deutschen Exporten gehen 70% in die Industrieländer.

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

Regressionsergebnisse für die deutschen Exporte

10

Exporte (real, Güter und Dienstleistungen)	Koef.	t	P> t
<b>BIP-Wachstum</b>			
Industrieländer ohne Deutschland	3,03	6,39	0,00
Schwellenländer	0,87	2,12	0,04
Realer Wettbewerbsindikator der EZB (1Q verzögert)	-0,49	-2,76	0,01
Konstante	-5,04	-2,36	0,02
R <sup>2</sup>		0,75	
Durbin-Watson Statistik		1,89	
Beobachtungszeitraum		Q1 2001 - Q4 2013	

Quelle: Deutsche Bank Research

Regressionsergebnisse für die deutschen Importe

11

Importe (real, Güter und Dienstleistungen)	Koef.	t	P> t
Exporte	0,43	10,15	0,00
Inländische Nachfrage nach Importen*	1,33	8,81	0,00
Realer Wettbewerbsindikator der EZB (5Q verzögert)	0,26	2,52	0,02
Konstante	1,58	3,42	0,00
R <sup>2</sup>		0,90	
Durbin-Watson Statistik		1,85	
Beobachtungszeitraum		Q1 2001 - Q4 2013	

\* Privater Konsum und Investitionen  
Quelle: Deutsche Bank Research



Leiharbeit

Seit 1972 ist die Leiharbeit im Arbeitnehmerüberlassungsgesetz geregelt. Sie ist gekennzeichnet durch eine Dreiecksbeziehung zwischen Leiharbeiter, Leiharbeitsfirma und dem entleihenden Unternehmen. Danach überlässt die Leiharbeitsfirma, die den Leiharbeiter entlohnt, dem entleihenden Unternehmen einen Mitarbeiter zum Zwecke der Erbringung einer Arbeitsleistung. Dabei werden die Begriffe Leiharbeit, Zeitarbeit und Arbeitnehmerüberlassung synonym verwendet. Während die ersten Fassungen des Arbeitnehmerüberlassungsgesetzes eine strenge Regulierung dieser Branche vorsahen, setzte ab 1985 eine zunehmende Deregulierung ein. Hauptsächlich soll die Leiharbeit zur Überbrückung von Auftragsspitzen oder Personalengpässen dienen. Die Intension dabei war, dass Konjunkturschwankungen nicht durch Überstunden, sondern durch zusätzliche Beschäftigung bewältigt werden, und dass Unternehmen diese zunächst zeitlich begrenzten Arbeitsplätze später in reguläre Jobs umwandeln. Bei den Leiharbeitnehmern handelt es sich fast ausschließlich um sozialversicherungspflichtig Beschäftigte. Außerdem gilt seit 2012 ein gesetzlicher Mindestlohn, der zuletzt im Januar 2014 auf EUR 8,50 pro Stunde im Westen und EUR 7,86 im Osten erhöht wurde. Bis 2016 soll er auf EUR 9,00 (West) bzw. EUR 8,50 (Ost) steigen.

## Leiharbeit: Erfolgsgeschichte mit ungewissem Ausgang

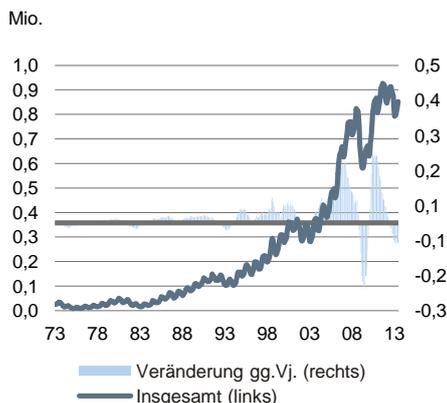
- Die geplante Regulierung der Leiharbeit stellt eine Kehrtwende der bisherigen Arbeitnehmerüberlassung dar.
- Wir halten eine solche Maßnahme für falsch, da sie die Beschäftigungschancen von Problemgruppen erheblich verringert, die bislang vor allem von der im Zuge der Hartz-Reformen deregulierten Leiharbeit profitiert haben.
- Auch aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive ist eine stärkere Regulierung problematisch. So hat die Leiharbeit erheblich zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes beigetragen, die die Grundlage dafür bildete, dass Deutschland vom „kranken Mann Europas“ zum ökonomischen Vorbild avancierte.
- Die bisherige Erfolgsgeschichte der Leiharbeit steht damit vor einem ungewissen Ausgang.

Nach dem Koalitionsvertrag von CDU/CSU und SPD sollen prekäre Beschäftigungsverhältnisse wieder stärker reguliert werden. Dies schließt auch für die Arbeitnehmerüberlassung ein, bei der eine Überlassungshöchstdauer von 18 Monaten angestrebt wird, wobei Leiharbeiter spätestens nach 9 Monaten gehaltenstechnisch mit der Stammebelegschaft gleichzustellen sind. Sicherlich ist ein unbefristetes Normalarbeitsverhältnis aus individueller Sicht der Leiharbeit vorzuziehen. Dennoch halten wir eine solche Begrenzung für falsch, da sie die Beschäftigungschancen von Problemgruppen erheblich verringert, die bislang vor allem von der im Zuge der Hartz-Reformen deregulierten Leiharbeit profitiert haben. Die im Koalitionsvertrag zum Ausdruck gebrachte Intension, dass man „Geringqualifizierten und Langzeitarbeitslosen neue Chancen erschließen“ möchte, wird unserer Einschätzung zufolge durch die beabsichtigte Regulierung konterkariert.

Eine stärkere Regulierung der Leiharbeit widerspricht auch dem Eingangsstatement des Koalitionsvertrages zum Kapitel Arbeitsmarkt, wonach die Koalitionsparteien „Rahmenbedingungen für die Wirtschaft schaffen wollen, die ihr auf dem globalen Arbeitsmarkt Wettbewerbsfähigkeit, Innovationskraft und Beweglichkeit ermöglichen“. Ob mit der beabsichtigten Regulierung die „Beweglichkeit“ gefördert und somit die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft gesteigert wird, muss bezweifelt werden. Entsprechend halten wir auch aus gesamtwirtschaftlichen Aspekten die Entscheidung für falsch. So hat die Leiharbeit erheblich zur Flexibilisierung des Arbeitsmarktes beigetragen, die die Grundlage dafür bildete, dass Deutschland vom „kranken Mann Europas“ zum ökonomischen Vorbild avancierte. Die bisherige Erfolgsgeschichte der Leiharbeit steht damit vor einem ungewissen Ausgang.

Leiharbeitnehmer

1



Quelle: BA

### Deregulierungen in der Vergangenheit ...

Die geplanten Regulierungsschritte stellen eine Kehrtwende der bisherigen Arbeitnehmerüberlassungsgesetzgebung dar, die seit 1985 schrittweise dereguliert wurde. Der größte Meilenstein in der Deregulierungsgeschichte wurde durch die Hartz-Reformen erreicht. Im Zuge von Hartz I wurde das Arbeitnehmerüberlassungsgesetz grundlegend geändert und gelockert. Zum 1.1.2003 fielen das Befristungsverbot (ohne sachlichen Grund konnte ein Leiharbeitsverhältnis nicht erneut befristet werden), das Synchronisationsverbot (Verbot für Leiharbeitsfirmen Leiharbeiter nur zum Zwecke einer einmaligen Entsendung einzustellen) und das Wiedereinstellungsverbot (innerhalb von 3 Monaten nach Kündigung darf ein Leiharbeiter nicht erneut in derselben Leiharbeitsfirma angestellt werden) ersatzlos weg. Auch die bis zum damaligen Zeitpunkt gesetz-



lich vorgeschriebene Überlassungshöchstdauer von 24 Monaten wurde gestrichen.

### ... führten zu einem regelrechten Boom bei der Leiharbeit ...

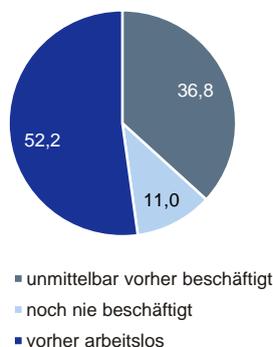
Mit abnehmender Regulierung hat ein regelrechter Beschäftigungsboom in der Leiharbeitsbranche eingesetzt. Während im Januar 1992 die Leiharbeitsbranche kaum vorhanden war und lediglich rund 120.000 Arbeitnehmer aufwies, verdreifachte sich diese Zahl innerhalb der folgenden 10 Jahre. Bemerkenswert entwickelte sich die Arbeitnehmerüberlassung auch seit 2003. Seit der Durchsetzung der Harz I-Regelung im Januar 2003 verdreifachte sich die Zahl nochmal bis zu ihrem Höchststand von 927.000 Arbeitnehmern im August 2011. Seitdem ist ein leichter Rückgang zu beobachten. Dies ist allerdings eher einer vorübergehenden Konjunkturabschwächung geschuldet, zumal sich die Zahl der Beschäftigten immer noch mit rund 850.000 auf einem hohen Niveau befindet.<sup>7</sup>

Der wichtigste Grund, warum Firmen verstärkt auf Leiharbeit zurückgegriffen haben, liegt in der höheren personalpolitischen Flexibilität, insbesondere bei der starken Regulierung der Normalarbeitsverhältnisse. Unternehmen zögern bei ungewisser Wirtschaftslage, den eigenen Personalbestand aufzustocken und langfristige arbeitsrechtliche Bindungen einzugehen. Weitere Vorteile der Leiharbeit für Firmen sind ein geringerer Verwaltungsaufwand, niedrigere Einstellungskosten sowie eine im Schnitt niedrigere Entlohnung und damit niedrigere Kosten.

#### Vorherige Tätigkeit der Leiharbeiter

2

Dezember 2012, Anteil in %



Quelle: BA

### ... mit positiven Effekten für Problemgruppen ...

Deutschland verdankt seine Entwicklung vom „kranken Mann Europas“ zum Beschäftigungswunder nicht zuletzt auch der außergewöhnlichen Beschäftigungsentwicklung in der Leiharbeit. Fast ein Fünftel des gesamten Beschäftigungsaufbaus zwischen 2003 und 2012 entfielen auf die Leiharbeit, und das, obwohl diese Gruppe lediglich rund 2 ¼% aller Erwerbstätigen stellt. Höhere Quoten weisen die Niederlande (5,4%), Belgien (3,5%), Frankreich (3,1%) und Großbritannien (2,7%) auf, während der Anteil in Österreich in etwa dem deutschen entspricht, und die Leiharbeit in Portugal und Irland nahezu keine Rolle spielt.

Auch die mit der Leiharbeit beabsichtigte Wirkung einer (Wieder-)Eingliederung so genannter Risikogruppen in das Berufsleben wurde erreicht. Gut 52% der in der Arbeitnehmerüberlassung Beschäftigten waren unmittelbar zuvor arbeitslos und 11% noch nie beschäftigt. Gut 8% der Leiharbeiter waren vorher langzeitarbeitslos (länger als 1 Jahr).

Auch ein Blick auf die Qualifikation verdeutlicht die besondere Struktur der Arbeitnehmerüberlassung und die daraus entstehenden Chancen für die am Arbeitsmarkt eher benachteiligten Gruppen. Die Ausbildungsstruktur in der Leiharbeit weicht deutlich vom gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt ab. Danach besitzen Beschäftigte in der Arbeitnehmerüberlassung vergleichsweise selten einen Fach- oder Hochschulabschluss (3% in der Zeitarbeit gegenüber 13% unter allen sozialversicherungspflichtig Beschäftigten), wohingegen Beschäftigte ohne Berufsausbildung überdurchschnittlich häufig vertreten sind (22% gegenüber 12%).

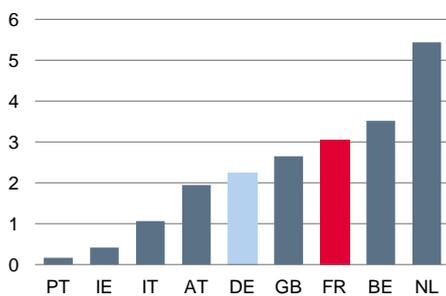
<sup>7</sup> Vgl. hierzu auch: Bundesagentur für Arbeit (2013). Zeitarbeit in Deutschland – Aktuelle Entwicklungen. Arbeitsmarktberichterstattung – Juli 2013.



Leiharbeit in Europa

3

Anteil an Erwerbstätigen, 2011 in %



Quelle: Eurostat

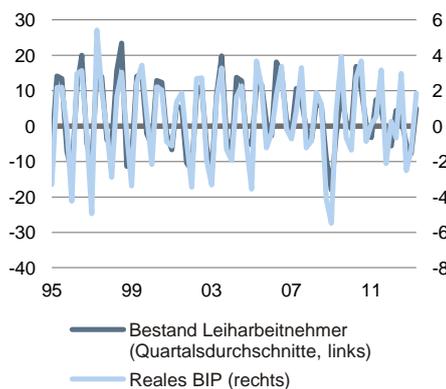
...aber auch zu kontroversen Diskussionen über die Auswirkungen

Die Leiharbeit bietet für viele Arbeitslose grundsätzlich eine gute Gelegenheit, wieder oder zum ersten Mal Fuß auf dem Arbeitsmarkt zu fassen. Sie zeichnet sich allerdings auch durch eine hohe Konjunkturabhängigkeit aus, was jedoch bei ihrer Konzeption auch beabsichtigt war. Da Unternehmen gesetzlich viel stärker an einen Stammarbeitnehmer gebunden sind, nutzen sie oftmals bei steigender Auftragslage zunächst die Möglichkeit, einen Leiharbeiter einzustellen. Umgekehrt werden diese aber auch schneller entlassen, sobald sich die wirtschaftlichen Aussichten wieder verschlechtern. Tatsächlich sind BIP- und Leiharbeitnehmerwachstum seit einigen Jahren stark miteinander korreliert. Damit zeigt sich, dass die Deregulierung der Leiharbeit die Hoffnung der Reformer erfüllte, dass Unternehmen konjunkturelle Schwankungen nicht durch potenziell teurere Überstunden und deren Abbau, sondern durch zusätzliche Beschäftigte bewältigen. Während im Zeitraum 1980 bis 1990 – eine Periode, die noch durch verhältnismäßig starke Regulierung geprägt war – lediglich eine Korrelation von 0,12 bestand, bewegen sich BIP- und Leiharbeitnehmerwachstum seit 2003 praktisch im Gleichschritt (Korrelation: 0,85). Dagegen hat die Entwicklung der Zahl der abhängig Beschäftigten und das Wirtschaftswachstum (Vorquartalsvergleich) nur eine Korrelation von 0,1.

Leiharbeit & Wirtschaftswachstum

4

% gg.Vq.



Quellen: BA, Statistisches Bundesamt

Zusätzlich deutet auch die relativ kurze Dauer des Zeitarbeitsverhältnisses von unter 3 Monaten in etwa 50% der Fälle neben dem Einsatz von Leiharbeitern als Vertretungslösungen (Urlaub, Mutterschutz) auf die Schlüsselrolle hin, die die Leiharbeit bei der Abfederung von Konjunkturschwankungen spielt und folglich einen effizienteren Arbeitseinsatz für Unternehmen ermöglicht. Arbeitnehmer hingegen bewerten die starke Konjunkturabhängigkeit der Zeitarbeit oftmals negativ. Für viele Beschäftigte rangiert die Sicherheit ihres Arbeitsplatzes an oberster Stelle<sup>8</sup>. Zudem bemängeln Kritiker die beobachteten Lohnunterschiede, nach denen Leiharbeiter im Schnitt weniger verdienen als vergleichbare Festangestellte, sowie die niedrigeren betrieblichen Sozialleistungen. Insgesamt seien Leiharbeitnehmer gegenüber der Stammebelegschaft schlechter gestellt, was dieses Beschäftigungsmodell auch so prekär mache.

Allerdings dürfte die Aussage des DGB, dass Leiharbeitsbeschäftigte nur die Hälfte der Festangestellten verdienen, übertrieben sein. Joachim Möller, Mitarbeiter des IAB, weist darauf hin, dass Leiharbeiter im Durchschnitt jünger sind, häufiger keine Berufserfahrung haben, ihr bisheriger Berufsverlauf vermehrt von Brüchen und Arbeitslosigkeit geprägt ist, es sich oft um Anlern- und Aushilfstätigkeiten handelt und die Beschäftigungsdauer in der Hälfte der Fälle unter 3 Monaten liegt, was einen Teil des Lohnunterschieds erklärt. Seinen Schätzungen zufolge liegt der Lohnabstand eher bei rund 20% statt bei 50%.<sup>9</sup> Eine Berechnung von Deutsche Bank Research auf SOEP-Basis kommt ebenfalls zu einem Lohnabstand von etwa 20%.<sup>10</sup> Die Forderungen, die Löhne entsprechend anzugleichen, sind zwar verständlich, verringern aber die Chancen von Arbeitslosen, über die Leiharbeit wieder in Beschäftigung zu kommen.

In diesem Zusammenhang sollte man sich außerdem auch fragen, welche Alternativen den Leiharbeitern offen stehen. Sicherlich ist ein festes Anstellungsverhältnis der Leiharbeit vorzuziehen, aber gilt dies auch für Arbeitslosigkeit? Psychologisch gesehen ist allein das Stigma der Arbeitslosigkeit für viele Menschen eine erhebliche Belastung.

<sup>8</sup> Vgl. Towers Watson. (2012). Global Workforce Study. Ergebnisse für Deutschland 2012/2013. Geld, Karriere, Sicherheit? Was Mitarbeiter motiviert und in ihrem Unternehmen hält.

<sup>9</sup> Vgl. Jahn, E. (2011). Entlohnung in der Zeitarbeit. Auf die Mischung kommt es an. IAB-Forum 1/2011.

<sup>10</sup> Vgl. Peters, H. (2012). Pluralisierung der Erwerbsformen mit positiven Effekten für den Arbeitsmarkt. In: Aktuelle Themen. 9. Mai 2012. Deutsche Bank Research.



Auch der Sachverständigenrat<sup>11</sup> hat sich mit der Kritik bezüglich Leiharbeit auseinandergesetzt. Insgesamt kommt er zu dem Ergebnis, dass Zeitarbeit im Allgemeinen den Einstieg in den primären Arbeitsmarkt erleichtert und „allemaal ... besser als Arbeitslosigkeit“ sei.

### Die Hälfte der Leiharbeit ist Verdrängung

Ökonomisch gesehen kommt es darauf an, in wieweit Leiharbeit ein Sprungbrett in reguläre Beschäftigung darstellt (Brückenfunktion), ob ein Leiharbeiter vom entleihenden Betrieb übernommen wird (Klebefunktion) und auch, inwiefern neue Arbeitsplätze mit Hilfe von Leiharbeit geschaffen werden. Vor allem Letzteres sollte nicht unterschätzt werden. Eine Studie des IAB<sup>12</sup> kommt zu dem Schluss, dass Leiharbeit erheblich zum Beschäftigungsaufbau beigetragen, aber auch andere Beschäftigungsformen verdrängt hat. Nach den IAB-Berechnungen entfällt etwa die Hälfte der zusätzlichen Beschäftigung durch Leiharbeit auf Substitutionseffekte. Die restlichen 50% schaffen jedoch zusätzliche Arbeitsplätze. Demnach werden bei einem Beschäftigungsaufbau von 200.000 Zeitarbeitnehmern – wie es beispielsweise 2011 der Fall war – 100.000 neue Arbeitsplätze generiert. Auch eine Studie des Instituts zur Zukunft der Arbeit kommt zu dem Ergebnis, dass flexible Beschäftigungsformen wie die Leiharbeit häufiger zur Beschäftigungserhöhung als zur Verdrängung regulärer Beschäftigung beigetragen haben. Dies zeige sich vor allem darin, dass sich der Anteil der Vollzeitbeschäftigten an der erwerbsfähigen Bevölkerung seit den Reformen sogar leicht erhöht hat.<sup>13</sup>

Bezüglich des Brückeneffekts kommt Möller<sup>14</sup> zu dem Ergebnis, dass etwa 7% der vorher Arbeitslosen, die in Leiharbeit gehen, im Zweijahreszeitraum nach der Leiharbeit beschäftigt sind und damit die Leiharbeit hinter sich gelassen haben. Den Klebeeffekt, d.h. der Anteil der Leiharbeiter, die direkt vom Einsatzbetrieb übernommen werden, veranschlagt er auf 7 bis 15%.

### Leiharbeitseffekte auch in der Produktivitätsentwicklung erkennbar

Von der Leiharbeit profitieren vor allem Randgruppen, die überdurchschnittlich häufig unter den Zeitarbeitnehmern vertreten sind. Unternehmen achten bei der Wahl ihrer Festangestellten zweckgemäß auf die Qualifikation der Bewerber, und auch die Dauer einer eventuell bestehenden Arbeitslosigkeit spielt eine nicht unerhebliche Rolle. Laut einer IAB-Studie<sup>15</sup> werden Personen, die zuvor länger als ein Jahr arbeitslos waren, lediglich von 33% der Unternehmen als zukünftige Mitarbeiter in Betracht gezogen. 39% hingegen schließen Langzeitarbeitslose schon von vornherein in ihrem Bewerbungsprozess aus und berücksichtigen nur Kandidaten, die zuvor überhaupt nicht oder nur wenige Monate arbeitslos waren. Langzeitarbeitslose haben generell weniger Chancen für einen Wiedereinstieg ins Berufsleben, nicht zuletzt, weil sich während ihrer Arbeitslosigkeit ihr Humankapital entwertet – mit anderen Worten: sie werden weniger produktiv. Besteht nun für ein Unternehmen die Möglichkeit einen in diesem Sinne sonst eher benachteiligten Langzeitarbeitslosen als Leiharbeiter einzustellen, ist es eher gewillt den Bewerber zu berücksichtigen, da er – im Vergleich zu Stammmitarbeitern – gegebenenfalls einfacher und schneller zu

<sup>11</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2011). Jahresgutachten 2011/12. Verantwortung für Europa wahrnehmen.

<sup>12</sup> Vgl. Jahn, E., E. Weber (2013). Zeitarbeit. Zusätzliche Jobs, aber auch Verdrängung. IAB-Kurzbericht. 2/2013.

<sup>13</sup> Vgl. Eichenhorst W., V. Tobsch (2014). Flexible Arbeitswelten. IZA Research Report No. 59.

<sup>14</sup> Vgl. Möller, J. (2011). Mythen der Arbeit. Leiharbeiter bekommen nur den halben Lohn – stimmt's? In: Spiegel Online. 28. September 2011.

<sup>15</sup> Vgl. Moertel, J., M. Rebien (2013). Personalauswahl. Wie Langzeitarbeitslose bei den Betrieben ankommen. IAB-Kurzbericht. 9/2013.

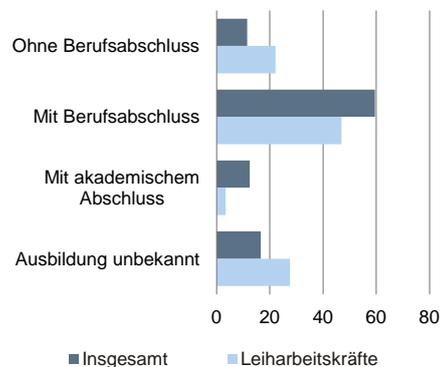


## Ausblick Deutschland

### Beschäftigte nach Berufsabschluss

5

März 2013, Anteil in %

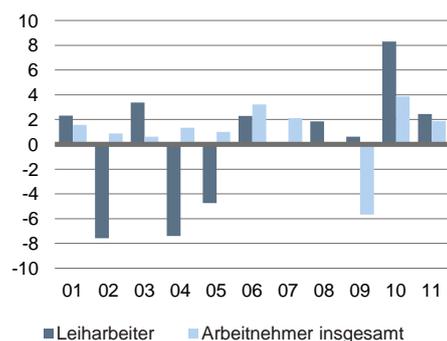


Quelle: BA

### Produktivitätsentwicklung

6

Reale Bruttowertschöpfung je Arbeitnehmer, % gg. Vorjahr



Quelle: Eurostat

### Produktivitätsentwicklung

7

Reale Bruttowertschöpfung je Arbeitnehmer, 2000=100 (links), %-Punkte (rechts)



\*) Produktivitätsentwicklung Gesamtwirtschaft - Produktivitätsentwicklung Gesamtwirtschaft ohne Leiharbeitnehmer

Quelle: Eurostat

ersetzen ist. Der Erfolg dieser Beschäftigungsform spiegelt sich in der Entwicklung der Arbeitsproduktivität wider. Die Integration insbesondere von geringer Qualifizierten in den Arbeitsmarkt, wie sie im Bereich Leiharbeit stattgefunden hat, hat die Entwicklung der Arbeitsproduktivität nachweislich gedämpft.

### Merkliche Verschiebungen in der Struktur der Leiharbeitnehmer

Zwar ist es schwierig, die Arbeitsproduktivität von Leiharbeitern zu messen, da sie von den Leiharbeitsfirmen entlohnt werden, aber in nahezu allen Branchen ihre Arbeitsleistung erbringen. Dabei haben sich die Tätigkeitsbereiche in den vergangenen Jahren verstärkt weg von der Metall-, Elektro- und chemischen Industrie hin zu Hilfspersonal und Dienstleistungen entwickelt. Während letztere zusammengenommen im Jahr 2000 nur einen Anteil an den gesamten Leiharbeitern von 55% ausmachten, stieg der Anteil bis 2011 auf 63%<sup>16</sup>. Der Anteil der beschäftigten Leiharbeiter in der Metall-, Elektro- und chemischen Industrie ging im selben Zeitraum um 10%-Punkte von 36% auf rund 26% zurück. Leiharbeitnehmer in diesen Industrien sollten eine bessere Ausbildung genossen haben und auch wegen der komplexeren Tätigkeit häufig eine höhere Arbeitsproduktivität aufweisen als Hilfsbeschäftigte oder Leiharbeitnehmer im Dienstleistungsbereich. Leiharbeitnehmer rekrutieren sich zunehmend aus Menschen ohne Arbeitserfahrung. So hat der Anteil derjenigen, die zuvor noch nie beschäftigt waren, an Bedeutung gewonnen. Von Dezember 2002, also vor Einführung der Hartz-Reformen, bis 2012 hat sich deren Anteil an den gesamten Leiharbeitnehmern von rund 9% auf 11% erhöht. Diese Gruppe sollte erwartungsgemäß nicht zuletzt wegen mangelnder Berufserfahrung weniger produktiv sein.

Unser Ansatz, die Produktivität von Leiharbeitern durch die Bruttowertschöpfung der Leiharbeitsfirmen pro Arbeitnehmer abzuschätzen, kann somit bestenfalls eine grobe Indikation sein. Zudem könnte dieses Maß dadurch verzerrt sein, dass Leiharbeiter nicht vollständig „ausgeliehen“, sondern nur zeitweise eingesetzt waren. Unsere Berechnung basiert auf der Annahme, dass die Entlohnung der Leiharbeitsfirmen die Produktivität der Leiharbeiter widerspiegelt. Für unsere sektorale Produktivitätsberechnung haben wir die reale Bruttowertschöpfung durch die Anzahl der Beschäftigten dividiert. Als Basis für den Bereich der Leiharbeiter haben wir den Wirtschaftszweig N78 „Vermittlung und Überlassung von Arbeitskräften“ verwendet. Dieser umfasst zwar auch die Vermittlung von Arbeitskräften, wird aber angesichts eines Anteils von über 95% an den in diesem Wirtschaftszweig Beschäftigten von den Leiharbeitnehmern dominiert. So waren 2011 von den insgesamt 921.000 in diesem Sektor Beschäftigten 882.000 Leiharbeitnehmer.

### Produktivität der Leiharbeiter nur knapp halb so hoch wie der Durchschnitt

Die reale Bruttowertschöpfung pro Beschäftigten und damit die Produktivität betrug im Jahr 2011 im Wirtschaftszweig „Vermittlung und Überlassung von Arbeitskräften“ nur rund 48% der Produktivität in der gesamten Wirtschaft. Zudem hat die Produktivität im Leiharbeitssektor von 2000 bis 2011 nahezu stagniert, während sie in der Gesamtwirtschaft um 11% gestiegen ist. Dies lässt auf eine umfangreiche Integration von Arbeitnehmern mit geringer Qualifikation schließen, was mit der Schaffung eines Niedriglohnssektors auch beabsichtigt war und die gesamtwirtschaftliche Produktivitätsentwicklung dämpfte. Ohne die Ausweitung der Leiharbeit wäre die gesamtwirtschaftliche Produktivität von 2000 bis 2011 um 1,5%-Punkte stärker gestiegen. Diese Produktivitätslücke hat

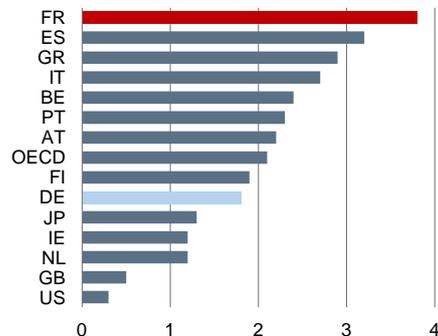
<sup>16</sup> Ein Vergleich mit Werten von 2012 ist nicht möglich, da Änderungen in der Erhebungsmethode zu Brüchen in der Zeitreihe ab Juni 2011 führen.



OECD Regulierungsindex für Leiharbeit

8

2013, Skala 0 - 6



Quelle: OECD

sich vor allem seit 2003, als die Hartz-Reformen in diesem Bereich in Kraft traten, aufgetan. Angetrieben von den Hartz-Reformen haben viele Arbeitslose ihren Weg zurück in die Beschäftigung gefunden. Da solche häufig eine geringere Produktivität aufweisen, hebt deren Integration in den Arbeitsmarkt zwar die Beschäftigung, senkt allerdings auch die gesamtwirtschaftliche Produktivitätsentwicklung.

Im Gegensatz zu Deutschland hat sich in Frankreich die gesamtwirtschaftliche Arbeitsmarktproduktivität mit und ohne Überlassung und Vermittlung von Arbeitskräften sehr gleichförmig entwickelt. In Frankreich ist die Leiharbeitsbranche allerdings schon seit mehreren Jahrzehnten in vielerlei Hinsicht stark reguliert und die Regulierung ist nach Einschätzung der OECD die höchste in Europa. Während beispielsweise in Deutschland der Lohngleichheits-Ansatz mit Hilfe von individuellen Verträgen umschifft werden kann, setzt ihn Frankreich rigoros durch. Darüber hinaus bekommen dort Leiharbeiter eine so genannte „Prekäritätsprämie“ in Höhe von 10% ihrer Lohnsumme, um eine Kompensation für wegfallende Urlaubsansprüche zu erhalten. Angesichts dieser Kosten erscheint es plausibel, dass in Frankreich die Zahl der Leiharbeiter nach anfänglich kräftigem Anstieg in der letzten Dekade mehr oder weniger bei gut 800.000 stagnierte, während die Beschäftigung insgesamt um fast 5,5% zunahm.

### Fazit: Erfolgsgeschichte könnte zu Ende gehen

Werden die im Koalitionsvertrag vorgeschlagenen Regulierungen in der Leiharbeitsbranche vorgenommen, könnte dies die positive Beschäftigungsentwicklung spürbar dämpfen. So werden Unternehmen, angesichts der Erfahrungen in der Vergangenheit, wohl merklich weniger Leiharbeiter einstellen. Darunter werden vor allem die Problemgruppen am Arbeitsmarkt (u.a. Geringqualifizierte und Langzeitarbeitslose) am meisten leiden und in der Arbeitslosigkeit verharren. Dass mit solchen Maßnahmen Geringqualifizierten und Langzeitarbeitslosen neue Chancen erschlossen werden, wie im Koalitionsvertrag beschrieben, sehen wir nicht. Somit besteht die Gefahr, dass die Erfolgsgeschichte „Leiharbeit“ in Deutschland zu Ende geht.

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

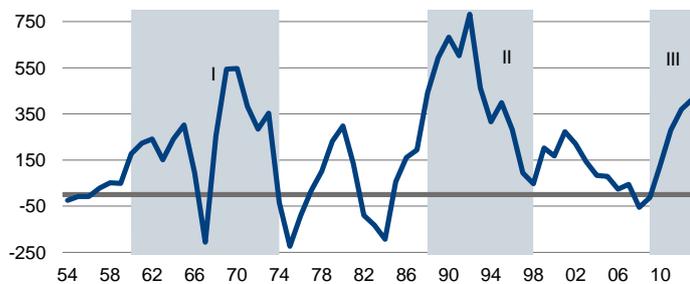
Elisabeth Grewenig ([elisabeth.grewenig@students.uni-mannheim.de](mailto:elisabeth.grewenig@students.uni-mannheim.de))



## Grafik des Monats

Nettozuwanderung 2013P auf höchsten Stand seit Anfang der 1990er Jahre

Tausend Personen (2013 - Projektion)

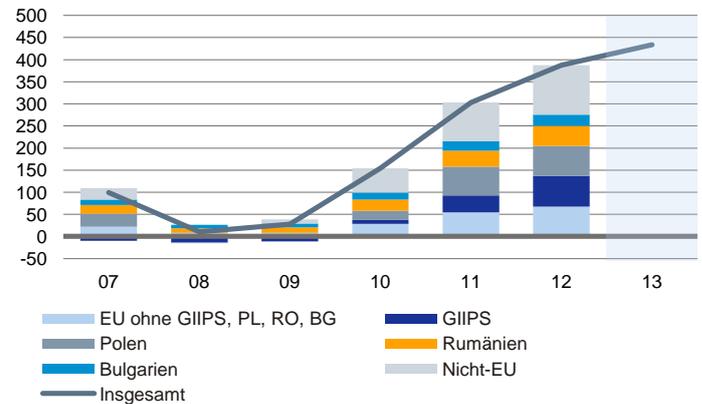


I: Anwerbung von Gastarbeitern, II: Zuwanderung aus Osteuropa nach Fall des Eisernen Vorhanges (insb. Spätaussiedler), III: Verstärkte Zuwanderung durch Krise in der Eurozone und Öffnung des Arbeitsmarktes Richtung Osteuropa

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Signifikanter Anstieg der Nettozuwanderung vor allem aus Osteuropa und GIIPS seit 2010

Tausend Personen



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Höchste Nettozuwanderung seit Anfang der 1990er Jahre

Wie in den beiden Vorjahren dürfte die Nettozuwanderung nach Deutschland auch im Jahr 2013 erneut kräftig gestiegen sein und mit über 400.000 Personen auf dem höchsten Niveau seit dem Jahr 1993 gelegen haben.

Zum Großteil geht dies auf die deutlich gestiegene Zuwanderung aus Osteuropa und den Peripherieländern zurück, die durch die gute Lage auf dem deutschen Arbeitsmarkt ausgelöst wird.

Insbesondere die Aussicht auf höhere Löhne und die angespannte Arbeitsmarktlage in anderen europäischen Ländern ließ die Nettozuwanderung aus Osteuropa, vor allem aus Polen, Rumänien und Bulgarien, von etwas über 20.000 im Jahr 2009 auf rund 140.000 Personen im Jahr 2012 ansteigen. 2013 lag das Lohnniveau in Bulgarien 16%, in Rumänien 22% und in Polen 31% unter dem deutschen. Für Polen wurde bereits im Jahr 2011 – wie für sieben weitere osteuropäische Länder, die 2004 der EU beigetreten waren – der deutsche Arbeitsmarkt geöffnet. Ab 2014 gilt die Arbeitnehmerfreizügigkeit auch für Bulgarien und Rumänien (EU-Beitritt 2007). Die häufig negative Darstellung in der öffentlichen Diskussion, die Immigranten aus diesen Ländern seien schlecht qualifiziert, würden heimische Beschäftigte mit Lohndumping aus dem Arbeitsmarkt drängen und die deutschen Sozialsysteme plündern, wird nicht von den Fakten gestützt. Die Zuwanderer sind qualifiziert und besser in den Arbeitsmarkt integriert als andere Ausländergruppen. Zudem sind sie relativ jung mit positiven Effekten für das deutsche Rentenversicherungssystem.<sup>17</sup>

Seit Beginn der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise und der anschließenden Krise in der Eurozone verschlechterte sich die Lage auf den Arbeitsmärkten in den Peripherieländern dramatisch. Das Niveau der Nettozuwanderung erhöhte sich im Zuge der teilweise katastrophalen Arbeitsmarktlage zwar deutlich, mit einer Nettozuwanderung von rund 70.000 Personen aus den GIIPS-Ländern im Jahr 2012 und angesichts von 11,7 Millionen Arbeitslosen in diesen Ländern jedoch auf einem relativ niedrigen Niveau.

<sup>17</sup> Siehe Brücker et al. (2013) Arbeitsmigration oder Armutsmigration? IAB-Kurzbericht 16/2013 und Statistisches Bundesamt (2014). Zuwanderung aus Bulgarien und Rumänien: Hohe Akademikerquote. Destatis im Fokus.



Der kräftige Anstieg der Nettozuwanderung nach Deutschland war – neben der gestiegenen Partizipation – einer der Hauptgründe dafür, dass die Beschäftigung im Jahr 2013 um 232.000 Personen auf den historischen Höchststand von 41,8 Millionen Personen stieg und gleichzeitig sich auch die Anzahl der Arbeitslosen um 53.000 auf 2,95 Millionen Personen erhöhte. Hier zeigen sich erste regionale und qualifikatorische Mismatch-Probleme.

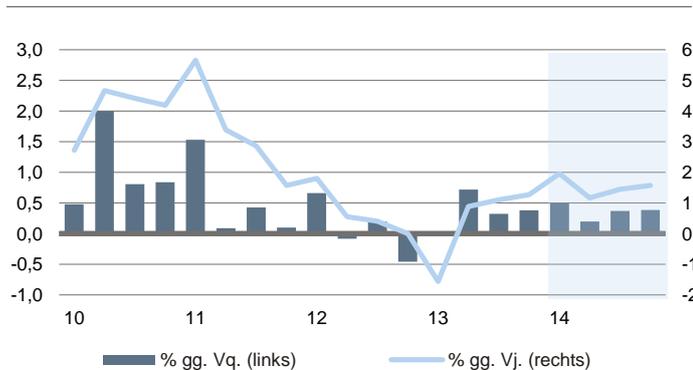
Wir erwarten, dass die Nettozuwanderung in den nächsten Jahren weiter auf einem hohen Niveau bleiben wird. Die Beschleunigung der deutschen Konjunktur dürfte für eine weiter steigende Arbeitsnachfrage sorgen und sich der seit dem Jahr 2010 andauernde stärkere Anstieg der Beschäftigung relativ zur Entwicklung der Arbeitslosigkeit fortsetzen.

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



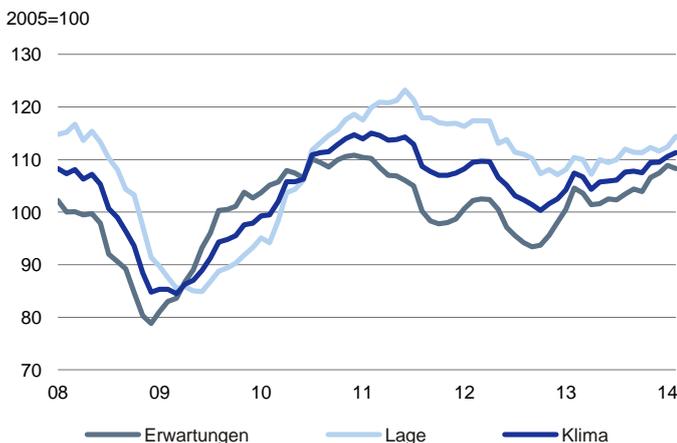
Chartbook

Entwicklung des realen BIP



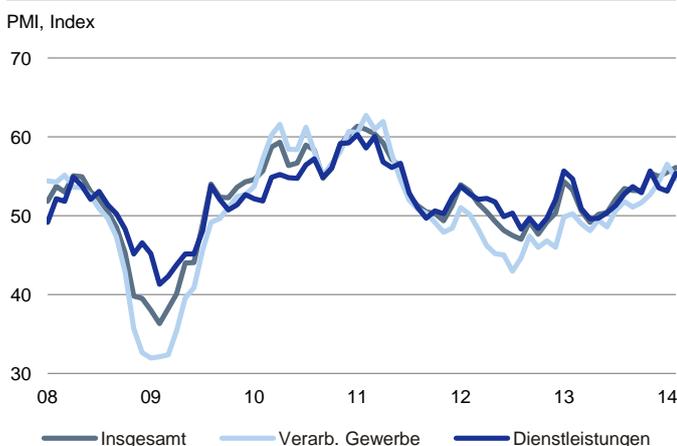
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt



Quelle: ifo

Einschätzung der Einkaufsmanager



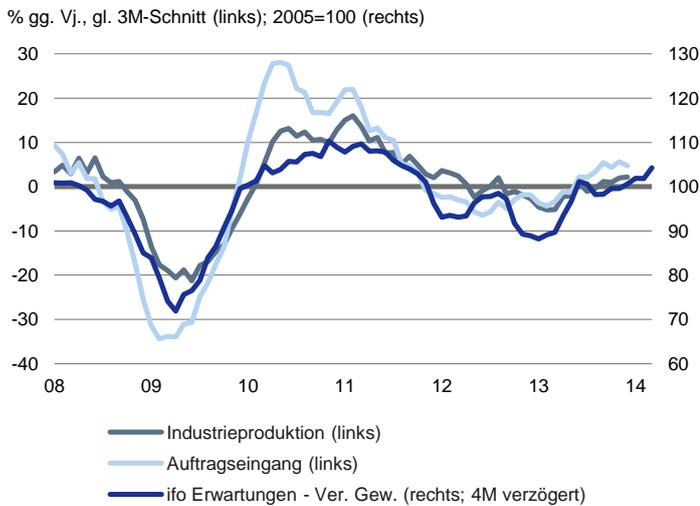
Quelle: Markit

- Das deutsche BIP stieg 2013 um real 0,4%. Die Verlangsamung gegenüber dem Vorjahr (0,7%) ist vor allem dem schwachen Winterhalbjahr 2012/2013 geschuldet. In Q3 (+0,3%) und Q4 (+0,4%) wuchs das BIP etwas schneller als die Potentialrate von gut ¼% gg. Vq.
- In Q4 trieb vor allem der Außenhandel das Wachstum (+1,1%-P.). Investitionen trugen nur leicht zum Wachstum bei und der Konsum nicht. Dagegen dämpfte der Lagerabbau merklich – eine aus statistischen Gründen mit Vorsicht zu interpretierende Zahl. Die enttäuschende Inlandsdynamik dürfte keine Trendwende markieren.
- Dank Quartalswachstumsraten von im Schnitt 0,4% gg. Vq. sollte das BIP 2014 um 1,5% zulegen.
- Der ifo-Index stieg im Februar weiter an und steht derzeit bei einem 30-Monatshoch. Dabei trübten sich die Geschäftserwartungen nach drei kräftigen Anstiegen etwas ein, was teilweise durch die (vermutlich temporär) schwächere Datenlage in den USA und China erklärt werden dürfte. Dagegen verbesserte sich die Geschäftslage erneut merklich.
- Im verarbeitenden Gewerbe und im Einzelhandel hellte sich das Geschäftsklima dank einer spürbar besseren aktuellen Geschäftslage auf. Im Bausektor und dem Großhandel verschlechterte sich das Geschäftsklima.
- Die anhaltend sehr positive Bewertung des aktuellen Geschäftsumfelds deutet daraufhin, dass die deutsche Wirtschaft gut in das Jahr gestartet ist. Der ifo-Index deutet für Q1 etwa 1% BIP-Wachstum gg. Vq. an. Zuletzt überzeichnete er das Wachstum aber deutlich. Wir erwarten 0,5% Wachstum.
- Der Composite-Einkaufsmanagerindex stieg im Februar wie der ifo erneut an und steht auf einem 32-Monatshoch. Dabei trübte sich der Index für das verarbeitende Gewerbe nach zuvor kräftigen Gewinnen ein (54,7 nach 56,5), während der Sub-Index des Dienstleistungssektors die Verluste der zwei Vormonate wettmachte (55,4 nach 53,1). Beide Indizes befinden sich auf einem expansiven Niveau.
- In der Industrie gaben laut der Einkaufsmanager das Wachstum der Produktion (57,6 nach 60,4), der Auftragseingänge (57,2 nach 59,7) und die Beschäftigungsdynamik (50,0 nach 51,7) deutlich nach.
- Im Dienstleistungssektor legten der Auftragseingang (52,6 nach 50,1), die Erwartungen (62,7 nach 59,9) und die Beschäftigungskomponente (54,2 nach 51,5) merklich zu.



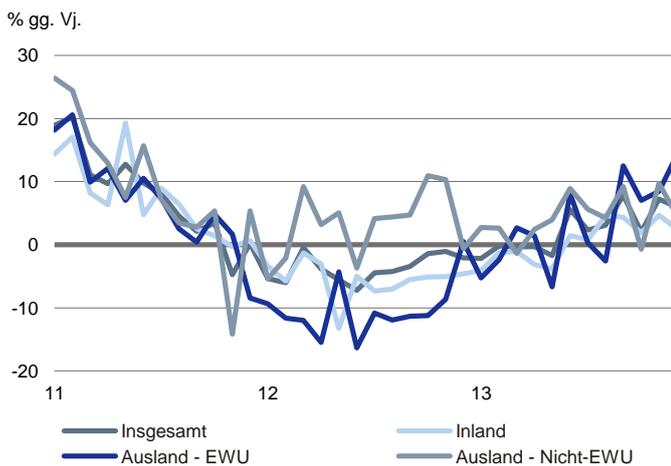
## Ausblick Deutschland

### Industrieproduktion, Auftragseingänge und ifo-Erwartungen



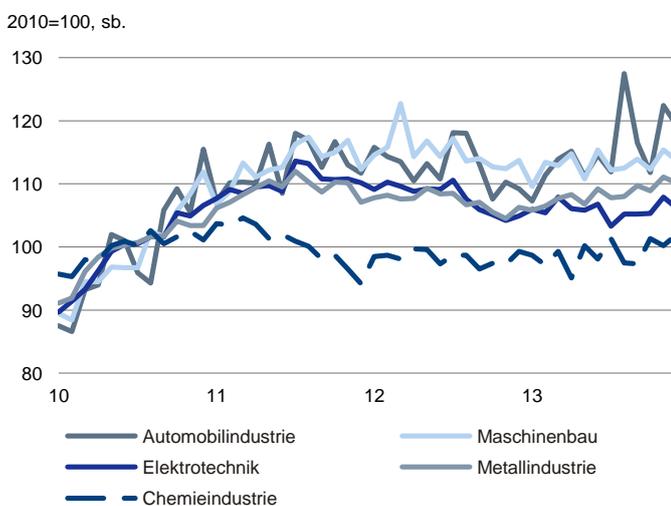
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

### Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Produktion der größten Industriebranchen



Quelle: Statistisches Bundesamt

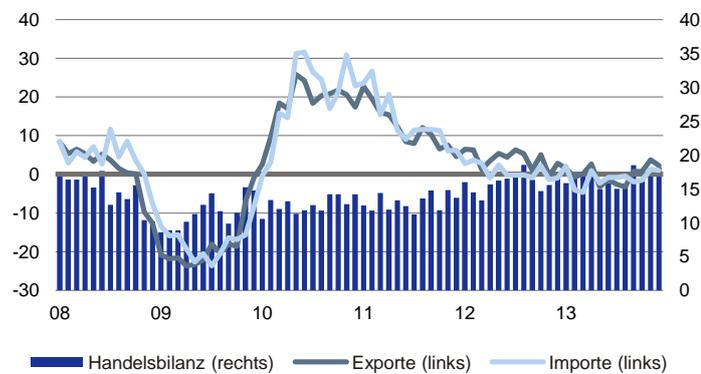
- Die Industrie spiegelte im Verlauf des letzten Jahres zunehmend die konjunkturelle Erholung der Weltwirtschaft. Dank Großaufträgen lag der Auftragseingang im Dez. etwa 5% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt). Bei der Produktion ist die Erholung bislang weniger eindeutig (+2,1%). Sowohl der ifo-Index als auch der PMI sowie der vergrößerte Abstand zwischen den Auftragseingängen und der Produktion deuten auf eine weitere Beschleunigung hin.
- Mit einem Rückgang der Produktion um 0,6% gg. Vm. im Dezember endete das Jahr schwach. Im Quartalsdurchschnitt blieb aber ein geringeres Plus (0,2%). Zudem spielten Brückentage im Dezember eine Rolle. Dies spiegelt sich wohl insbesondere beim verarbeitenden Gewerbe (-0,5% gg. Vm.). Der Rückgang der Energieproduktion (-2,6%) und das Plus beim Bau (+0,5%) dürften gegenläufige Wettereffekte aufgrund des recht milden Winters zeigen.
- Wie die Produktion schwächte sich der Auftragseingang zum Jahresende etwas ab (Dez.: -0,5% gg. Vm.). Die zugrundeliegende Dynamik blieb aber positiv. Kernaufträge (ohne z.B. Großbestellungen von Flugzeugen) erhöhten sich um 0,5%. Der volatile sonstige Fahrzeugbau erhielt über 13% weniger Aufträge. In Q4 insgesamt blieb damit ein Plus von 1,2% bei den Aufträgen.
- Die Aufwärtstendenz der Aufträge ist regional breit angelegt. Insbesondere die Bestellungen aus der EWU (Dez.: +9,5%, gl. 3M-Schnitt) lag zuletzt deutlich über dem Vorjahresniveau – ein Zeichen für die konjunkturelle Stabilisierung in der Eurozone. Das Plus beim sonstigen Ausland betrug 4,3%. Inlandsbestellungen schwächelten im Vergleich dazu (+2,7%).
- Die inländische Produktion in den großen deutschen Industriebranchen tendierte trotz relativ hoher Volatilität in den letzten Monaten nach oben. 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

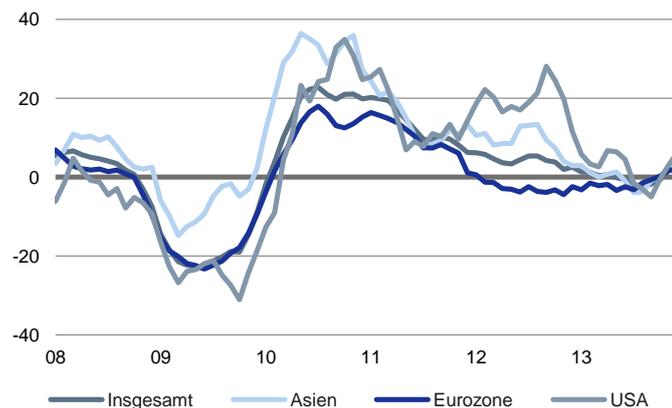
% gg. Vj. (links), EUR Mrd. (rechts)



Quelle: Deutsche Bundesbank

### Deutsche Warenexporte nach Zielregion

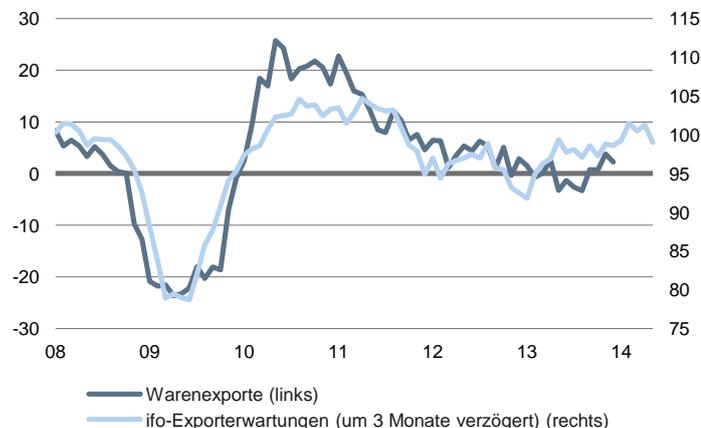
Warenexporte, % gg. Vj. gl. 3M Durchschnitt



Quelle: Deutsche Bundesbank

### Exporte & ifo-Exporterwartungen

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



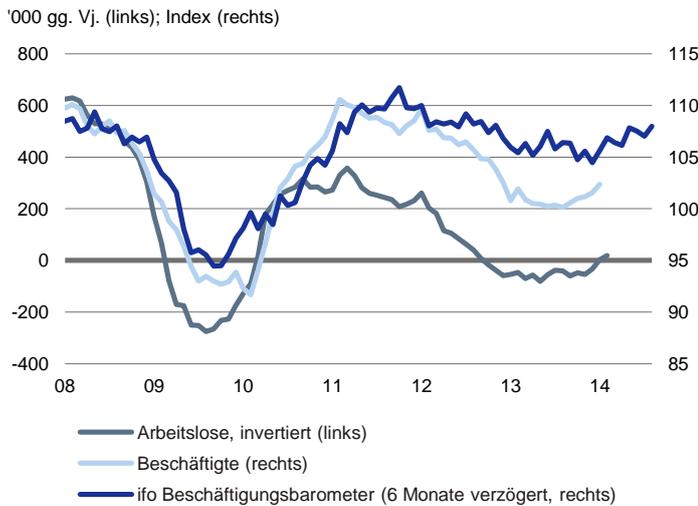
Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo

- Die Jahresendschwäche der Monatsindikatoren zeigte sich auch beim Außenhandel. Warenexporte fielen im Dezember um 1,0% und Importe um 1,4%. Dadurch stieg der deutsche Handelsbilanzüberschuss trotz schwacher Exporte auf EUR 18,1 Mrd. (nach EUR 18,0 Mrd.). Die schwache Importnachfrage (nominal) im Nov./Dez. ist vermutlich teilweise auf den niedrigen Ölpreis und wetterbedingt geringer Nachfrage z.B. nach Heizöl zurückzuführen.
- Aufgrund des schwachen Dezembers schwächte sich der Vorjahresvergleich wieder ab. Damit fällt die Außenhandelsdynamik insgesamt weiter niedrig aus. Exporte lagen gut 2% über Vorjahr und Importe um 1%. Die Verbesserung der letzten Monate war durch einen Basiseffekt gestützt.
- Im Gesamtjahr gaben die Exporte um 0,2% nach (2012: +3,2%). Importe fielen um 1,1% (+0,4%). Dadurch erhöhte sich der Handelsbilanzüberschuss von EUR 190 Mrd. auf EUR 198 Mrd.
- Ansteigende Auftragseingänge aus dem Ausland und die optimistische Einschätzung der externen Nachfrage (ifo/PMI) zeigen, dass die Beschleunigung der Weltwirtschaft für eine Belebung der Exporte sorgen dürfte.
- 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 Februar fielen die ifo-Exporterwartungen merklich, nachdem sie zuvor einen Aufwärtstrend gefolgt waren. Dies dürfte mit der (vermutlich temporären) Schwäche in den USA (Wetter) und in China (Neujahrsfest) zusammenhängen und keine Trendwende markieren.
- Trotz des Rückgangs im Februar deuten die ifo-Erwartungen weiterhin auf eine Exportbeschleunigung in den nächsten Monaten. Zudem deuten auch die Exportauftragsdaten aus dem Einkaufsmanagerindex weiter auf eine Beschleunigung hin, trotz der Delle im Februar.
- Die deutschen Importe dürften aufgrund des realen Einkommensplus der Haushalte und wieder steigender Nachfrage nach Vorprodukten ebenfalls ordentlich wachsen.



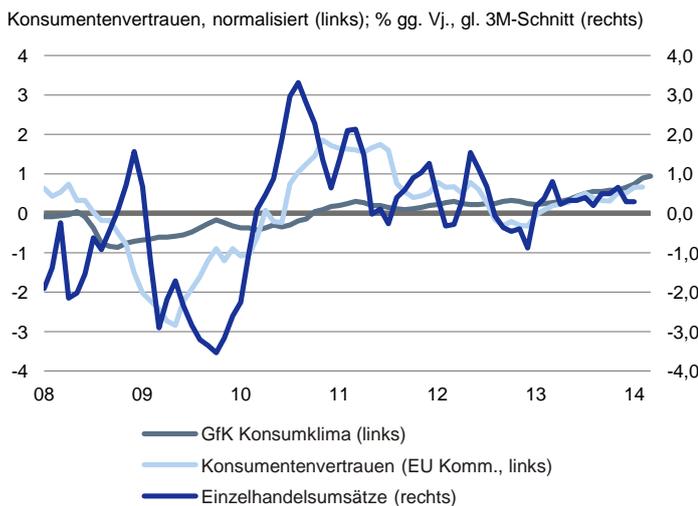
## Ausblick Deutschland

### Arbeitslosenquote, Beschäftigung und ifo-Beschäftigungsbarometer



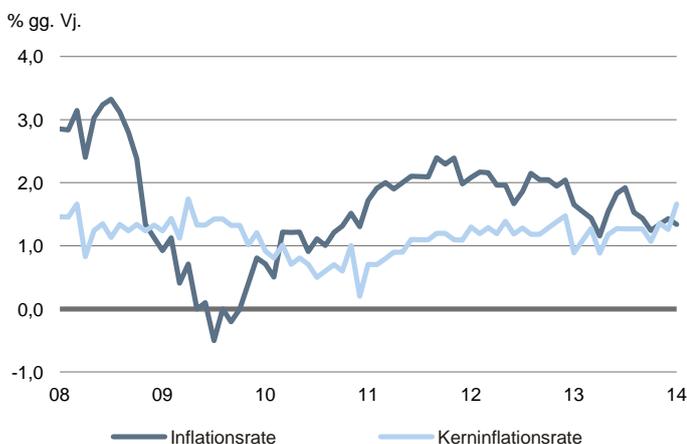
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research, ifo

### Einzelhandelsumsätze und Konsumentenvertrauen



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

### Inflationsrate und Kerninflationsrate



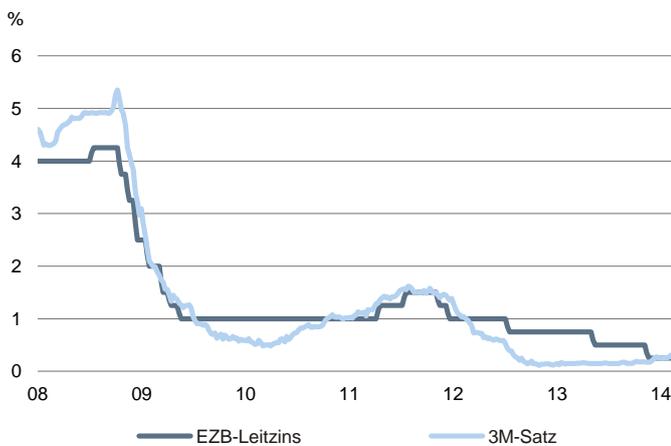
Quellen: Statistisches Bundesamt

- Die Ende 2013 eingesezte Aufwärtstendenz am deutschen Arbeitsmarkt wird Anfang 2014 zusätzlich durch den milden Winter gestützt. Die konjunkturelle Erholung seit dem Frühjahr 2013 schlägt sich somit zunehmend am Arbeitsmarkt nieder. Im Februar fiel die Arbeitslosenquote um 14 Tsd. gg. Januar. Das ist der dritte merkbare Rückgang in Folge (im Schnitt 20 Tsd.). Die Arbeitslosenquote blieb unverändert bei 6,8%.
- Die Beschäftigtenzahl legte im Januar mit einem Plus von 44 Tsd. deutlich zu (Schnitt der letzten drei Monate: 34 Tsd.), wodurch sich die Vorjahresveränderung auf +0,7% leicht verbesserte. Dank Zuwanderung und steigender Erwerbsquoten legt die Beschäftigung weiter stärker zu als die Arbeitslosigkeit abnimmt.
- Frühindikatoren (ifo-Beschäftigungsbarometer und PMI) deuten für die nächsten Monate eine positive Entwicklung am Arbeitsmarkt an. Die Arbeitslosenquote sollte 2014 auf 6,7% sinken nach 6,9% in 2013.
- Der reale Einzelhandelsumsatz stieg im Januar stark an (+2,5% gg. Vm.) und glich damit den schwachen Dezember (-2,1%) wieder aus. Trotz des starken Januarwertes bleibt im Vorjahresvergleich nur ein geringes Plus von 0,3% (gl. 3M-Schnitt).
- 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 nominalen verfügbaren Einkommen bei steigender Beschäftigung und steigenden Stundenlöhnen um nominal über 2% zulegen.
- Die Inflation fiel im Februar laut vorläufiger Daten wieder zurück auf 1,2% (Jan.: 1,3%; Dez.: 1,2%). Erneut war die negative Energiepreisentwicklung der Haupttreiber (-2,7% nach -1,8%). Die Dienstleistungs- (1,8% nach 1,9%) und Nahrungsmittelpreiseentwicklung (+3,5% nach +3,6%) verlangsamte sich leicht. Die Kerninflation dürfte ebenfalls leicht nachgegeben haben (1,6%).
- 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 noch einmal fallen (2014P: +1,2%).



## Ausblick Deutschland

EWU: Leitzins & 3M-Satz



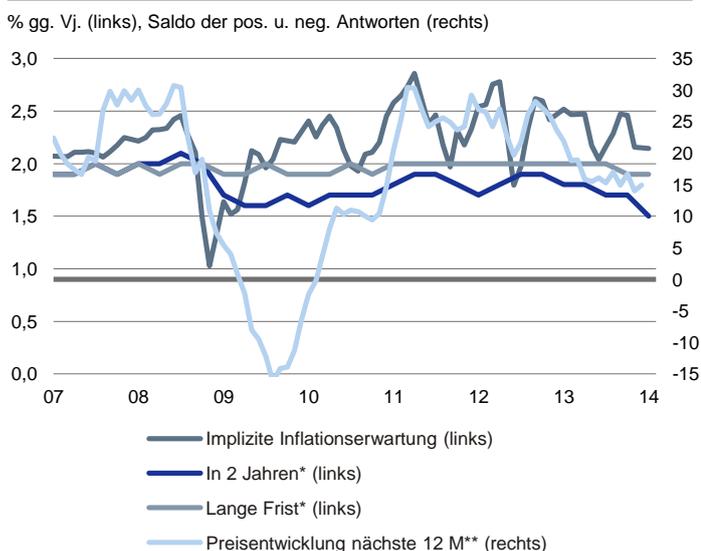
Quellen: EZB, Global Insight

Rendite 10-jähriger Staatsanleihen



Quelle: Global Insight

Inflationserwartungen Eurozone



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

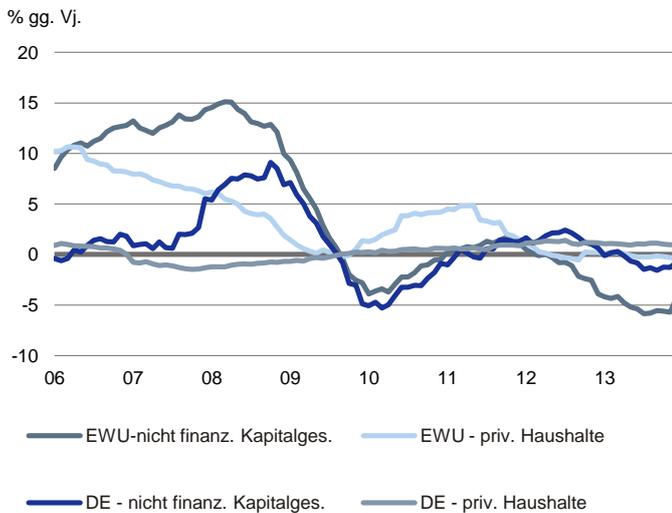
Quellen: EZB, Europäische Kommission, Bloomberg

- 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.
- Draghi machte nach der EZB-Ratssitzung im Februar zwar deutlich, dass die Inflationsentwicklung unkomfortabel schwach sei und über eine längere Zeit schwach bleiben dürfte. Aufgrund bestehender Unsicherheit, der politischen Sensibilitäten von weiteren unorthodoxen Zentralbankmaßnahmen sowie der im März anstehenden Inflationsprognose für 2016 spielte die EZB auf Zeit.
- Wir erwarten, dass die EZB noch gegen Ende des ersten Quartals 2014 weitere moderate Lockerungsmaßnahmen ergreifen wird. Diese könnte über weitere Zinssenkungen oder Liquiditätsstützen für die Banken erfolgen. Nach dem Entscheid des Bundesverfassungsgerichts dürfte die Wahrscheinlichkeit von umfangreicheren (quantitative) Maßnahmen – ähnlich wie in den USA und UK – aber wieder abgenommen haben.
- 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 reduzierten sich zuletzt auf knapp unter 2%-Punkte – 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 sie ihre akkommodierende Politik noch bestehen bleibt, dürften 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 knapp 2%. Die Inflation in zwei Jahren sehen sie inzwischen aber nur noch bei 1,5%. Dies könnte sich auch in der Inflationsprognose der EZB für 2016 spiegeln.
- 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

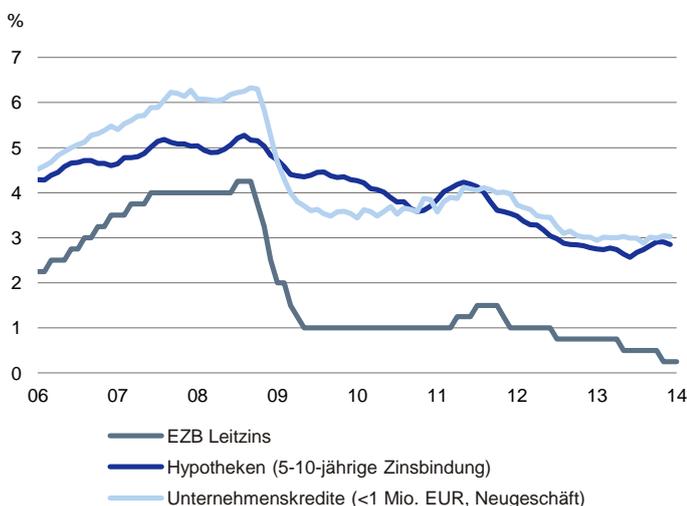
Kredite an den privaten Sektor



Kredite an private Haushalte



Zinssätze

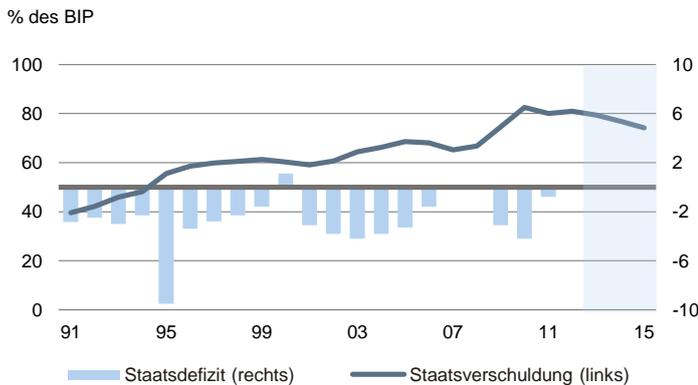


- Die Kreditvergabe an Unternehmen blieb 2013 anhaltend schwach, wobei der Rückgang in der Eurozone stärker ausgeprägt war als in Deutschland. Während die Schrumpfungsprozesse in der Eurozone besonders anhaltendem Deleveraging geschuldet sind, spiegeln diese in Deutschland eher eine verhaltene Investitionstätigkeit und Rückgriff auf alternative Finanzierungsmöglichkeiten wider.
- Zum Jahresende verloren die Rückgänge jedoch etwas an Schärfe:  $-4,3\%$  in der Eurozone und  $-0,7\%$  in Deutschland (zum Vergleich November: Eurozone mit  $-5,7\%$  und Deutschland  $-1,3\%$ ).
- Auch die Haushalte in der Eurozone bauen weiter Verbindlichkeiten ab (Dezember  $-0,4\%$ ). 2013 sanken die Kreditvolumina um rd. 11 Mrd. (Jan.-Dez.). Deutschland verzeichnet hier einen gegenläufigen Trend, der vor allem durch Zuwächse bei Hypothekarkrediten bedingt ist. Im Dezember erneut ein Zuwachs von  $+1\%$ .
- Die Kreditvergabe an Haushalte in Deutschland zeigte 2013 divergierende Trends. Während Baukredite stabil wuchsen, schrumpfte das Konsumentenkreditgeschäft.
- Insgesamt legten die Volumina bei Hypothekarkrediten 2013 um rd. 20 Mrd. zu. Angesichts des niedrigen Zinsniveaus blieben die Zuwächse mit Werten knapp über der  $2\%$ -Marke vergleichsweise moderat – was teils Portfolioumschichtungen sowie lokalen Angebotsknappheiten auf Immobilienmärkten geschuldet sein dürfte. Während sich die Sommermonate dynamischer gezeigt hatten (Juli/August:  $+2,5\%$ ), waren die Zuwächse im vierten Quartal wieder abgeflacht (Dez.:  $+2\%$ ).
- Der Markt für Konsumentenkredite schrumpfte dagegen. Haushalte scheinen bei insgesamt moderaten Zuwächsen beim privaten Konsum für Anschaffungen verstärkt auf bestehende Rücklagen zurückzugreifen. Zuletzt waren die Rückgänge jedoch weniger ausgeprägt als im Jahresverlauf (Dez.  $-2,8\%$ ).
- 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 im Jahresdurchschnitt  $2,8\%$ , wobei der Tiefstand mit knapp  $2,6\%$  im Juni erreicht wurde. Der leichte Anstieg zum Herbst hin wurde zum Jahresende gestoppt. Im Dezember lagen die Zinsen im Schnitt bei knapp  $2,9\%$  wobei ein leichter Rückgang ggü. dem Vormonat die Zinssenkung der EZB reflektieren dürfte.
- Die Zinsen für Unternehmenskredite lagen im Dezember erneut bei  $3\%$ , was gleichzeitig dem Jahresdurchschnitt entspricht.



## Ausblick Deutschland

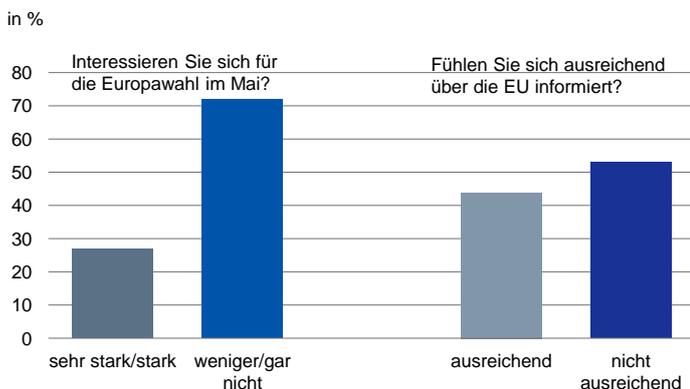
### Staatsverschuldung und -defizit



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

- Mit einem ausgeglichenen Finanzierungssaldo konnte Deutschland als einziges Euroland 2013 ohne ein Defizit im Haushalt auskommen. Bund und Länder weisen aber nach wie vor Defizite aus. Nur dank der Überschüsse von Kommunen und Sozialversicherungen konnte der Gesamthaushalt mit einem Überschuss abschließen.
- Der öffentliche Schuldenstand wird sich Ende 2013 auf gut 79% belaufen. Dies spiegelt einerseits die gute Situation auf der Einnahmeseite wider, andererseits führt der anhaltende Portfolioabbau bei den Bad Banks quasi automatisch zu einem Rückgang der Verschuldung.
- Auch in den nächsten Jahren dürfte die Staatsverschuldung kontinuierlich zurückgehen. Regierung und EU-Kommission erwarteten bisher, dass sie bereits 2017 auf unter 70% des BIP sinken könnte. Angesichts der Pläne der neuen Regierungskoalition, die in den nächsten Jahren zu einem merklichen Ausgabenanstieg führen dürften, erscheint diese Prognose inzwischen allerdings durchaus optimistisch. Allein aus geplanten Leistungssteigerungen bei der Rente resultiert eine Belastung von mindestens 0,5% des BIP.

### Bislang wenig Interesse an Europawahl in Deutschland



Quellen: ZDF Politbarometer, Deutsche Bank Research

- Bislang weckt die im Mai anstehende Europawahl kein großes Interesse in Deutschland. Dies geht einher mit einem nach wie vor deutlichen Defizit an Informationen über die Europäische Union.
- Die Ergebnisse aktueller Umfragen zur Europawahl weichen kaum von denen zur Bundestagswahl ab. Die CDU liegt bei 40%, SPD 24%, Linke 8%, FDP 4%. Nur die Grünen mit 12% und die AfD mit 6% können deutlich höhere Werte im Vergleich zur Bundestagswahl erzielen.
- Angesichts des aktuellen Urteils des Bundesverfassungsgerichts, dass auch eine 3% Hürde nichtig ist, wird es FDP und AfD leicht fallen mit Abgeordneten in das neue Parlament einzuziehen.



## Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
6. März	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Wir erwarten geldpolitische Lockerungsmaßnahmen im März.
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.
18. März	Urteil des Bundesverfassungsgerichts zum ESM	Voraussichtlich Ablehnung der Verfassungsbeschwerden. Der Teil der Klagen, der sich gegen OMT richtet, liegt derzeit dem Europäischen Gerichtshof zur Vorabprüfung vor.
20./21. März	Europäischer Rat	Europäisches Semester, Wachstum und Beschäftigung. Ziele der Strategie "Europa 2020" (Beschäftigung, FuE, Klima, Bildung, soziale Inklusion). Industrielle Wettbewerbsfähigkeit.
3. April	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
5./6. Mai	Eurogruppe/ECOFIN-Sitzung	Debatte über wirtschaftliche Lage in der Eurozone sowie Fragen der Bankenunion.
8. Mai	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
22. - 25. Mai	Wahlen zum Europäischen Parlament (EP)	Europawahlen könnten zu Stimmzuwachs bei EU-skeptischen Parteien führen. Nach Aufhebung der 3-Prozent-Hürde durch das Bundesverfassungsgericht haben selbst einige kleinere Splittergruppen Chancen in das EP einzuziehen, dementsprechend dürften etablierte Parteien Sitze verlieren.
27. Mai	Europäischer Rat	Informelles Dinner.

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
6. Mrz. 2014	12:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Jan.	-2,0	-0,5
7. Mrz. 2014	12:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Jan.	1,5	-0,6
11. Mrz. 2014	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Jan.	16,8	18,1
11. Mrz. 2014	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Jan.	1,6 (2,8)	-1,0 (2,2)
11. Mrz. 2014	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Jan.	3,9 (2,1)	-1,4 (1,0)
24. Mrz. 2014	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Mrz.	55,0	54,7
24. Mrz. 2014	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Mrz.	55,7	55,4
25. Mrz. 2014	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Mrz.	111,5	111,3
28. Mrz. 2014	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Feb.	0,2 (-2,4)	-0,1 (-2,3)
28. Mrz. 2014	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Feb.	0,4 (1,2)	0,5 (1,2)
31. Mrz. 2014	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Feb.	-0,5	2,5
1. Apr. 2014	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Mrz.	6,7	6,8
15. Mai 2014	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q1 2014	0,5	0,4

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

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,125	0,10	0,25	0,50	0,00	0,75	0,20	1,50	2,50	2,70	0,05
Mrz 14	0,125	0,10	0,15	0,50	0,00	0,75	0,20	1,50	2,50	2,75	0,05
Jun 14	0,125	0,10	0,15	0,50	0,00	0,75	0,20	1,50	2,50	2,75	0,05
Dez 14	0,125	0,10	0,15	0,50	0,00	0,75	0,20	1,50	3,50	3,00	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,24	0,21	0,29	0,52
Mrz 14	0,35	0,20	0,20	0,52
Jun 14	0,35	0,20	0,20	0,52
Dez 14	0,35	0,20	0,20	0,52

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,63	0,59	1,57	2,67	0,95	2,13	1,56	2,77
Mrz 14	2,50	0,70	1,70	2,90	1,00	2,40	1,85	3,00
Jun 14	2,75	0,60	1,90	3,00	1,10	2,50	2,05	3,20
Dez 14	3,25	0,70	2,20	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	102,37	0,82	1,67	1,22	8,91	7,46	8,27	4,19	310,90	27,34
Mrz 14	1,35	106,00	0,83	1,63	1,23	8,85	7,46	8,40	4,14	308,60	27,00
Jun 14	1,32	109,00	0,82	1,61	1,25	8,70	7,46	8,35	4,09	303,10	27,00
Dez 14	1,25	115,00	0,80	1,56	1,27	8,45	7,46	8,20	4,00	292,00	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

	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	Q1 2014	Sep 2013	Okt 2013	Nov 2013	Dez 2013	Jan 2014	Feb 2014
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	106,1	105,3	107,2	108,8		107,8	107,5	109,4	109,5	110,6	111,3
ifo Geschäftserwartungen	102,9	101,8	103,4	106,0		104,4	103,9	106,6	107,4	108,9	108,3
PMI Composite	52,8	49,9	52,9	54,5		53,2	53,2	55,4	55,0	55,5	56,1
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	101,1	100,4	102,7	104,5		103,5	103,1	105,2	105,2	106,3	107,3
PMI Verarbeitendes Gewerbe	49,7	48,7	51,2	52,9		51,1	51,7	52,7	54,3	56,5	54,7
Produktion (% gg. Vp.)	0,3	1,4	0,8	0,2		-0,7	-1,1	2,4	-0,6		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	0,5	1,4	1,7	1,2		3,1	-2,2	2,4	-0,5		
Grad der Kapazitätsauslastung	82,5	82,2	83,2	83,2	83,4						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	-5,6	10,6	1,4	0,2		0,1	-1,4	1,3	2,8		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	0,4	1,2	-1,2	2,8		-2,6	3,9	4,7	-0,4		
ifo Bauhauptgewerbe	125,4	123,7	120,4	121,2		119,1	119,1	121,0	123,6	124,3	123,2
<b>Dienstleistungen</b>											
PMI Dienstleistungen	53,8	49,9	52,6	54,1		53,7	52,9	55,7	53,5	53,1	55,4
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-6,5	-4,2	-3,2	-2,8		-4,0	-4,2	-2,1	-2,2	-0,8	-0,7
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	1,0	0,1	-0,3	-0,5	1,4	0,0	-0,5	1,0	-2,1	2,5	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-10,5	-3,7	-1,4	1,6		-1,2	2,3	-2,0	5,4	-2,0	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-0,8	3,3	1,0	2,7		6,3	-2,4	2,3	0,4		
Exporte (% gg. Vp.)	0,1	0,4	0,2	1,6		1,4	0,3	0,7	-1,0		
Importe (% gg. Vp.)	-1,2	1,2	-0,3	0,5		-1,9	3,0	-1,2	-1,4		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	49,9	48,1	49,3	52,6		18,5	16,5	18,0	18,1		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,9	6,9	6,8	6,9		6,9	6,9	6,9	6,8	6,8	6,8
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	5,3	19,0	2,7	14,0		22,0	-1,0	6,0	-18,0	-28,0	-14,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,6	0,5	0,5	0,6		0,5	0,6	0,6	0,6	0,7	
ifo Beschäftigungsbarometer	106,2	104,9	106,3	107,2		106,4	106,1	107,8	107,5	107,0	108,0
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,8	1,5	1,7	1,3		1,6	1,2	1,6	1,2	1,2	1,0
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,4	1,0	1,2	1,1		1,3	1,0	1,7	0,7	1,2	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	0,8	-0,1	-0,3	-0,7		-0,5	-0,7	-0,8	-0,5	-1,1	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-3,5	-7,0	-12,2	-10,4		-11,4	-11,3	-9,8	-10,2	-11,0	
Ölpreis (USD)	112,6	102,5	110,4	109,3		111,9	109,2	108,0	110,8	108,3	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	26,6	22,5	26,2	25,5		26,8	26,5	24,6	25,5	24,0	22,0
EC Unternehmensumfrage	3,7	-0,6	2,8	6,1		4,3	3,8	5,8	8,6	7,8	4,8
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	4,0	1,5	1,3	1,0							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,1	1,7	2,2	1,8							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	4,8	1,1	1,3	1,7							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	5,4	3,8	2,5	2,7		2,5	1,9	1,3	2,7		
Trend von M3						2,5	1,9	2,0	2,0		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	-0,2	1,3	-4,0	-3,1		-4,0	-4,3	-3,9	-3,1		
Kredite an öffentliche Haushalte	-18,7	-22,4	-17,7	-17,1		-17,7	-18,9	-12,7	-17,1		

% 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.

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

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

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

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

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

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

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

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg