



# Ausblick Deutschland

## BIP-Prognose: Leichter Anstieg in Q1, Verlangsamung in Q2

30. April 2013

### Autoren

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

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

Antje Stobbe  
+49 69 910-31847  
antje.stobbe@db.com

Stefan Vetter  
+49 69 910-21261  
stefan.vetter@db.com

### Editor

Stefan Schneider

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

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

### DB Research Management

Ralf Hoffmann | Bernhard Speyer

### Inhaltsverzeichnis

	Seite
Prognosetabellen.....	2
BIP-Prognose: Q1 besser, Q2 wieder schwächer .....	3
Spieglein, Spieglein an der Wand – Wer sind die Reichsten im Euroland? .....	5
Deutsche Industrie: Warten auf den Aufschwung .....	9
Grafik des Monats.....	13
Chartbook: Konjunktur .....	16
Chartbook: Branchen.....	19
Chartbook: Finanzmärkte.....	20
Chartbook: Wirtschaftspolitik.....	25
Eventkalender.....	26
Datenmonitor .....	27
Datenkalender .....	28
Finanzmarktprognosen .....	28

**BIP-Prognose: Q1 besser, Q2 wieder schwächer.** In den vergangenen Tagen hat sich die Stimmung in Deutschland deutlich aufgehellt und an manchen Orten zeigen sich sogar Zeichen von Euphorie – insbesondere in München und Dortmund. Anders als die beiden Teilnehmer an den Champions-League-Halbfinalen waren die zuletzt veröffentlichten Wirtschaftsdaten aber eine herbe Enttäuschung, nachdem sie zu Beginn des Jahres noch für Hoffnung sorgten. Daher haben wir unsere Prognose für das deutsche BIP-Wachstum im ersten Quartal von 0,1% gg. Vq. auf 0,3% angehoben. Unsere Erwartung für das zweite Quartal haben wir hingegen von 0,4% auf 0,2% zurückgeschraubt. Die Prognose für das Gesamtjahr bleibt dadurch unverändert bei 0,3% Wachstum.

**Spieglein, Spieglein an der Wand – wer sind die Reichsten im Euroland?** Sind die Haushalte in den südeuropäischen Krisenländern tatsächlich reicher als die deutschen? Zwar sind solche Vergleiche nur begrenzt aussagekräftig, aber die Realität ist deutlich differenzierter als das einfache Bild von den reichen Nord- und den armen Südeuropäern. Dennoch scheint eine stärkere Beteiligung der wohlhabendsten Haushalte an der Rettung ihrer Volkswirtschaften durchaus angemessen.

**Deutsche Industrie: Warten auf den Aufschwung.** Die deutsche Industrie muss sich im laufenden Jahr erst noch aus dem Konjunkturtal herausarbeiten. Nachdem die Stimmungsindikatoren zu Beginn des Jahres noch vielversprechende Signale ausgesendet hatten, sind sie zuletzt wieder merklich zurückgegangen und dämpfen damit die Hoffnung auf einen kräftigen Aufschwung in H1 spürbar. Dennoch deuten vereinzelte Signale aus einigen frühzyklischen Branchen und leicht verbesserte Aussichten für wichtige außereuropäische Exportmärkte daraufhin, dass die Industrie im Jahresverlauf zum Wachstum zurückfinden kann. Im Jahresdurchschnitt dürfte die reale Produktion im Verarbeitenden Gewerbe stagnieren.



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

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

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

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

	2010					2012					2013			
	2010	2011	2012	2013P	2014P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	
BIP	4,2	3,0	0,7	0,3	1,5	0,5	0,3	0,2	-0,6	0,3	0,2	0,4	0,3	
Privater Konsum	0,9	1,7	0,6	0,7	1,0	0,2	0,2	0,0	0,1	0,3	0,1	0,4	0,3	
Staatsausgaben	1,7	1,0	1,4	1,1	0,6	0,6	-0,3	0,7	0,4	0,3	0,1	0,1	0,1	
Anlageinvestitionen	5,9	6,2	-2,5	0,2	3,1	-1,0	-1,9	-0,4	-0,7	0,7	1,0	0,6	0,6	
Ausrüstungen	10,3	7,0	-4,8	-1,4	4,4	-1,1	-3,0	-2,2	-2,0	0,5	0,9	1,0	1,0	
Bau	3,2	5,8	-1,5	1,9	1,9	-0,8	-1,4	0,7	-0,1	0,9	1,0	0,3	0,3	
Lager, %-Punkte	0,6	0,2	-0,5	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	
Exporte	13,7	7,8	3,7	3,1	5,4	0,7	3,3	1,5	-2,0	1,0	1,4	1,6	1,3	
Importe	11,1	7,4	1,8	4,2	5,5	-0,7	2,3	0,6	-0,6	1,4	1,6	1,7	1,6	
Nettoexport, %-Punkte	1,7	0,6	1,0	-0,3	0,3	0,7	0,7	0,5	-0,8	-0,1	0,0	0,1	0,0	
Konsumentenpreise*	1,1	2,1	2,0	1,6	1,6	2,1	1,9	2,0	2,0	1,5	1,6	1,6	1,5	
Arbeitslosenquote, %	7,7	7,1	6,8	6,9	6,7	6,8	6,8	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	
Budgetsaldo, % BIP	-4,1	-0,8	0,2	-0,4	-0,2									
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,2	6,2	7,0	6,3	6,1									

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

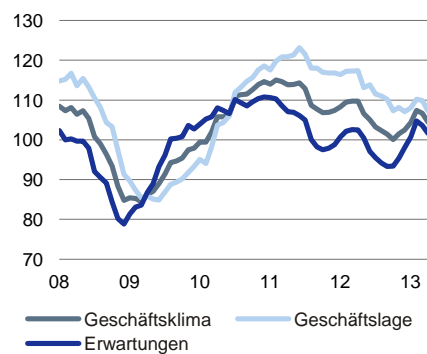


## BIP-Prognose: Q1 besser, Q2 wieder schwächer

Merklicher Rückgang des ifo Index im März und April

1

2005=100, sb.

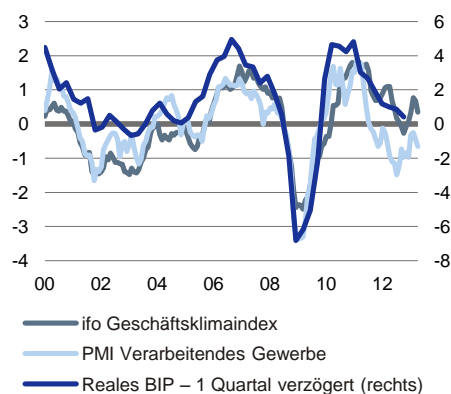


Quelle: ifo

ifo Index positiver als PMIs

2

Deutschland, standardisierte Daten (links), % gg. Vj. (rechts)

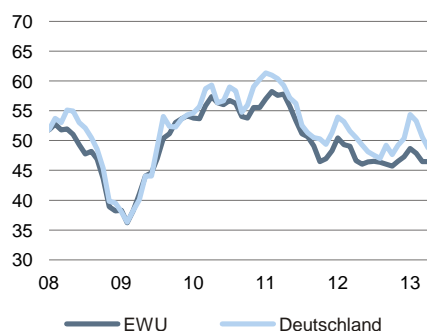


Quellen: ifo, Markit, Statistisches Bundesamt, DB Research

Deutsche Einkaufsmanager wenig optimistischer als im EWU-Schnitt

3

PMI Gesamtindex



Quelle: Markit

In den letzten Tagen hat sich die Stimmung in Deutschland deutlich aufgehellt, mancherorts ist sogar Euphorie feststellbar, insbesondere in München und Dortmund. Im Gegensatz zu den beiden deutschen Champions-League Halbfinalteilnehmern haben allerdings die veröffentlichten Konjunkturindikatoren zuletzt wieder enttäuscht, nachdem die Daten zu Jahresbeginn noch hoffnungsfroh stimmten. Wir haben daher unsere Prognose für das deutsche BIP-Wachstum in Q1 leicht von 0,1% gg. Vq. auf 0,3% angehoben, allerdings unsere Erwartungen für Q2 von 0,4% auf 0,2% reduziert, was im Ergebnis den Jahresdurchschnitt unverändert bei 0,3% belässt.

Insbesondere der zweite, stärkere Rückgang des deutschen ifo-Index in Folge im April, nach deutlicher Erholung in den Vormonaten, hat uns zur Anpassung des Konjunkturprofils am aktuellen Rand bewogen, wenngleich das Ausmaß der Änderungen im Bereich der Fehlermarge liegt. So legte der ifo-Index im Durchschnitt des ersten Quartals um 4,7 Punkte zu, hat aber zuletzt wieder 3 Punkte gegenüber seinem Hoch im Februar eingebüßt. Auch andere nationale und internationale Indikatoren deuten an, dass die von vielen erhoffte deutlichere Erholung im weiteren Jahresverlauf – zumindest zunächst einmal – wieder nach hinten verschoben werden muss und die zuletzt veröffentlichten BIP-Prognosen wohl zu optimistisch sind. So erwarten die 4 großen Wirtschaftsforschungsinstitute in ihrer Frühjahrsprognose, in der sie von einem spürbaren Wachstum von 0,7% im zweiten Quartal ausgehen, ein Plus im Gesamtjahr von 0,8%. Die Bundesregierung blieb mit ihrer minimal angehobenen Prognose für 2013 (0,5% nach zuvor 0,4%) aber hinter der Einschätzung der Forschungsinstitute zurück, was zum Teil in den schwachen ifo-Zahlen begründet sein könnte.

Neben dem ifo Index sind auch die deutschen Einkaufsmangerindizes (PMIs) im April erneut stark zurückgegangen – der dritte Rückgang in Folge für den Gesamtindex. Während sich die Einschätzungen der Befragten im Verarbeitenden Gewerbe noch etwas über ihrem schwachen Durchschnitt aus dem vierten Quartal hielten, sind die der Dienstleister sogar leicht darunter gefallen. Zudem befinden sich die Indexniveaus unter der kritischen Wachstums-/Kontraktionsschwelle von 50. Damit deuten sie im Gegensatz zum ifo Index sogar auf eine rückläufige Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal hin, sollten sie auf dem derzeitigen Niveau verharren. Eine ähnliche Diskrepanz zwischen den beiden Indikatoren tat sich auch Anfang 2012 auf. Damals beschrieb der „optimistischere“ ifo Index die Entwicklung der Realwirtschaft besser, wie die nebenstehende Grafik zeigt.

International enttäuschten die Daten ebenfalls: Der PMI für die Eurozone fiel im April zwar nur leicht, da der Rückgang in Deutschland durch eine spürbare Verbesserung in Frankreich (allerdings von niedrigem Niveau) zum Teil ausgeglichen wurde. Allerdings widersprechen die Daten unserer Erwartung, dass nach einem Rückgang von 0,3% in Q1 (-0,6% in Q4), die Konjunktur sich in der Eurozone bereits in Q2 stabilisiert. Da wohl auch die EZB ihre Erwartung einer baldigen Konjunkturerholung überprüfen dürfte und gleichzeitig die Inflationsentwicklung in der Eurozone deutlich nach unten tendiert (März 1,7% gg. Vj.), dürfte sie wohl Anfang Mai den Refinanzierungssatz um 25 Bp. senken; wohl wissend, dass eine derartig homöopathische Reduktion bei dem bereits erreichten extrem niedrigen Zinsniveau wenig gegen die Fragmentierung der nationalen Kreditzinsen ausrichten und das Unwohlsein in den Kernländern – trotz dort ebenfalls schwächerer Konjunktur – noch verstärken wird, wie die jüngste eher ungewöhnliche Stellungnahme der deutschen Kanzlerin zur Zinspolitik zeigt.

Insgesamt scheinen die politischen Spannungen in der Eurozone jüngst wieder deutlich zuzunehmen, nachdem einige Vertreter zumeist südeuropäischer Länder den akademische Schiffbruch der berühmten Rogoff/Reinhart-Studie und



deren Kernaussage, dass bei Schuldenständen von über 90% des BIP das Wachstum massiv geschwächt wird, zum Anlass zu nehmen, die Weisheit der von Deutschland eingeforderten „Austeritätspolitik“ zu hinterfragen. Nun kann man – rein akademisch – sicherlich weidlich diskutieren, ob es nicht einen besseren Zeitpunkt zur fiskalischen Konsolidierung gäbe. Rein praktisch allerdings stellt sich diese Frage nicht, da die europäische Staatschuldenkrise eben gerade deshalb ausgebrochen ist, weil die Märkte nicht länger bereit waren, steigende Defizite und Schuldenstände zu finanzieren. Die erneute Diskussion zeugt also – vorsichtig formuliert – entweder von fehlender Einsicht in die Gegebenheiten des Marktes oder unterstellt implizit, dass andere Stellen in Europa bei der Finanzierung der Defizite in Anspruch genommen werden. Ein Ansinnen, das so kurz vor der Bundestagwahl und angesichts des Anfangserfolges der Anti-Europartei AfD bei der deutschen Regierung auf sehr wenig Verständnis treffen dürfte.

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

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



## Spieglein, Spieglein an der Wand – wer sind die Reichsten im Euroland?

Die EZB veröffentlichte im April die ersten Ergebnisse aus der „Household Finance and Consumption Survey“ (HFCS). Dafür wurden anhand eines einheitlichen Umfragedesigns Daten zu Einkommen, Verschuldung und Vermögen der Haushalte in der Eurozone erhoben. Das Medianvermögen (d.h. der mittlere Vermögenswert, der die Trennlinie zwischen der reicheren und der ärmeren Hälfte bildet) beträgt in Luxemburg demnach EUR 397.800, gefolgt von Zypern mit EUR 266.900. Zu den Schlusslichtern zählen Deutschland und Österreich, mit einem mittleren Haushaltsvermögen von lediglich EUR 51.400 bzw. EUR 76.400. Politisch brisant ist, dass die Haushalte in den südeuropäischen Krisenstaaten im Durchschnitt über höhere Privatvermögen verfügen als jene Staaten, die den Großteil der finanziellen Risiken der Eurorettung tragen.

Aber sind die Deutschen tatsächlich ärmer als die Südeuropäer? Die Antwort auf diese „einfache“ Frage ist deutlich komplexer, als manche Beiträge zur öffentlichen Diskussion glauben machen wollen. Oft wird dabei ignoriert, welche Fragen eine solche Haushaltsstudie sinnvoll beantworten kann und welche nicht. Sie eignet sich nicht als Rechtfertigung dafür, die europäische Solidarität in der Krisenbekämpfung grundsätzlich in Frage zu stellen. Ebenso wenig Sinn machen aber Versuche, die niedrigen Privatvermögen mancher Länder schönzurechnen. Vielmehr unterstreicht die Studie, dass sich die Einkommens- und Vermögensverhältnisse in der Eurozone nicht in das bislang bestehende simple Bild von reichen Nord- und armen Südeuropäern pressen lassen.

Nettovermögen und Einkommen privater Haushalte in der Eurozone

1

	Nettovermögen (in EUR 1.000)		Haushaltseinkommen (in EUR 1.000)	
	Median*	Durchschnitt	Median*	Durchschnitt
LU	397,8	710,1	64,8	83,7
CY	266,9	670,9	32,3	43,3
MT	215,9	366,0	21,6	26,4
BE	206,2	338,6	33,7	49,5
ES	182,7	291,4	24,8	31,3
IT	173,5	275,2	26,3	34,3
FR	115,8	233,4	29,2	36,9
NL	103,6	170,2	40,6	45,8
GR	101,9	147,8	22,0	27,7
SI	100,7	148,7	18,0	22,3
FI	85,8	161,5	36,3	45,1
AT	76,4	265,0	32,3	43,9
PT	75,2	152,9	14,6	20,3
SK	61,2	79,7	11,2	13,5
DE	51,4	195,2	32,5	43,5

\*Der Median ist der mittlere Wert, der die Trennlinie zwischen den 50% der reicheren und den 50% der ärmeren Haushalte bildet

Quelle: EZB Eurosystem Household Finance and Consumption Survey

## Ermöglichen die Daten einen aussagekräftigen internationalen Vergleich?

Ziel der HFCS war es, mithilfe eines harmonisierten Umfragedesigns vergleichbare Vermögensdaten für alle Euro-Länder zu erheben. Die Haushalte mussten selbst angeben, wieviel sie verdienen und wie hoch ihr Vermögen und ihre Schulden sind.<sup>1</sup> Natürlich kennen viele Haushalte die exakte Höhe ihres Vermö-

<sup>1</sup> Die einzige Ausnahme ist Finnland, wo administrative Einkommens- und Vermögensdaten herangezogen werden konnten.





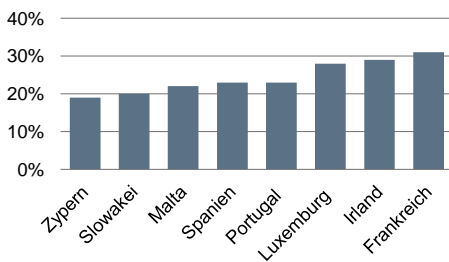
gens nicht genau, oder wollen dieses womöglich nicht wahrheitsgemäß angeben. Für die internationale Vergleichbarkeit ist das allerdings nur dann ein Problem, wenn die Befragten in manchen Ländern ihre Vermögenswerte genauer bzw. ehrlicher angeben als in anderen. Problematischer ist, dass es für Immobilien, die für viele Haushalte die größte Vermögenskomponente darstellen, meist keine aktuellen Marktpreise gibt. Insbesondere in Ländern, in denen sich die Immobilienpreise in den Jahren vor der Befragung stark verändert haben und Immobilien teilweise massiv überbewertet waren, dürften die Haushalte den Wert ihrer Immobilie in den seltensten Fällen genau abschätzen können.

Die Qualität der Daten lässt sich zum Teil anhand von Gegenüberstellungen mit anderen Datenquellen untersuchen. Die EZB selbst vergleicht die angegebenen Vermögen mit den Vermögensbeständen aus den nationalen volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. Demzufolge haben die meisten Länder zwar ein etwas höheres Vermögen, aber die Rangliste verändert sich dadurch kaum. Allerdings fehlen bei dieser Betrachtung einige kleinere Länder (z.B. Luxemburg und Zypern), die keine vergleichbaren Daten veröffentlichen, aber zugleich laut HCFS die höchsten Vermögen besitzen. Im Rahmen der üblichen Einschränkungen, denen eine Haushaltsbefragung unterliegt, erscheint die Qualität der HFCS-Daten jedoch relativ unproblematisch.

Trotzdem sind die Vermögen aus der HFCS nur bedingt zwischen den Ländern der Eurozone vergleichbar. Dies fängt bereits damit an, dass die durchschnittliche Haushaltsgröße zum Teil deutlich variiert. In Deutschland ist sie mit 2,04 Personen am geringsten, am höchsten hingegen in der Slowakei (2,83) und Malta (2,85). Solche Unterschiede lassen sich noch am einfachsten herausrechnen und fallen nicht übermäßig ins Gewicht. Komplizierter sind aber beispielsweise Unterschiede in den sozialen Sicherungssystemen. Die Rentenansprüche stellen in allen Ländern eine wesentliche Komponente des illiquiden Vermögens eines Haushaltes dar, aber der Grad an Absicherung unterscheidet sich teilweise deutlich. Auch in anderen Bereichen müssen Bürger in manchen Ländern für Leistungen bezahlen, beispielsweise im Gesundheits- oder Bildungsbereich, die in anderen Ländern bereits über Steuern und Sozialversicherungsbeiträge eingezogen wurden. Das größte Problem ist aber der Zeitpunkt der Erhebung. Einerseits ist es nicht gelungen, sich auf ein gemeinsames Basisjahr zu einigen (die Daten für Spanien stammen aus 2008, jene für Griechenland, Finnland und die Niederlande aus 2009, der Rest aus 2010). Zum anderen sind diese Zahlen inmitten der schwersten Wirtschaftskrise seit Jahrzehnten für viele Länder bereits überholt. So hat sich die Arbeitslosenquote in Spanien und Griechenland seit dem Zeitpunkt der Erhebung auf über 25% verdoppelt, was nicht ohne Auswirkungen auf die Vermögensbildung bleibt. 2008 war außerdem der Höhepunkt der Immobilienblase in Spanien. Die HFCS gibt also nicht den Ist-Zustand wider, sondern liefert nur ein verzögertes Bild der Vermögen in der Eurozone.

Abgabenlast privater Haushalte (2009) **2**

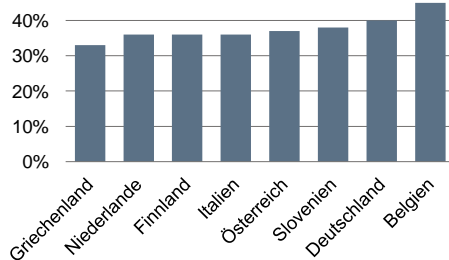
Einkommensteuer + Sozialversicherungsabgaben  
(in % des Einkommens)



Quelle: PwC Personal Tax in the European Union

Abgabenlast privater Haushalte (2009) **3**

Einkommensteuer + Sozialversicherungsabgaben  
(in % des Einkommens)



PwC Personal Tax in the European Union

### Einkommen und Vermögen: zwei Seiten derselben Medaille?

Deutschland und Österreich zählen gemessen am BIP-pro-Kopf zu den wohlhabendsten Ländern in der Eurozone, und auch das durchschnittliche Haushaltseinkommen liegt mit EUR 43.500 bzw. 43.900 laut HFCS deutlich über dem der spanischen, italienischen und griechischen Haushalte. Zugleich weisen beide Länder aber ein geringeres privates Vermögen auf als die meisten südeuropäischen Länder. Ist das ein zwangsläufiger Widerspruch?

Die Vermögensbildung ist ein über Jahrzehnte andauernder Prozess, der von institutionellen Rahmenbedingungen ebenso abhängt wie von individuellen Präferenzen. Ein wesentlicher institutioneller Faktor in europäischen Ländern ist zunächst einmal die Steuer- und Abgabenquote, denn sie bestimmt, welcher Anteil des Einkommens überhaupt zur privaten Vermögensbildung zur Verfügung



gung steht. In den letzten Jahren haben sich die effektiven Steuerquoten innerhalb der Eurozone zwar deutlich angenähert, aber gerade in Deutschland war die Steuerbelastung davor über einen langen Zeitraum höher als in den meisten anderen Ländern.

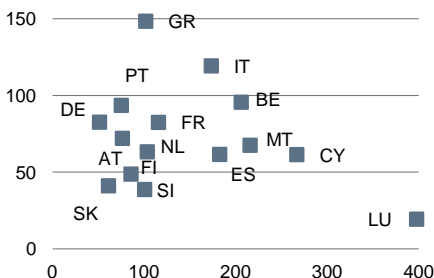
Aber auch Unterschiede im Konsum- und Investitionsverhalten können die Vermögensakkumulation beeinflussen. Wenn unterschiedliche Konsumpräferenzen existieren und Bürger in manchen Ländern einen größeren Anteil ihres Einkommens für unmittelbaren Konsum ausgeben, wirkt sich das negativ auf die Vermögensbildung aus. Mindestens ebenso wichtig ist das Investitionsverhalten der Haushalte. Die Deutschen sind im internationalen Vergleich eher risikoavers und halten große Teile ihres Vermögens in sicheren Anlageklassen, während die Aktienquote in deutschen Portfolios relativ niedrig war (laut dem Deutschen Aktieninstitut hielten 2010 überhaupt nur 5,6% Aktien und nur 11,2% Aktienfonds). Risikoarme Anlageformen führen allerdings auch zu einer geringeren Portfoliorendite, was bei einem Investitionshorizont von mehreren Jahrzehnten substanzielle Unterschiede beim langfristigen Vermögensaufbau bewirken kann, die sich durch den Zinseszineffekt noch weiter verstärken.

### Vermögen der Haushalte = Vermögen einer Volkswirtschaft?

Das Gesamtvermögen einer Volkswirtschaft umfasst neben dem Vermögen der privaten Haushalte auch jenes der Unternehmen und des Staates. Wie groß diese einzelnen Vermögenskomponenten in Relation zueinander sind, ist bis zu einem gewissen Grad eine intra-nationale Verteilungsfrage.

#### Haushaltsvermögen und Staatsschulden 4

X-Achse: Vermögen in EUR 1000 (Median),  
Y-Achse: Verschuldung in % d. BIP (2010)



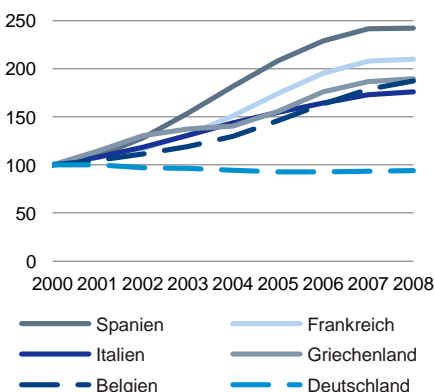
Quellen: HFCS, Eurostat

Gemessen am Kapitalstock sind beispielsweise deutsche, österreichische und niederländische Unternehmen wertvoller als jene aus den südeuropäischen Staaten. Da viele dieser Unternehmen Aktiengesellschaften sind, deren Anteile international breit diversifiziert gehalten werden, partizipieren Inländer aber nur zum Teil an diesem Vermögen. Dies gilt insbesondere für Länder mit niedrigen Aktienquoten wie Deutschland. Auch die Vermögensposition des Staates spielt eine Rolle. Länder mit geringer Staatsverschuldung können langfristig niedrigere Steuern erheben oder sich eine bessere Infrastruktur leisten. Eine Kombination aus hoher Staatsverschuldung und zugleich sehr hoher Privatvermögen deutet hingegen darauf hin, dass solche Länder entweder über einen langen Zeitraum zu niedrige Steuern erhoben haben, oder es dort Defizite bei der Steuerehrlichkeit und der Effizienz der Steuerverwaltung gibt.

Es ist also kein zwangsläufiger Widerspruch, wenn ein offensichtlich wohlhabendes Land zugleich relativ geringe private Vermögen aufweist. Deshalb misst die HFCS auch nicht den gesamten Wohlstand eines Landes – dafür gibt es geeignetere Maße wie z.B. das BIP –, sondern das private Vermögen seiner Haushalte.

#### Immobilienpreisentwicklung 2000-2008 5

Index 2000 = 100



Quellen: OECD, DB Research

### Ist der Einfluss von Hausbesitz tatsächlich so groß?

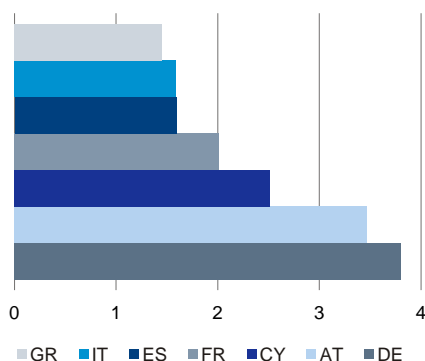
Eindeutig ja. Insbesondere seit der Euro-Einführung sind die Immobilienpreise in den meisten Ländern stark gestiegen. Zwischen 1985 und 2008 haben sich die realen Hauspreise in Frankreich sogar mehr als verdoppelt, in Belgien und den Niederlanden annähernd verdreifacht und in Spanien vervierfacht. Durch den hohen Anteil an Wohnungseigentümern (z.B. 82,7% in Spanien und 69,6% in Belgien, verglichen mit nur 44,2% in Deutschland und 47,7% in Österreich) konnten viele Haushalte an den enormen Wertsteigerungen partizipieren. Im Gegensatz dazu sind die Immobilienpreise in Deutschland und Österreich im selben Zeitraum real sogar gefallen, so dass Immobilien nicht zur Vermögenssteigerung der Haushalte beitragen konnten. Das erklärt also tatsächlich einen Teil der Vermögensunterschiede in der HFCS zwischen Deutschland und Län-



Ungleiche Vermögensverteilung

6

Mittelwert/Median des Nettovermögens



Quellen: EZB, DB Research

dern wie Spanien, Italien, Frankreich und Belgien. Allerdings waren die Immobilien in einigen Ländern deutlich überbewertet, was insbesondere der Extremfall Spanien illustriert. Seit 2008 (dem Zeitpunkt der Datenerhebung in Spanien) sind die Immobilienpreise dort wieder um 30% gesunken.

Die Entwicklung der Immobilienpreise kann auch teilweise erklären, weshalb die Vermögen in Deutschland und Österreich ungleicher verteilt zu sein scheinen als in anderen Euro-Ländern. Dieser Schluss lässt sich zumindest ziehen, wenn man das Verhältnis aus dem durchschnittlichen Vermögen und dem Median berechnet. In Deutschland und Österreich ist der Durchschnitt fast viermal höher als der Median, was für eine relativ starke Ungleichheit spricht. Da allerdings alle anderen Länder eine höhere Eigentümerquote von Wohnimmobilien aufweisen, verfügte dort ein großer Teil der Haushalte über substantielle Vermögenswerte in einer bis zur Krise besonders rentablen Anlageklasse, was das Medianvermögen in diesen Ländern deutlich erhöht hat.

### Sind Luxemburger und Zyperer tatsächlich so viel reicher als der Rest der Eurozone?

Eines der markantesten Ergebnisse der EZB-Studie sind die hohen Vermögen der Haushalte in Luxemburg, Zypern und Malta, die sich sicher nicht mit unterschiedlichen Wertentwicklungen bei Immobilien erklären lassen.

Dass die Haushaltsvermögen der Luxemburger besonders hoch sind, ist wenig verwunderlich. Das angegebene Einkommen luxemburgischer Haushalte ist schließlich mehr als doppelt so hoch wie der Durchschnitt in der Eurozone. Somit ist auch das zur Vermögensbildung verfügbare Einkommen deutlich höher. Anders verhält es sich aber im Fall von Malta und Zypern. Das mittlere Haushaltseinkommen in Malta lag 2010 leicht unter dem Durchschnitt der Eurozone, das in Zypern nur knapp darüber. Die unterschiedliche Vermögensentwicklung dürfte vor allem an der langfristig deutlich niedrigeren Steuer- und Abgabelast liegen. Die effektive Steuerlast eines Haushaltes in Malta und Zypern liegt etwa 10-15 Prozentpunkte niedriger als in Deutschland, Frankreich oder Italien.<sup>2</sup> Insbesondere in Kombination mit einer höheren Verzinsung auf Anlagen könnten diese Unterschiede den deutlich höheren Vermögensaufbau der privaten Haushalte erklären.

### Fazit

Die Vermögensverhältnisse innerhalb der Eurozone sind zu differenziert, um sie in einer einzigen Zahl zusammenfassen zu können. Auch in einem Land wie Deutschland, das gemessen am BIP zu den wirtschaftsstärksten Ländern der Eurozone zählt und eine der niedrigsten Arbeitslosenquoten aufweist, baut ein substantieller Teil der Bevölkerung nicht genügend Vermögen auf. Andererseits gibt es in den südeuropäischen Krisenstaaten viele Haushalte, die über ein beträchtliches Vermögen verfügen. So ist es doch bemerkenswert, dass ein Haushalt in Deutschland mit einem Nettovermögen von über EUR 1,16 Mio. zu den reichsten 10% zählt, während man dafür in Zypern zum Beispiel schon ein Vermögen von über EUR 4,16 Mio. benötigen würde. Eine stärkere Beteiligung der wohlhabendsten Haushalte an der Rettung ihrer Volkswirtschaften erscheint vor diesem Hintergrund durchaus angemessen.

Stefan Vetter (+49 69 910-21261, stefan.vetter@db.com)

Christine Mansfeld

<sup>2</sup> KPMG's Individual Income Tax and Social Security Rate Survey 2012  
<http://www.kpmg.com/Global/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/individual-income-tax.pdf>



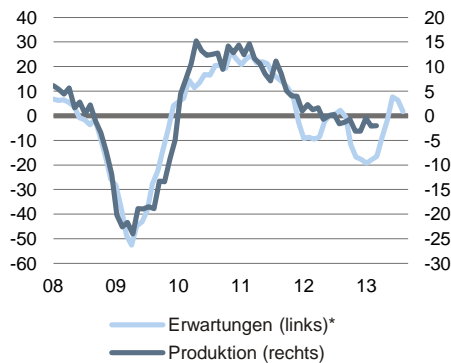


## Deutsche Industrie: Warten auf den Aufschwung

### Erwartungen noch positiv

1

ifo Geschäftserw., Verarb. Gewerbe, Index, links  
Produktion im Verarb. Gewerbe, % gg. Vj., rechts



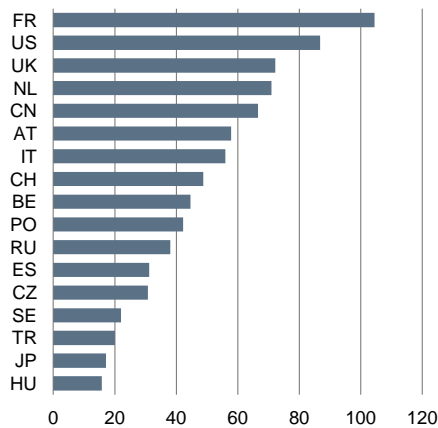
\* 4 Monate verschoben

Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

### 17 Handelspartner = 75% des Exports

2

Exporte, DE, EUR Mrd., 2012,  
nach Handelspartnern

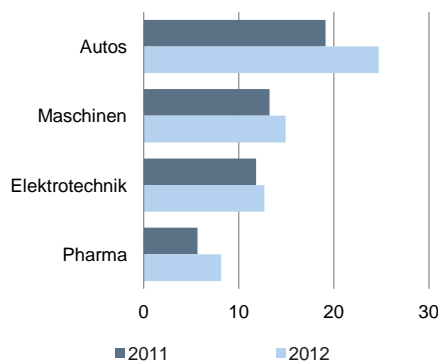


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Deutsche Exporte in die USA 2012 insgesamt gestiegen

3

Mrd. EUR



Quelle: Statistisches Bundesamt

Nach fünf aufeinanderfolgenden Anstiegen korrigierte die Erwartungskomponente des ifo-Index im Verarbeitenden Gewerbe im März und April. Zudem fiel der Einkaufsmanager des Verarbeitenden Gewerbes im März/April wieder unter die Wachstumsschwelle von 50 (April 47,9), was darauf hindeutet, dass sich die Industrieproduktion wohl nicht vor dem zweiten Halbjahr erholt. Wie die nebenstehende Grafik zeigt, folgte die Industrieproduktion dem Auf und Ab der Stimmungsindikatoren aber kaum. Seit eineinhalb Jahren befindet sich die Produktion auf einem moderaten Abwärtstrend. Die Asynchronität könnte auf die wechselhaften Risiken und deren Einfluss auf die Stimmung zurückzuführen sein. Wir untersuchen daher, ob es über die Stimmungsindikatoren hinaus bereits Anzeichen für eine Erholung gibt. Dabei ist die Auslandskonjunktur für die stark vom Export getriebene deutsche Industrie von besonderer Bedeutung.

### Deutsche Industrie hat neue Märkte erschlossen

Nach zwei starken Jahren (2010: +12%; 2011: +7,8%), in denen die Industrieproduktion den Einbruch der Wirtschaftskrise 2008/09 wieder aufholen konnte, sank die reale Produktion im Verarbeitenden Gewerbe 2012 insgesamt um 1%. Insbesondere das Q4 fiel schwach aus, sodass die Produktion mit einem statistischen Unterhang von 1,7% ins Jahr 2013 gestartet ist. Hier machte sich zuletzt auch die Schwäche wichtiger Exportmärkte außerhalb der EWU bemerkbar.

Die Wirtschaftskrise in Europa hat den Absatz der deutschen Exporteure insgesamt beeinträchtigt. Das BIP in Deutschlands wichtigstem Exportmarkt, Frankreich, stagnierte 2012 und dürfte 2013 um 0,6% zurückgehen. In Italien, das im letzten Jahr 5,1% der deutschen Ausfuhren aufnahm, schrumpfte die Wirtschaft 2012 um 2,4% und wird auch 2013 nicht aus den roten Zahlen kommen (-1,8%). Dementsprechend sanken die Exporte deutscher Unternehmen in die EWU und machten im Jahr 2012 nur noch 37,5% aller Ausfuhren aus. Im Jahr 2000 waren es noch 45,5%, wenn man die gleiche Ländergruppe zugrunde legt. Insbesondere Spanien und Italien, aber auch Belgien boten für die deutschen Unternehmen relativ gesehen schlechtere Absatzchancen.

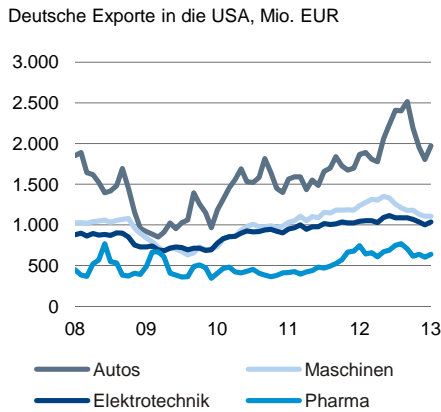
Demgegenüber hat die Bedeutung der Ausfuhren in Nicht-EWU-Länder insgesamt zugenommen und in vielen Branchen die Rückgänge der Ausfuhren in die meisten Länder Kontinentaleuropas kompensiert. Unter den acht wichtigsten Handelspartnern, auf die im letzten Jahr mehr als 50% der deutschen Exporte entfielen, waren die USA auch 2012 der zweitwichtigste Exportmarkt Deutschlands. In die USA gingen in den letzten fünf Jahren trotz der Wirtschaftskrise fast unverändert knapp 8% aller Ausfuhren pro Jahr. Unternehmen aus bestimmten Branchen konnten die USA als wichtigen Absatzmarkt weiter für sich erschließen. Bemerkenswert ist der kräftige Anstieg der Automobilexporte in die USA, die 2012 13% aller Ausfuhren der Branche ausmachten (nach 10,3% 2011). Dies entsprach einer Steigerung von fast 30% gg. Vj. Die hiesigen Autobauer profitierten insbesondere von einer attraktiven Modellpalette und einem guten Image der deutschen Automarken.<sup>3</sup> Die Ausfuhren der deutschen Pharma-Unternehmen in die USA, dem wichtigsten Absatzmarkt der Branche, machten 2012 einen Anteil von 15% an allen Pharmaexporten aus (+44% gg. Vj.). Auch die deutschen Maschinenbauer konnten 2012 ihren Absatz in die USA kräftig erhöhen (+12,6% gg. Vj.), sodass die Vereinigten Staaten ihren Platz als

<sup>3</sup> Vgl. Heymann, Eric (2011). US-Automarkt auf dem Weg zurück zu alter Größe. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen.



Ausblick Deutschland

Autoexporte in die USA eingebrochen **4**



zweitwichtigstes Zielland des Wirtschaftszweiges ausbauen konnten. Impulse kamen vor allem von der lokalen Autoindustrie, die ihre Werke modernisierten. Für die deutschen Exporteure in die USA machte sich – trotz der positiven Ergebnisse im Gesamtjahr – in den letzten Monaten aber der zuletzt schwächere US-Binnenmarkt bemerkbar. Im Maschinenbau war dies bereits seit Mitte des vergangenen Jahres der Fall; für die deutschen Automobilbauer waren die Auswirkungen im 4. Quartal zu spüren (s. Grafik 4).

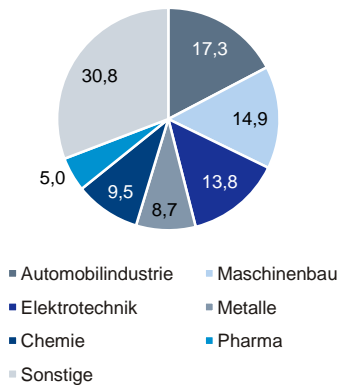
Die Ausfuhren in das Vereinigte Königreich (Platz 3) sind in den letzten drei Jahren zwar zweistellig gewachsen; die Bedeutung Großbritanniens als Zielland deutscher Ausfuhren ist aber immer noch geringer als 2007. Demgegenüber gewann die Schweiz, in die immerhin knapp 4 ½% der deutschen Ausfuhren gehen, auch im Vergleich zu 2007 an Bedeutung.

Deutsche Exportstruktur stark konzentriert

Die deutsche Industrie ist seit jeher exportstark. Die Unternehmen in der Automobilindustrie, im Maschinenbau sowie in der Pharmaindustrie erzielten zuletzt über 60% ihrer Umsätze im Ausland. In der Chemieindustrie sowie in der Elektrotechnik waren es immerhin noch deutlich über 50%, und damit ebenfalls mehr als der Durchschnitt des Verarbeitenden Gewerbes. Dabei dominieren wenige Warengruppen die deutsche Exportstruktur. Über die Hälfte der Exporte entfällt auf vier Branchen; dies sind die Automobilindustrie, der Maschinenbau, Güter und Ausrüstungen aus dem Bereich der Elektrotechnik sowie Metalle und Metallerzeugnisse (s. Grafik 5). Der hohe Anteil von 44% bei den Investitionsgütern und weiteren 31% bei den Vorleistungsgütern unterstreicht die starke Spezialisierung und den Fokus auf die Investitionstätigkeit im Ausland.

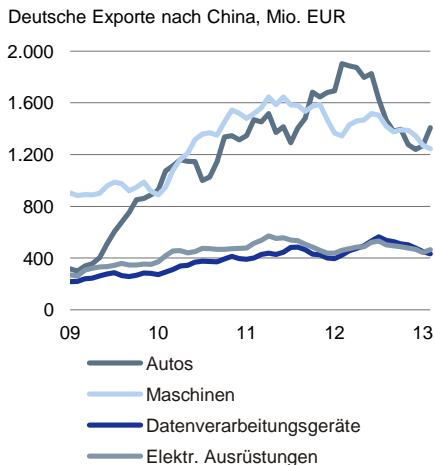
Exporte: Konzentration auf wenige Branchen **5**

Anteile an den gesamten Exporten, DE, 2012, %



Unter den Zielländern jenseits der EWU sticht China als Wachstumsmarkt besonders hervor: So ist der Anteil Chinas an den Ausfuhren deutscher Unternehmen von 3,1% im Jahr 2000 auf 6,1% in den Jahren 2011 und 2012 gestiegen.<sup>4</sup> Damit ist China in der Liste der wichtigsten Exportländer inzwischen auf Platz 5 (2012) vorgerückt (s. Grafik 2). Angesichts der Wirtschaftskrise in den europäischen Nachbarländern nutzten die deutschen Unternehmen in den letzten Jahren die großen Chancen auf dem chinesischen Markt. Für die Branchen Automobil, Maschinenbau und Elektrotechnik haben sowohl die USA als auch China als Exportmärkte einen besonders hohen Stellenwert. China ist für die deutschen Maschinenbauer (mit 10,3% der Ausfuhren der Branche) und für die Produzenten elektrischer Ausrüstungen (mit 8,8% der Ausfuhren) 2012 der wichtigste Absatzmarkt gewesen; bei den Automobilproduzenten rangiert das Reich der Mitte auf dem zweiten Rang (10,2% der Ausfuhren der Branche).

Exporte warten auf neue Dynamik **6**



Die hohe Bedeutung des Marktes für die deutschen Unternehmen bringt aber auch Absatzrisiken mit sich, wenn – wie 2012 – die Wirtschaft in China langsamer wächst. Insgesamt hat sich das Wachstum der deutschen Warenexporte nach China 2012 im Vergleich zum Vorjahr deutlich abgekühlt (+2,7% gg. Vj. vs. +20,6% im Jahr 2011). Zudem konnten die Ausfuhren nach China im Vergleich zu den Gesamtexporten deutscher Unternehmen nur unterdurchschnittlich zulegen. Die Abschwächung des chinesischen Wachstums ist besonders im Bereich des Maschinenbaus zu spüren gewesen. Hier sanken die Ausfuhren 2012 um 10% gg. Vj. In der Automobilbranche konnten die Ausfuhren nach China zwar im Gesamtjahr zulegen, tendierten aber im Verlauf bereits seit dem 2. Quartal 2012 nach unten. Am aktuellen Rand mehrten sich die Anzeichen, dass für die Autobranche nun der Boden erreicht sein könnte (s. Grafik 6).

<sup>4</sup> Vgl. dazu Stobbe, Antje (2013). Deutsche Industrie: Absatzmarkt China mit moderater Dynamik. Research Briefing. Deutsche Bank Research.

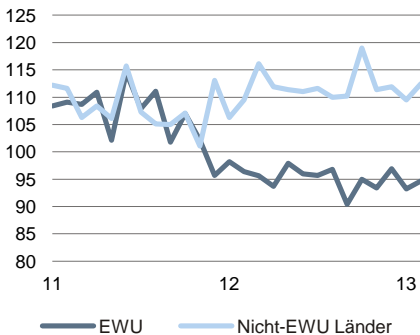


Ausblick Deutschland

Auslandsaufträge aus der EWU fallen nicht weiter

7

Auslandsaufträge, Index, 2010=100, sb.

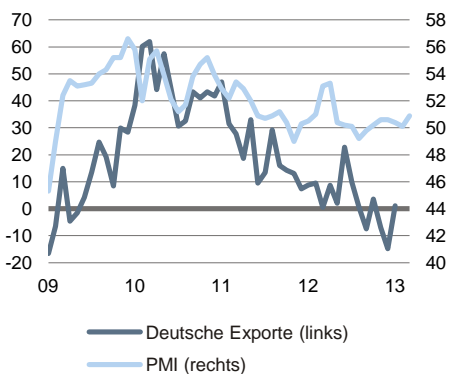


Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsche Exporte zuletzt schwach

8

Deutsche Exporte nach China, % gg. Vj., links  
PMI China, Index, rechts

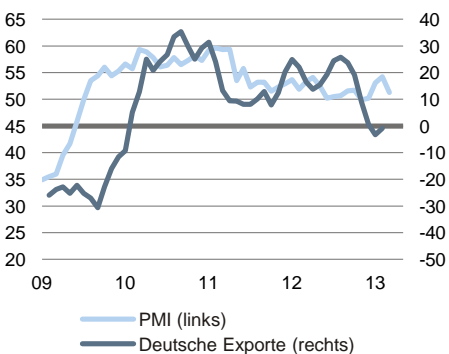


Quellen: Statistisches Bundesamt, IHS

USA: Stimmung wieder etwas besser

9

PMI USA, Index, links, deutsche Exporte in die USA, % gg. Vj., 3M gl. Durchschnitt, rechts



Quellen: Statistisches Bundesamt, FRB

Moderater Ausblick für die Exportmärkte

Aktuell sind die deutschen Exporteure bestimmter Branchen in verschiedenen Märkten mit einem rückläufigen Absatz konfrontiert. Im weiteren Verlauf des Jahres 2013 dürften die deutschen Unternehmen aber wieder von einer höheren Dynamik auf wichtigen Absatzmärkten profitieren. In der EWU dürfte diese allerdings noch gering sein; für die Eurozone 2013 erwarten wir insgesamt einen Rückgang des BIP um 0,6%. Zwar gehen wir davon aus, dass sich die fiskalischen Entzugseffekte im Laufe des Jahres abschwächen und sich die Konjunktur ab dem 3. Quartal leicht erholt. Dies dürfte aber der deutschen Industrie nur schwache Impulse geben. Die Aufträge, die die deutschen Unternehmen aus den anderen EWU-Ländern erhalten, sind im Vorjahresvergleich noch immer rückläufig. Sie haben sich aber immerhin seit dem 4. Quartal auf niedrigem Niveau stabilisiert, so dass der Boden erreicht sein könnte (s. Grafik 7).

Die anziehende Konjunktur in anderen wichtigen Exportmärkten dürfte der deutschen Industrie im Laufe des Jahres 2013 wieder Chancen eröffnen. Für China rechnen wir mit einer leichten Beschleunigung des BIP-Wachstums auf 8,2% im Jahr 2013 von 7,7% im letzten Jahr; eine stärker expansive Wirtschaftspolitik stützt die Konjunktur. Der chinesische Einkaufsmanagerindex, ein guter vorlaufender Indikator für die Industrieproduktion, hat sich in den letzten Monaten stabilisiert (s. Grafik 8). Auch die Pkw-Verkäufe in China legten im 4. Quartal 2012 und im 1. Quartal 2013 wieder zu. Im Maschinenbau ist die Nachfrage allerdings anhaltend gedämpft. Im laufenden Jahr dürften die Investitionstätigkeit (+8,5%) und insbesondere die chinesischen Importe (+12,5%) wieder anziehen. Damit verbessern sich die Aussichten auch für die deutschen Exporteure. In allen Branchen gilt aber, dass die deutschen Unternehmen derzeit noch unter dem Rückgang der Ausfuhren nach China in den letzten Monaten leiden. Es muss ihnen daher künftig gelingen, an der konjunkturellen Belebung zu partizipieren.

Die Konjunktur in den USA dürfte in der zweiten Jahreshälfte ebenfalls wieder leicht anziehen; dies signalisiert z.B. die moderate Verbesserung des PMI über die Wachstumsgrenze von 50 am aktuellen Rand. Wir erwarten für das BIP in den USA eine Wachstumsrate von 2,3% und für die Industrieproduktion 2013 einen Zuwachs von 5,2% gg. Vj. (nach +3,6% 2012). Davon könnten einige deutsche Branchen auch 2013 profitieren, so die Pharmaunternehmen. Die deutschen Auto-Exporteure müssen allerdings zunächst den tiefen Einbruch seit dem 4. Quartal verdauen und dürften daher die hohen Zuwachsraten des Jahres 2012 nicht mehr erreichen, zumal der US-Markt zunehmend aus lokaler Produktion deutscher Unternehmen bedient wird.

Industrieproduktion stagniert 2013

Aktuell gibt es noch wenige „harte Fakten“ für einen bevorstehenden Aufschwung in der deutschen Industrie, wie er zum Beispiel von den Auslandsmärkten angestoßen werden könnte. Bei den Aufträgen sind die Signale seit einiger Zeit uneinheitlich. Sie haben insgesamt im Februar um 2,3% gg. Vm. zugelegt, nachdem sie im Januar um 1,6% gesunken sind. Im aussagekräftigeren Zweimonatsvergleich ergab sich daher im Jan./Feb. nur ein schwacher Anstieg von 0,1% gg. Nov./Dez. 2012. Positiv zu vermerken ist allerdings der Zuwachs der Inlandsaufträge von 1,4% im selben Zweimonatsvergleich. Die deutsche Industrie könnte damit das Tief im 4. Quartal 2012 durchschritten haben. Dafür spricht auch, dass die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt im 1. Halbjahr 2013 wieder leicht auf 82,2% zugenommen hat, nachdem sie zuvor 1 ½ Jahre kontinuierlich gesunken war.

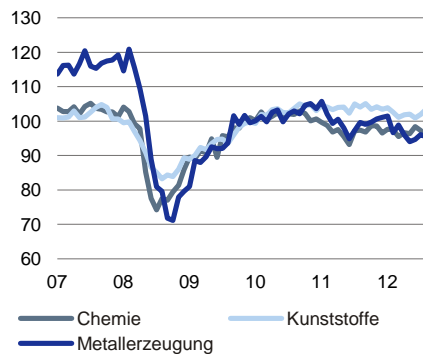
In den frühzyklischen Branchen sind die Hinweise auf eine konjunkturelle Erholung in diesem Jahr erst schwach ausgeprägt. In der kunststoffverarbeitenden



Ausblick Deutschland

Produktion: Frühzyklische Branchen **10**

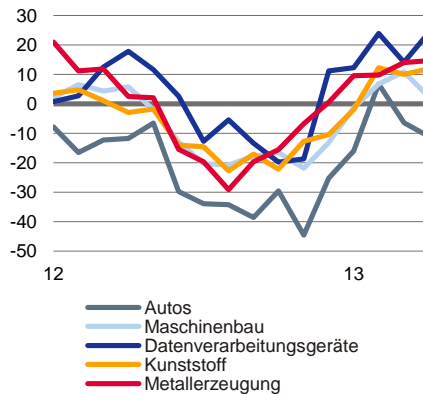
2010=100, sb.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsche Industrie: Erwartungen überwiegend im positiven Bereich **11**

ifo Geschäftserwartungen, Saldo aus pos. und neg. Einschätzungen



Quelle: ifo

Industrieproduktion Deutschland **12**

% gg. Vj.

Wirtschaftszweige	2010	2011	2012	2013P
Ernährungsg.	1,8	-0,6	0,0	2,0
Getränke	1,4	3,1	-0,5	2,0
Textilindustrie	11,9	0,1	-7,3	-1,0
Bekleidungs-gew.	-0,3	-1,5	-9,3	-6,0
Papier	8,1	-1,8	-2,3	1,5
Chem. Industrie	17,6	-0,3	-2,6	1,0
Pharma	0,6	4,3	-2,4	0,5
Kunststoffwaren	12,7	4,2	-1,1	-0,5
Baustoffe	7,4	8,7	-4,3	0,0
Metallerz. u. -bearb.	21,0	2,1	-3,8	0,5
Metallerzeugnisse	14,5	10,9	-1,4	1,5
Elektrotechnik	16,9	11,5	-2,6	0,5
Maschinenbau	10,7	13,1	1,3	-1,0
Automobilindustrie	25,3	12,7	-0,4	-2,0
Verarb. Gewerbe	12,0	7,8	-1,0	0,0

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Industrie fällt vor allem die starke Stimmungsaufhellung in den letzten Monaten auf; die Erwartungskomponente stieg von ihrem Tiefpunkt im August letzten Jahres um über 30 Punkte auf zuletzt +12. Die Produktion zog in den ersten beiden Monaten des Jahres im Vergleich zu Nov./Dez. 2012 ebenfalls wieder an (+1,2%). Dies können wir auch in der Branche Metallherzeugung beobachten (+1,5%) und etwas moderater bei den Produzenten von Metallerzeugnissen (+0,5%). Die Metallherzeugung hat allerdings im zweiten Halbjahr einen kräftigen Produktionsrückgang hinnehmen müssen und ist daher mit einem beträchtlichen statistischen Unterhang ins Jahr gestartet (-3,8%). In der Chemieindustrie hatte sich die reale Produktion im zweiten Halbjahr 2012 stabilisiert; in den ersten beiden Monaten des Jahres 2013 sank sie aber wieder um 1,1%. Auch die Aufträge gaben nach – vor allem wegen der schwächeren Nachfrage aus dem Ausland; die Inlandsaufträge wuchsen hingegen leicht. Damit gibt es nur in einigen frühzyklischen Branchen – neben der verbesserten Stimmung – erste schwache Anzeichen für einen moderaten Aufschwung.

In den anderen großen Branchen, die typischerweise erst später im Zyklus folgen, sind diese aber noch nicht auszumachen. Den deutschen Autobauern machen vor allem die schwache Nachfrage aus der Eurozone, aber auch die seit dem 2. Quartal 2012 rückläufigen Inlandsaufträge zu schaffen. Dementsprechend ist die Produktion in den letzten Monaten tendenziell rückläufig und auch der Start ins Jahr 2013 war schwach (-1,2% Jan./Feb. vs. Nov./Dez.). Wir erwarten zwar, dass die inländische Automobilproduktion im weiteren Verlauf von 2013 wieder anzieht; insgesamt dürfte die reale Produktion aber um ca. 2% sinken, nicht zuletzt wegen des hohen statistischen Unterhangs (-3,8%). Auch im Maschinenbau sind noch keine Zeichen der Konjunkturerholung zu erkennen. Dies ist nicht überraschend, da dessen Konjunktur üblicherweise erst etwas später im Zyklus anspringt. Nach einem Rückgang der Produktion zu Jahresbeginn war im Februar zwar eine Gegenbewegung zu verzeichnen, der reale Output lag aber in den ersten zwei Monaten dennoch 0,8% unter dem der Vorperiode. Insgesamt erwarten wir für den Maschinenbau 2013 einen Rückgang der Produktion um 1%. Die Elektrotechnik verzeichnet hingegen erste Erholungszeichen: Zum einen ist der Saldo aus positiven und negativen Geschäftserwartungen im Segment der Datenverarbeitungsgeräte kräftig angestiegen und erreichte zuletzt einen recht hohen Wert von +24,2. Zum anderen haben die Aufträge in den ersten beiden Monaten des Jahres zugelegt (+1,8%), gestützt von Bestellungen aus dem Inland und dem Ausland. Wir erwarten daher in der Branche Elektrotechnik in diesem Jahr eine moderate Expansion von ½%.

Die deutsche Industrie muss sich im laufenden Jahr also erst noch aus dem Konjunkturtal herausarbeiten. Auch wenn die letzten Konjunkturdaten enttäuscht haben, gibt es Anzeichen dafür, dass dies im Jahresverlauf geschehen wird. Neben den gegenüber dem zweiten Halbjahr 2012 verbesserten Erwartungen sprechen auch erste schwache Signale einer Belebung in einigen frühzyklischen Branchen dafür. Der Durchbruch steht aber noch aus. Die leicht verbesserten Aussichten für wichtige Exportmärkte jenseits der EWU – basierend auf Prognosen der regionalen DB-Ökonomen – deuten darauf hin, dass die Industriekonjunktur moderat an Fahrt gewinnen könnte. Auch erste unterstützende Signale von der Binnenkonjunktur, die 2013 größere Bedeutung erhalten dürfte, sprechen dafür. Insgesamt erwarten wir aber für die reale Produktion im Verarbeitenden Gewerbe nur eine Stagnation, da der große Unterhang belastet. Bei unserer Prognose überwiegen die Abwärtsrisiken, die insbesondere in einer Verschärfung der Wirtschaftskrise in der EWU bestehen, die negative Rückwirkungen auf die Weltwirtschaft entfalten würde. Aber auch ein deutliches Abflachen der Wachstumskurve in China oder ein erneuter Einbruch der Automobilnachfrage könnten dazu führen, dass wir unsere Prognose korrigieren müssen.

Antje Stobbe (+49 69 910-31847, antje.stobbe@db.com)

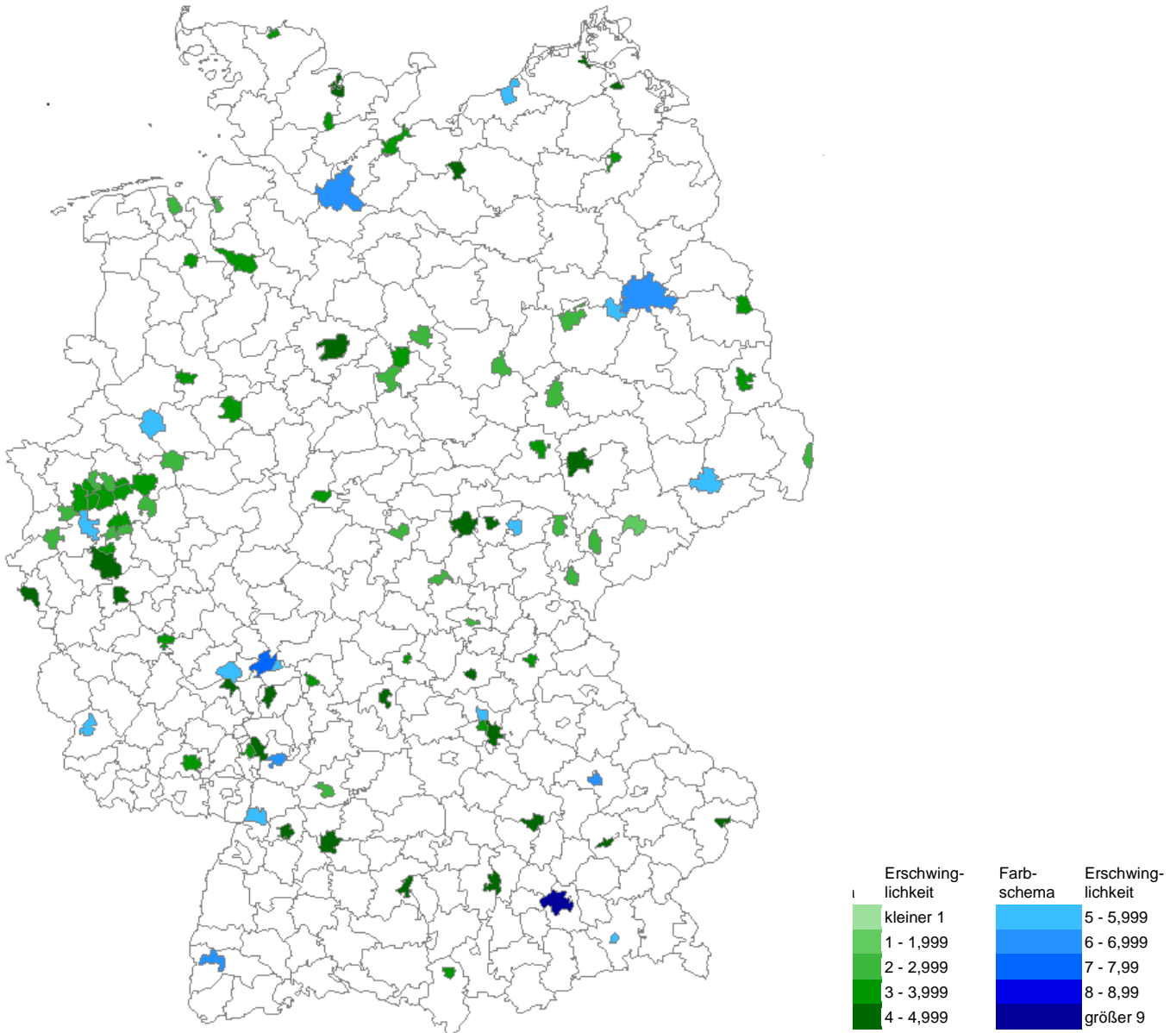




## Grafik des Monats

Deutschland: 2012er Erschwinglichkeitsindizes von Bestandswohnungen in Städten

Definition: Erschwinglichkeit ist der Preis von Bestandswohnungen (100 qm Wohnung) relativ zum verfügbaren Haushaltseinkommen



Quellen: BulwienGesa, DB Research

### Immobilienpreise: Blasen in den Großstädten?

Die Preise auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt haben in den letzten Jahren deutlich angezogen. Laut Bundesbank sind die Preise in 2012 um mehr als 5% gegenüber Vorjahr gestiegen. Damit sind sie zum wiederholten Male stärker gestiegen als die verfügbaren Einkommen. Deutsche Wohnimmobilien sind sowohl historisch als auch im internationalen Vergleich günstig. Zudem ist Deutschlands Wirtschaft bisher recht krisenresistent. Entsprechend interpretieren wir die Preissteigerungen der letzten Jahre als Normalisierung.





### Preisentwicklungen in den Städten

Regional entwickeln sich die Preise in Deutschland sehr unterschiedlich. Während die nominalen Preise für Bestandswohnungen von 2008 bis 2012 im Durchschnitt um rund 10% und in der Spitze in Hamburg um 40% zulegten, fielen sie zweistellig in strukturschwachen Städten. Damit stellt sich die Frage, ob Bestandswohnungen in manchen Städten zu teuer sind?

### Erschwinglichkeitsindizes von Bestandswohnungen in Städten

Erschwinglichkeitsindizes sind definiert als Immobilienpreise relativ zum verfügbaren Haushaltseinkommen. Sie beantworten die Frage, wie viele Nettojahreseinkommen müssen private Haushalte für den Immobilienkauf aufwenden. Aktuell muss ein Haushalt durchschnittlich  $4 \frac{1}{2}$  Jahreseinkommen aufwenden, um eine 100 qm Bestandswohnung zu kaufen. Die Deutschlandkarte zeigt die unterschiedliche Erschwinglichkeit der einzelnen Städte.

### Einwohnerzahl treibt Erschwinglichkeit

Insbesondere die Einwohnerzahl scheint die Erschwinglichkeit stark zu beeinflussen. Eine florierende Wirtschaft zieht Einwohner an und die Nachfrage nach knappem Wohnraum trifft auf ein recht unelastisches Angebot. Daher sind Bestandswohnungen in größeren Städten – trotz höherer Einkommen – meistens „weniger erschwinglich“. Als Faustregel gilt, dass in Großstädten durchschnittlich 6 Jahreseinkommen, in München sogar 9 Jahreseinkommen, in mittelgroßen Städten mit 150.000 bis 500.000 Einwohner  $4 \frac{1}{2}$  und in kleinen Städten durchschnittlich  $3 \frac{1}{2}$  Jahreseinkommen für eine Wohnung gezahlt werden. Auch zwischen West- und Ostdeutschland gibt es Unterschiede, die aber durch die Großstädte verursacht werden. Ohne die Großstädte müssen sowohl im Westen wie im Osten durchschnittlich 4 Jahreseinkommen bezahlt werden. Dank gestiegener Einkommen sind im Vergleich zum Jahr 2000 deutsche Wohnimmobilien heute erschwinglicher, denn damals mussten bundesweit 5 Jahreseinkommen für eine Bestandswohnung gezahlt werden.

### Veränderung der Erschwinglichkeitsindizes

Der Erschwinglichkeitsindex ist von 2008 zu 2012 bundesweit um 0,4 Jahreseinkommen angestiegen. Dies beruht hauptsächlich auf Preissteigerungen in großen und mittelgroßen Städten. Heute müssen Wohnungskäufer in mittelgroßen Städten rund 0,25 Jahreseinkommen und in Großstädten fast ein Jahreseinkommen mehr bezahlen als in 2008. In den kleinen Städten mit weniger als 150.000 Einwohnern sind Immobilienpreise heute genauso erschwinglich wie in 2008, d.h. Wohnungspreise sind genauso stark gestiegen wie die Einkommen.

### Haushaltsentwicklung und Bevölkerungswachstum

Ähnlich heterogen wie die Preisentwicklung verändern sich auch die Zahl der Haushalte und die Einwohnerzahl. Große und mittelgroße Städte wachsen, und in Städten mit weniger als 150.000 Einwohnern stagniert oder sinkt die Zahl der Haushalte und die Bevölkerung typischerweise. Dabei gehen wenig überraschend Einwohnerzuwachs und Anstieg des Erschwinglichkeitsindex Hand in Hand. In einfachen ökonomischen Schätzungen kann man mit der Bevölkerungsentwicklung einen Großteil der Veränderung der Erschwinglichkeit erklären.



#### Fazit: Im Großen und Ganzen liegen faire Bewertungen vor

Bestandswohnungen in den Städten sind fair bewertet. Die Erschwinglichkeitsindizes sind dort hoch und haben sich dort erhöht, wo es ökonomisch sinnvoll erscheint, nämlich gerade in Städten, in denen die Zahl der Haushalte und Einwohner zunimmt.

#### Ausblick: Globalisierung pro große und mittelgroße Städte

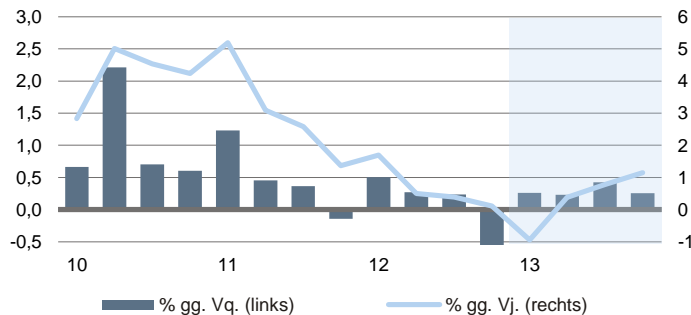
Haushalte wohnen in der Nähe ihrer Arbeitsplätze, und Arbeitsplätze entstehen vor allem in den Städten, die von der Globalisierung am meisten profitieren, nämlich in den großen und mittelgroßen Städten. Deshalb sollte die Einwohnerzahl dort weiter steigen, damit sollte der aktuelle Nachfrageüberhang weiter bestehen und die Erschwinglichkeitsindizes eher noch zulegen – Wohnungen werden also weniger erschwinglich. In den kleineren Städten hingegen sollte sich die Erschwinglichkeit wie in den letzten Jahren kaum verändern.

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



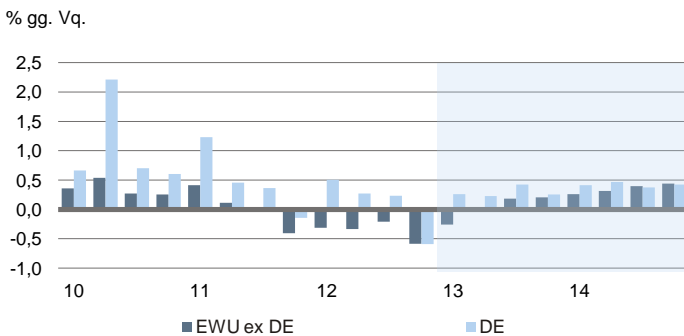
Chartbook: Konjunktur (1)

Entwicklung des realen BIP



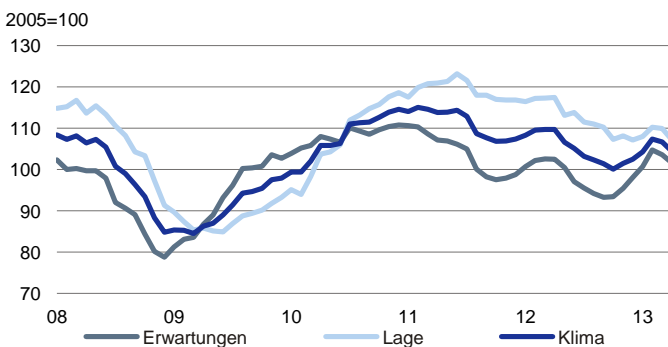
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

BIP Entwicklung: DE vs. EWU



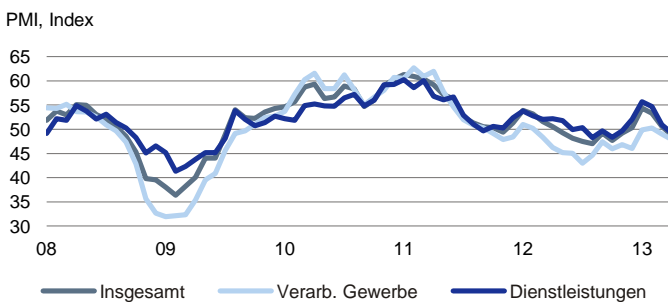
Quelle: Eurostat

Ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt



Quelle: ifo

Einschätzung der Einkaufsmanager



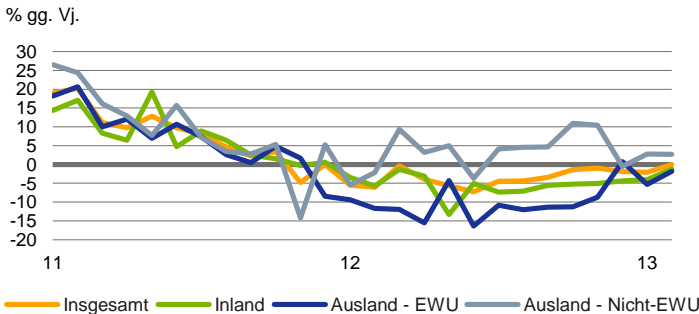
Quelle: Markit

- Mit 0,7% gg. Vj. wuchs das deutsche BIP 2012 deutlich langsamer als noch 2011 (+3,0%). Wir erwarten, dass Q4 2012 (-0,6% gg. Vq.) den Tiefpunkt markierte und in Q1 ein leichter BIP-Anstieg folgt. Danach sollte sich das Wachstum beschleunigen (2013 im Schnitt: +0,3%).
- Der ifo-Index und die PMIs gingen im März/April merklich zurück. Der ifo bleibt aber über seinem historischen Schnitt. Auf diesem Niveau stützt er unsere vorsichtige BIP-Prognose für H1 (Q2: +0,2% gg. Vq.; Q1: +0,3%).
- Das Wachstum dürfte 2013 vom Konsum getragen werden, dagegen dämpft der Außenhandel. Investitionen bleiben schwach.
- Trotz der konjunkturellen Abschwächung in 2012 hat sich die deutsche Wirtschaft im Vergleich zu den meisten anderen EWU-Ländern, deren BIP stagnierte bzw. sogar schrumpfte, noch gut entwickelt.
- Angesichts des verbleibenden Anpassungsbedarfs in einigen EWU-Ländern dürfte die EWU in H1 2013 in der Rezession verharren und danach auf einen sehr flachen Wachstumspfad einschwenken. Die Wirtschaft ist 2012 um 0,6% geschrumpft. 2013 dürfte das BIP trotz der erwarteten Erholung im Jahresverlauf erneut sinken (-0,6%), wobei merkliche Abwärtsrisiken bestehen.
- Nach 4 kräftigen Anstiegen fiel der ifo-Index im März und April. Sowohl die Erwartungen als auch die Geschäftslage waren merklich eingetrübt. Der Index lag im April aber spürbar über seinem langfristigen Durchschnitt und deutet auf diesem Niveau auf moderates Wachstum hin.
- Die politische Unsicherheit in Italien und Zypern und die etwas enttäuschenden Konjunkturzahlen aus den USA und China dürften eine Rolle gespielt haben.
- Im April gingen die Einschätzungen in allen befragten Wirtschaftsbereichen zurück. Die Exporterwartungen im Verarbeitenden Gewerbe stiegen im April wieder leicht nach moderatem Minus im März.
- Die deutschen und europäischen Einkaufsmanagerindizes (PMI) haben im März und April die Gewinne von Ende 2012 weitgehend wieder abgegeben und befinden sich nun im kontraktiven Bereich (Werte <50). Der deutsche Index für die Industrie ist noch etwas über seinen Werten von Ende 2012, während bei den Dienstleistern die Einschätzung leicht negativer ist als noch in Q4/12.
- Für Deutschland deuten die PMIs auf einen Rückgang der Konjunkturendynamik hin und sind damit deutlich pessimistischer als der ifo. Im Frühjahr 2012 gab es eine ähnliche Situation. Damals beschrieb der ifo-Index die tatsächliche Entwicklung des BIPs und der Industrieproduktion aber besser als die Einkaufsmanagerindizes.



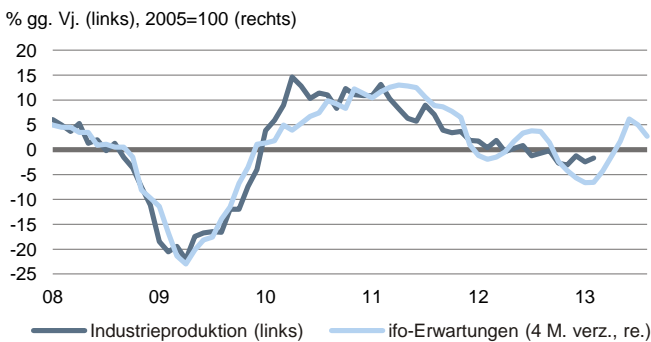
Chartbook: Konjunktur (2)

Auftragseingänge im Verarbeitenden Gewerbe



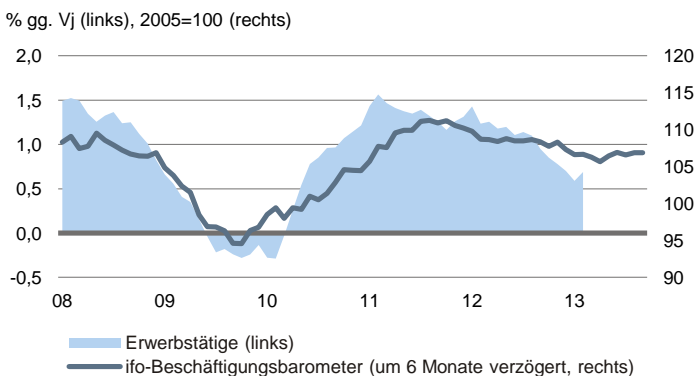
Quelle: Statistisches Bundesamt

Industrieproduktion und ifo-Erwartungen

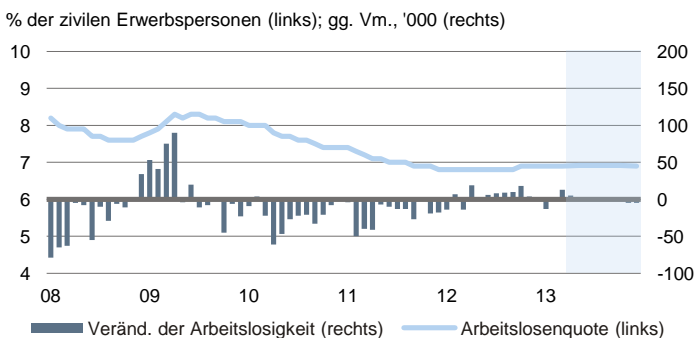


Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Erwerbstätige und ifo-Beschäftigungsbarometer



Arbeitslosigkeit



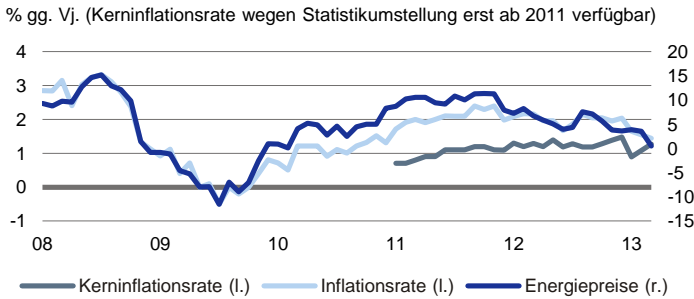
Quelle: Bundesagentur für Arbeit, DB Research

- Mit einem Anstiegs um 2,3% gg. Vm. glich der Auftrags-  
eingang im Februar den Rückgang im Vormonat (-1,6%)  
wieder aus. Der Februar war stark von Flugzeugbestel-  
lungen getrieben, aber auch ohne diese betrug das Plus  
1,2% nach einem Minus von 2,0% im Vormonat.
- Dank positiver Auslandsnachfrage (+2,7% gg. Vj.) lagen  
die Aufträge insgesamt wieder auf Vorjahresniveau.
- Konjunkturumfragen (ifo, PMI) deuten auf einen weiteren  
Anstieg der Auslandsumfrage hin, wobei der PMI für das  
Verarbeitende Gewerbe den schwächeren Trend andeu-  
tet.
- Im Februar stieg die Industrieproduktion um 0,5% gg.  
Vm. Aufgrund des schwachen Januars liegt die Produk-  
tion aber noch 0,3% unter dem Q4-Schnitt, was unsere  
vorsichtige BIP-Schätzung für Q1 (+0,1% gg. Vq.) stützt.
- Dank kräftigem Plus bei den Investitionsgütern (+2,4%)  
stieg die Produktion des Ver. Gew. um 0,4%. Beim Bau  
(-2,7%) und der Energieproduktion (+3,9%) machten  
sich wohl Wettereffekte bemerkbar.
- Das Produktionsniveau lag im Feb. um 1,8% unter Vor-  
jahr. Die Produktion dürfte sich in den nächsten Monaten  
laut ifo-Index verbessern, wenn auch wohl nicht so stark  
wie die Grafik nahelegt.
- Die Zahl der Beschäftigten lag im Feb. 0,7% über Vj. und  
befindet sich mit 41,7 Mio. Personen nahe dem histori-  
schen Höchststand. Die Zahl der sozialversicherungs-  
pflichtig Beschäftigten liegt 1,4% über Vj.
- Der Beschäftigungsaufbau hatte sich im Jahresverlauf  
2012 verlangsamt. Während die Beschäftigung im Jan-  
uar 2012 noch um gut 1,4% gg. Vj. stieg, waren es die-  
sen Januar nur noch 0,6% gg. Vj. Im Februar lag das  
Beschäftigungswachstum gg. Vj. bei 0,7%.
- In Q1 scheint sich der Beschäftigungsaufbau wieder  
etwas beschleunigt zu haben. Im Jan./Feb. betrug er im  
Schnitt 37 Tsd. In Q4 waren es 20 Tsd.
- Der Arbeitsmarkt startete gut ins Jahr 2013. Nachdem  
die Zahl der Arbeitslosen in der zweiten Jahreshälfte  
2012 zu steigen begann (im Schnitt um 8 Tsd. im Mo-  
nat), kam der Anstieg in Q1 2013 zum Stillstand. Die Ar-  
beitslosenquote lag im März konstant bei 6,9%.
- Frühindikatoren – ifo, PMI, Stellenindex BA-X – deuten  
auf einen robusten Arbeitsmarkt in den nächsten Mona-  
ten hin. Ab Mitte 2013 dürfte sich die Situation auf dem  
Arbeitsmarkt wieder verbessern.
- Aufgrund der temporären Schwäche im Winterhalbjahr  
dürfte die Arbeitslosenquote im Jahresdurchschnitt 2013  
von 6,8% (2012) auf 6,9% ansteigt.



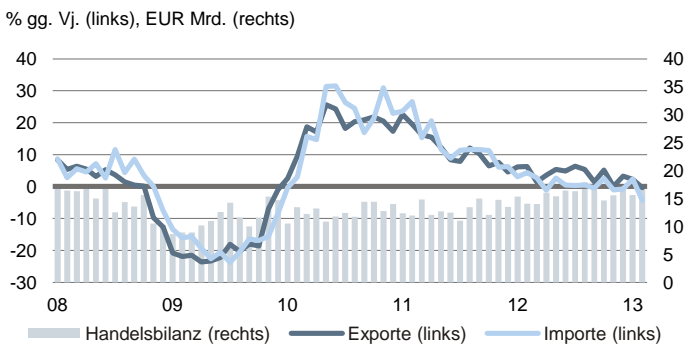
Chartbook: Konjunktur (3)

Inflationsrate und Kerninflationsrate



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

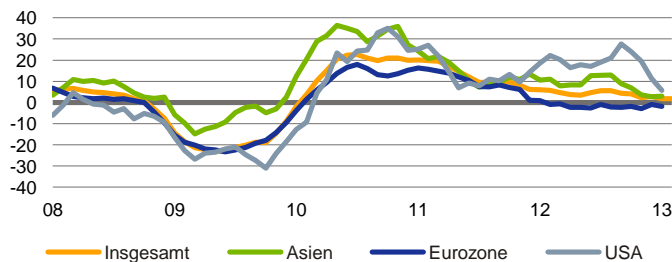
Warenhandel



Quelle: Deutsche Bundesbank

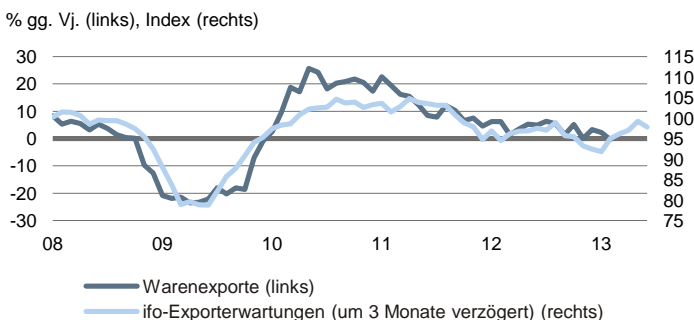
Deutsche Warenexporte

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



Quelle: Deutsche Bundesbank

Exporte & ifo-Exportorerwartungen



Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo

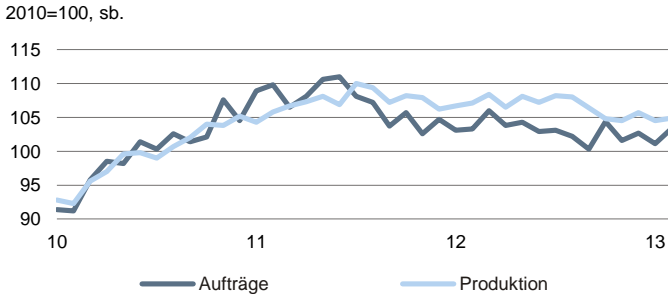
- Zu Beginn des Jahres hat der Preisauftrieb stark nachgelassen. Nachdem die Inflation 2012 im Schnitt 2,0% betrug, fiel sie im März auf 1,4% (Jan. 1,7%; Feb. 1,5%).
- Zu dieser Verlangsamung trugen vor allem die Energiepreise bei. Sie lagen im März nur 0,5% über Vj. nach noch knapp 4% Ende 2012. Die Kerninflation betrug im März 1,3% (zuvor 1,1%). Dies war durch (temporäre) Effekte von höheren Preisen für Pauschalreisen getrieben.
- Angesichts der verhaltenen Entwicklung der Öl-, Import- und Produzentenpreise sollte die Inflation in den nächsten Monaten sehr gedämpft bleiben. Für 2013 erwarten wir im Schnitt eine Inflationsrate von 1,6%.
- Im Februar hat sich der Handelsbilanzüberschuss merklich auf EUR 17,1 Mrd. (zur EUR 15,6 Mrd.) erhöht. Damit könnte der Außenbeitrag in Q1 das Wachstum weniger dämpfen als von uns erwartet.
- Getrieben wurde der Anstieg im Februar durch einen kräftigen Rückgang der Importe um 3,8% gg. Vm. (zuvor +3,3%), während die Exporte mit -1,5% (zuvor +1,3%) weniger stark nachgaben.
- Die Schwäche der Importe ist wohl teilweise dem Lagerabbau geschuldet. Darauf deuten die Komponenten der Einkaufsmanager-Umfrage zum Umfang der Lager an Vor- und Fertigprodukten hin.
- Seit dem Beginn der Eurokrise ist der Anteil der EWU-Exporte an den gesamten deutschen Exporten um nahezu 10%-Punkte auf zuletzt etwa 38% gefallen (Asien 17% und USA 8%).
- In Folge der Eurokrise und der Rezession in zahlreichen EWU-Ländern sind die Exporte dorthin gg. Vj. rückläufig, wodurch der deutsche Handelsbilanzüberschuss ggü. den EWU-Staaten deutlich gesunken ist.
- Mehr als ausgeglichen wird dieser Rückgang bisher aber durch den Anstieg der Exporte nach Asien und in die USA. Insbesondere der Auto-Export trieb. Gerade die US-Exporte ließen zuletzt aber stark nach.
- Die Exporte dürften 2013 zunächst schwach bleiben. Die Exporterwartungen (laut ifo) hatten sich Ende 2012 und in den ersten beiden Monaten 2013 von ihren Tiefständen erholt. Im März gab es zwar einen moderaten Rückgang. Dennoch blieben die Erwartungen leicht über ihrem historischen Durchschnitt.
- Dagegen dürften die Importe bei einem noch recht hohen Beschäftigungsniveau und realen Einkommenszuwächsen relativ stabil bleiben. Zumal wenn die Anpassung der Lager zum Ende kommt.
- Der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte dürfte auch im ersten Quartal 2013 negativ bleiben (Q4: -0,8%-Punkte).





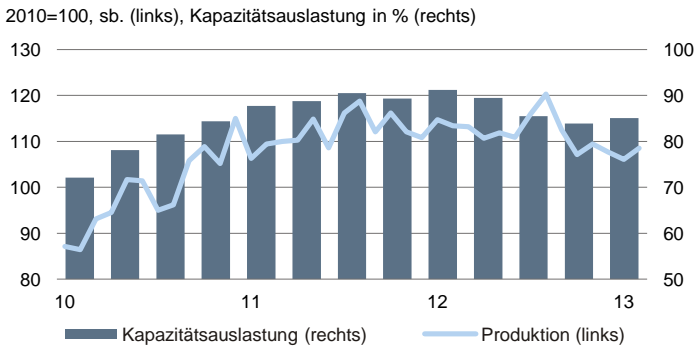
Chartbook: Branchen

Verarbeitendes Gewerbe: Produktion und Aufträge



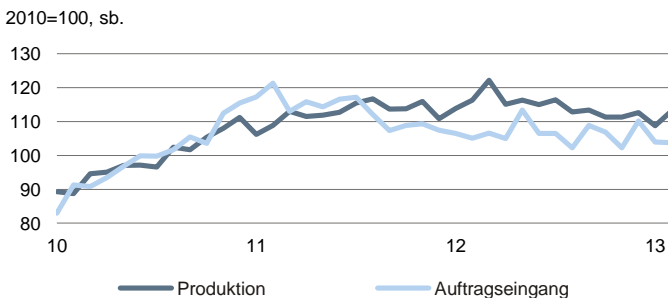
Quelle: Statistisches Bundesamt

Automobilindustrie: Produktion & Kapazitätsauslastung



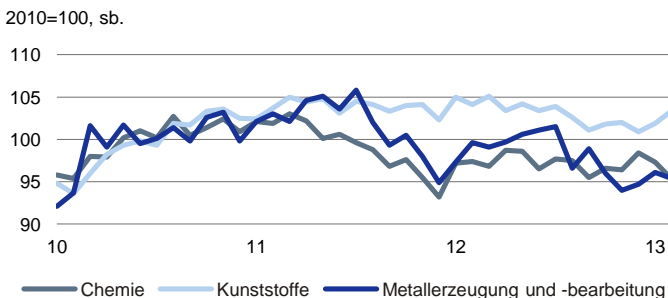
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Maschinenbau: Aufträge und Produktion



Quelle: Statistisches Bundesamt

Produktion: Frühzyklische Branchen



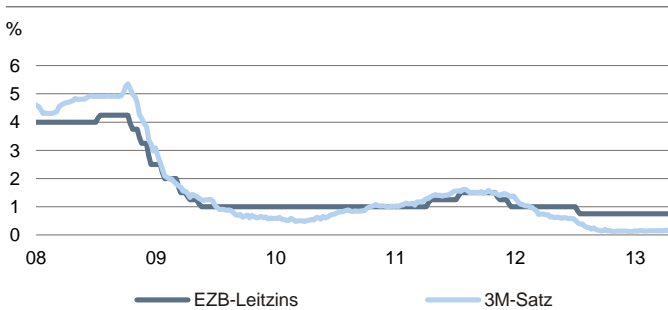
Quelle: Statistisches Bundesamt

- Die reale Produktion des Verarbeitenden Gewerbes in Deutschland ist 2012 um 1,1% gesunken. Vor allem im 4. Quartal lag die Fertigung unter dem Durchschnitt des Gesamtjahres. Für 2013 halten wir eine Stagnation der Produktion für wahrscheinlich.
- Die Auftragseingänge lagen 2012 um 6% unter dem Niveau von 2011. Insbesondere die Aufträge aus der Eurozone gingen stark zurück und zeigen bis zuletzt noch keinen stabilen Aufwärtstrend. Die Bestellungen von außerhalb der Eurozone wirken insgesamt stützend.
- Risiken für die Industrie bestehen in einer Konjunkturabkühlung in wichtigen Exportmärkten.
- Die Produktion in der Automobilindustrie lag im 4. Quartal 2012 spürbar unter dem Durchschnitt des Gesamtjahres und hat sich seither noch nicht wesentlich erholt. Insgesamt nahm die Produktion im letzten Jahr leicht ab.
- Die Geschäftserwartungen gaben im März und April deutlich nach, nachdem sie zuvor dreimal in Folge gestiegen waren. Die Kapazitätsauslastung in der Automobilindustrie hat sich Anfang 2013 stabilisiert.
- Auch aufgrund des statistischen Unterhangs erwarten wir für 2013 einen Produktionsrückgang in der Automobilindustrie von real 2%.
- Mit dem Rückgang der Aufträge im Maschinenbau im vergangenen Jahr zeigte auch die Produktion Schwächen. Im Gesamtjahr 2012 war die Fertigung aber noch um 1,4% gewachsen.
- Die Auftragseingänge im Maschinenbau sendeten zuletzt uneinheitlich Signale. Eine allmähliche Stabilisierung der Eurozone und eine Wachstumsbeschleunigung in Asien könnten 2013 die Auslandsnachfrage beleben.
- Für 2013 rechnen wir mit einem Rückgang der Produktion im Maschinenbau um 1%. Dabei unterstellen wir im Verlauf von 2013 eine aufwärts gerichtete Produktionsentwicklung, welche den Unterhang aus 2012 ausgleicht.
- In den frühzyklischen Branchen sind noch keine starken Konjunkturimpulse für 2013 zu erkennen.
- In der Chemieindustrie hat die Produktion in den letzten zwei Monaten leicht nach. Im Gesamtjahr 2012 sank sie um -2,8%. 2013 dürfte die Fertigung um 1,5% zulegen.
- Die Produktion in der kunststoffverarbeitenden Industrie zog Anfang 2013 etwas an. Zudem sind die Geschäftserwartungen in den positiven Bereich zurückgekehrt.
- Die Metallerzeugung nahm 2012 zwar um 3,6% zu, 2013 könnte sie jedoch ein marginales Produktionsplus erzielen.



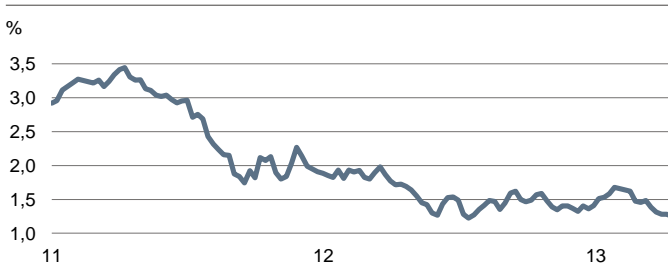
Chartbook: Finanzmärkte (1)

EWU: Leitzins & 3M-Satz



Quellen: EZB, Global Insight

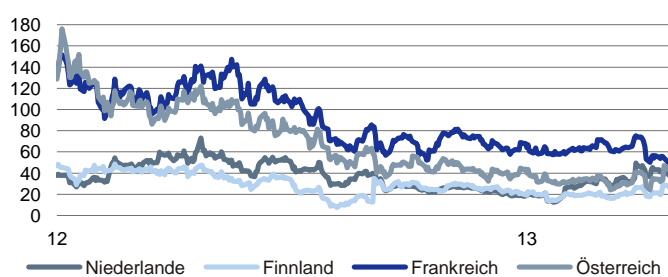
Rendite 10-jähriger deutscher Staatsanleihen



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände

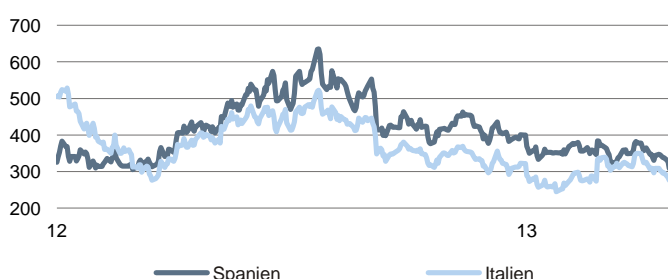
Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände

Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



Quelle: Global Insight

- Nicht zuletzt wegen Rückzahlungen bei den LTROs ist die EZB-Bilanz um etwa EUR 470 Mrd. ggü. dem Höchststand (29. Juni 2012) geschrumpft. Dies könnte ein erstes Anzeichen für einen – wenn auch passiven – beginnenden Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik sein. Angesichts der zuletzt enttäuschenden PMI-Daten für April rechnen wir mit einer Leitzinssenkung um 25 Bp. auf 0,50% am 2. Mai.
- Die EBZ steht weiter bereit, unter Konditionalität OMT zu starten, und hat damit zur relativen Ruhe an den Märkten (trotz Italien, Zypern und Portugal) beigetragen.
- Die Kosten besicherter Interbanken-Refinanzierung sind auf Rekordtief von etwa 0,15% p.a. (-60 Bp. gg. Vj.) gefallen.
- Die Rendite deutscher Anleihen war seit Jahresanfang von 1,32% auf zwischenzeitlich 1,70% (Ende Januar) gestiegen.
- Mit den bestehenden Unsicherheiten in Italien und Zypern sind die Renditen deutscher Anleihen wieder auf momentan 1,22% gesunken.
- Trotz eines Realzinses nahe Null bevorzugen viele Anleger den „sicheren Hafen“ Deutschland, eines der wenigen Länder mit AAA-Rating in Europa.

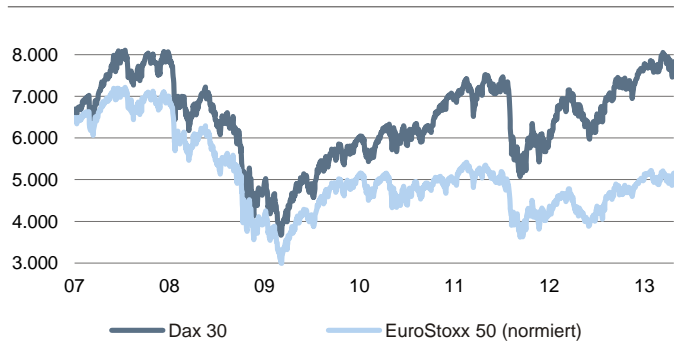
- Die Intra-EWU-Renditeabstände haben sich durch EZB-Präsident Draghis Ankündigung, dass die EZB alles tun wird, um den Euro zu erhalten (26. Juli), und den klaren politischen Willen insbesondere der Bundesregierung, die Eurozone zusammenzuhalten, deutlich verringert.
- Daneben hob EZB-Präsident Draghi die Stabilisierung bei den Bankeinlagen in der Peripherie, Kapitalzuflüsse aus dem Ausland und sinkende Target2-Salden als weitere Indizien für eine Defragmentierung hervor.

- Die Renditeabstände von italienischen und spanischen Anleihen haben am deutlichsten auf die in Aussicht gestellte EZB-Intervention (OMT) reagiert.
- Die Spreads sanken seit Anfang September in Spanien um etwa 215 und in Italien um rund 150 Basispunkte.
- Am kurzen Ende (3J), dem Fokus des OMT-Programms, haben sich die Renditeabstände in Spanien und in Italien fast halbiert.



Chartbook: Finanzmärkte (2)

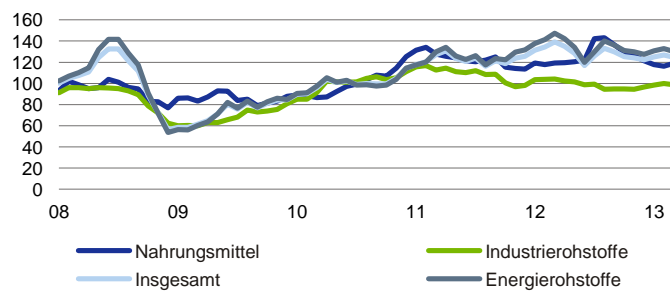
Aktienindizes



Quellen: Global Insight, DB Research

Rohstoffpreise

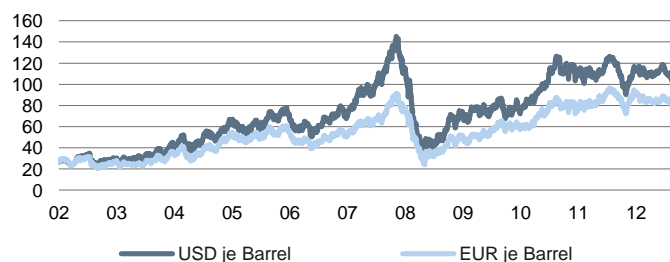
HWWI Index, 2010=100, EUR Basis



Quelle: HWWI

Ölpreis

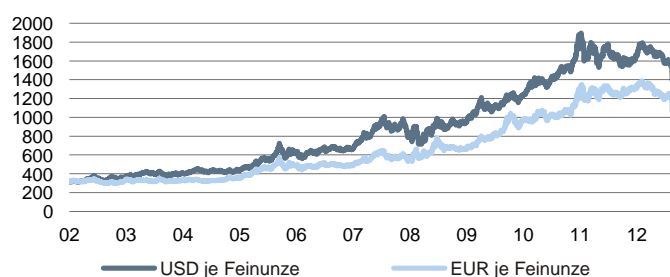
Brent Blend, USD oder EUR je Barrel



Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

Goldpreis

USD oder EUR je Feinunze



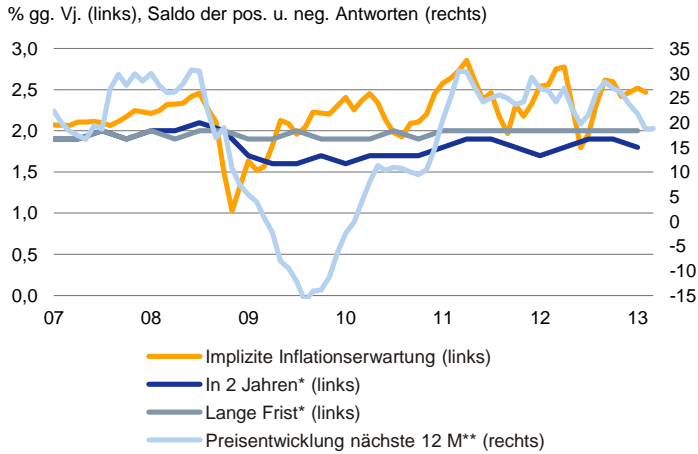
Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

- Derzeit liegt der DAX bei etwa 7800 Punkten. Der Dax hat sich zuletzt gut gehalten, auch weil es bei teilweise negativen Realzinsen am deutschen Anleihemarkt an Anlagealternativen fehlt. Der Abstand der Dividenden- zur Anleiherendite liegt auf hohem Niveau. Zuletzt gab es eine holprige Berg- und Talfahrt, insbesondere nach den Wahlen in Italien und den schwierigen Verhandlungen des Hilfspakets für Zypern.
- Dax seit Beginn der Schuldenkrise relativ zu Aktien im Euroraum mit deutlich besserer Wertentwicklung. Unsere Aktien-Analysten erwarten einen Stand des DAX von 8000 und des Stoxx 600 von 315 zum Jahresende 2013.
- Rohstoffpreise – insbesondere Industrie und Energierohstoffpreise – dürften in 2013 aufgrund des kräftigeren Wachstums in China – dem größten Rohstoffimporteur – und der moderaten Wachstumsbelegung in den Industrieländern leicht steigen.
- Nahrungsmittelpreise sind in Q3 2012 wegen Dürren (z.B. USA und Osteuropa) deutlich gg. Q2 gestiegen, fielen zuletzt aber wieder recht kräftig. Im März 2013 lagen sie 17% unter dem Höchststand des vergangenen Jahres.
- Nach einem schwachen Winterhalbjahr, dürfte sich die Nachfrage nach Öl in H2 2013 im Zuge der weltweiten Konjunkturbelegung erhöhen. Zusätzliche preistreibende Wirkungen könnten von der Angebotsseite (z.B. geopolitische Risiken, Iran) ausgehen.
- Insgesamt dürfte der Ölpreis in etwa um sein derzeitiges Niveau schwanken. Zum Ende des Jahres erwarten unsere Rohstoffstrategen einen Ölpreis von USD 115 per Barrel Brent.
- Der Goldpreis liegt momentan bei etwa USD 1400 per Feinunze und damit mehr als 20% unter dem Höchststand des vergangenen Jahres (4. Okt 2012).
- Unsere Rohstoff-Analysten senkten ihre Prognose für den Goldpreis von USD 2000 auf USD 1700 per Feinunze zum Jahresende. Dies wäre der geringste Anstieg gg. Vj. (eop) seit dem Jahr 2001.
- Der Anstieg der Realzinsen in den USA, eine gesunkene Risikoprämie für Aktien und verstärkte Anzeichen für den Beginn eines Aufwertungstrends des USD sorgen für die gedämpfte Entwicklung des Goldpreises.



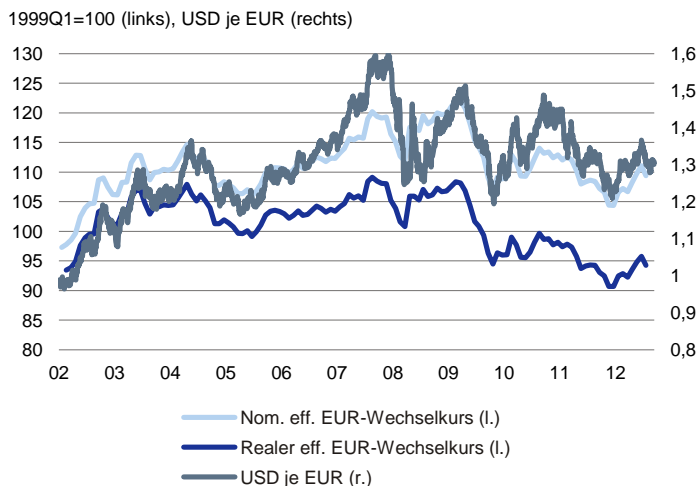
Chartbook: Finanzmärkte (3)

Inflationserwartungen Eurozone



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

Wechselkursentwicklung des Euro



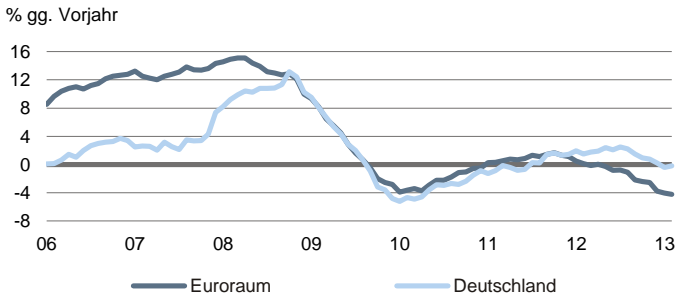
Quellen: EZB, Reuters

- Trotz der öffentlichen Debatte über Inflationsgefahren, erwarten die von der EZB befragten privaten Prognostiker keinen Anstieg der Inflation. Ihre Erwartungen über die Inflationsrate (EWU) in 2 Jahren fielen zuletzt leicht auf 1,8%. Unverändert wird in 5 Jahren eine Inflationsrate von 2,0% erwartet.
- Die aus der Differenz 10-jähriger nomineller deutscher Staatsanleihen und der Rendite inflationsgeschützter Anleihen berechnete Inflationserwartung für die nächsten 10 Jahre schwankt seit Anfang 2011 zwischen 2 und gut 2 ½%.
- Allerdings dürfte diese „implizite Inflationserwartung“ verzerrt sein. Zum einen ist der derzeitige Realzins nahe Null ökonomisch nur schwer zu erklären. Zum anderen sind die Anleiherenditen durch massive Käufe einiger großer Zentralbanken und bestehender „safe haven“-Käufe wohl nach unten verzerrt.
- Der Euro stieg seit dem Tief Mitte des Jahres 2012 bis Anfang Februar um 13% auf EUR/USD 1,37. Dies ging auf die deutliche Reduktion des Extremrisikos eines Auseinanderbrechens der Eurozone und der damit verbundenen Reduktion der Kapitalflucht, Verbesserung des Leistungsbilanzsaldos der Eurozone und die expansivere Geldpolitik der Fed relativ zur EZB sowie die Unsicherheit über die Lösung der fiskalischen Probleme in den USA zurück.
- In Folge des politischen Schwebezustands in Italien, der schwierigen Verhandlungen des Hilfspakets für Zypern und relativ schwacher Konjunkturzahlen in der Eurozone wertete der Euro seit dem Hoch im Februar um 4% ab und notiert aktuell bei einem EUR/USD Kurs von 1,30.
- Unsere Wechselkursstrategen erwarten einen EUR/USD Kurs von 1,26 in 3 Monaten.
- In H2 2013 dürfte sich das Wachstum der USA auf etwa 3% erhöhen und für einen stärkeren USD sorgen – unsere Strategen rechnen daher mit einem EUR/USD Kurs von 1,23 in 6 Monaten. Sie sehen die aktuelle USD-Stärke als Beginn eines mehrjährigen USD-Aufwertungszyklus.



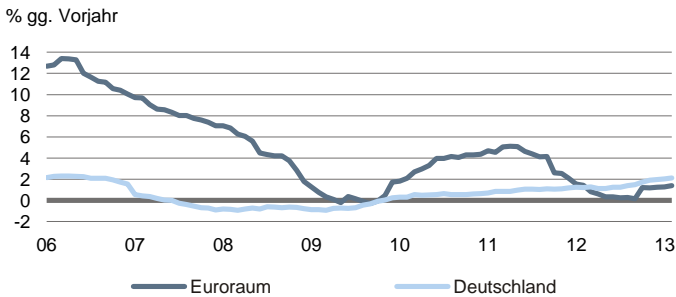
Chartbook: Finanzmärkte (4)

Kredite an Unternehmen



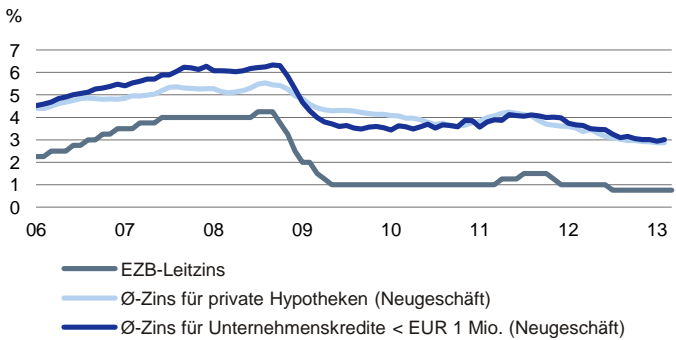
Quellen: EZB, DB Research

Privates Hypothekenvolumen



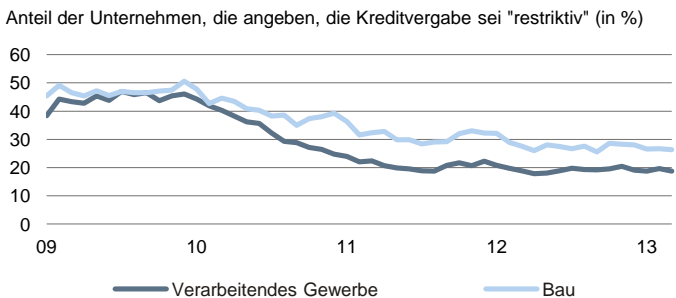
Quellen: EZB, DB Research

Zinsen für Kredite



Quellen: EZB, Bundesbank

Kredithürde



Quelle: ifo

- Zum Jahresbeginn verhaltene Entwicklung bei Unternehmenskrediten in Deutschland: Feb -0,2% ggü. Vorjahr.
- Obwohl das deutsche Wachstum nach wie vor deutlich über dem Durchschnitt des Euroraums liegt, schlägt sich die seit sieben Quartalen rückläufige Investitionstätigkeit im Kreditvolumen nieder. Teilweise auch Substitution durch Anleiheemission.
- Im Euroraum weiterhin deutlicher Rückgang des Kreditvolumens: -4,2% ggü Vorjahr im Feb., bedingt durch anhaltendes Deleveraging und Schwierigkeiten in Krisenländern.
- Im 2. Halbjahr 2012 Beschleunigung des Hypothekarkreditwachstums in Deutschland und Fortsetzung des Trends zu Jahresbeginn: + 2,1% ggü. Vorjahr im Feb. Zuwächse damit fast auf Werten der Vorkrisenperiode.
- Niedriges Zinsniveau und in Teilen positive Erwartungen an den Immobilienmärkten wirkten sich bisher nur begrenzt auf die Kreditnachfrage aus, da Investitionen zum Teil durch Portfolioumschichtungen finanziert werden.
- Nach wie vor höheres Hypothekarkreditwachstum in Deutschland als in der EWU (+1,4% im Februar).
- Das niedrige Zinsniveau senkt Refinanzierungskosten der Banken, was wiederum auch an Kunden weitergegeben wird.
- Zinssätze für Unternehmens- und Hypothekarkredite weiterhin auf historisch niedrigem Stand: Feb. 2,9% für Hypothekar- und 3% für Unternehmenskredite.
- Unternehmen schätzen Kreditvergabe weiter als unproblematisch ein.
- Im März leichter Rückgang des Anteils der Unternehmen, die die Kreditvergabe als restriktiv einstufen; bei Industrieunternehmen: -1 Prozentpunkt ggü. Vormonat; Bauunternehmen -0,4 Prozentpunkte.
- Im historischen Vergleich sehr geringe Kredithürde sowohl für das Baugewerbe als auch das Verarbeitende Gewerbe.

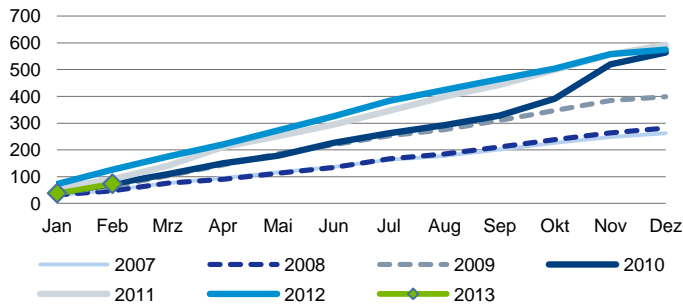




Chartbook: Finanzmärkte (5)

Emission von Staatsanleihen

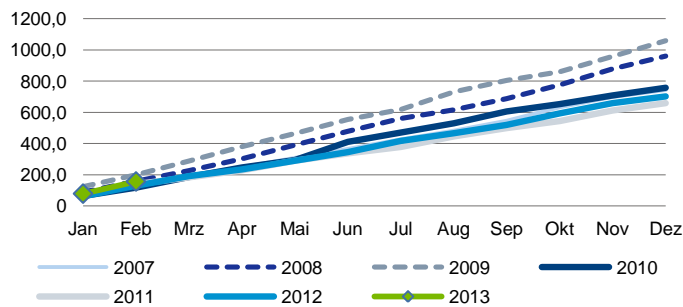
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Emission von Bankanleihen

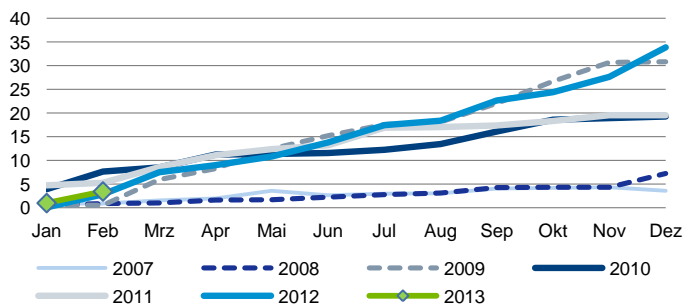
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Emission von Unternehmensanleihen

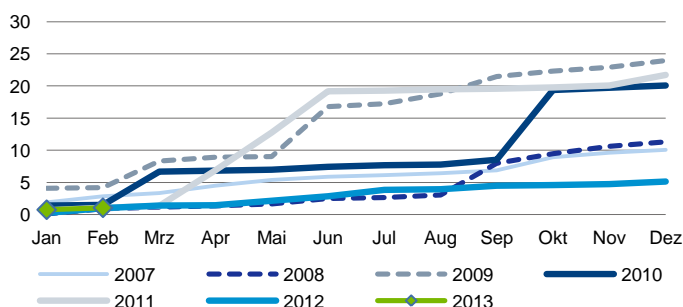
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Emission von Aktien

Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

- Wie bereits im Vormonat, weiterhin recht schwache Emissionstätigkeit des öffentlichen Sektors. Im Februar emittierten Bund und Länder insgesamt EUR 35 Mrd.
- Günstige Kassenlage des Bundes und relativ niedriges Plandefizit haben Neufinanzierungsbedarf der öffentlichen Hand sinken lassen.
- Inkrafttreten einer EWU-weiten Regelung im Januar dieses Jahres. Anleihen des Bundes mit einer Laufzeit von mindestens 1 Jahr werden nun mit Umschuldungsklauseln (CAC) begeben.

- Emissionstätigkeit der Banken lag im Februar bei EUR 78 Mrd. und damit leicht über dem langjährigen Monatsdurchschnitt.
- In den vergangenen Monaten allgemeine Verbesserung der Refinanzierungssituation der Banken im Eurogebiet.
- In den vergangenen Jahren Bedeutungsverlust von Pfandbriefen und klassischen Bankschuldverschreibungen; Wachstum nahezu ausschließlich bei Anleiheemissionen durch öffentlich-rechtliche Förderbanken.

- Im Februar 2013 leichte Zunahme der Emissionstätigkeit der Unternehmen (EUR 24 Mrd.). Weiterhin gedämpfter Finanzierungsbedarf der Unternehmen im Vergleich zum Vorjahr.
- Nach wie vor jedoch sehr vorteilhaftes Umfeld für die Emission von Unternehmensanleihen: allgemein niedriges Zinsniveau, geringe Risikoaufschläge und Search for yield auf Seiten der Investoren.
- Markt für Unternehmensanleihen wächst nach wie vor schneller als der für Unternehmenskredite.

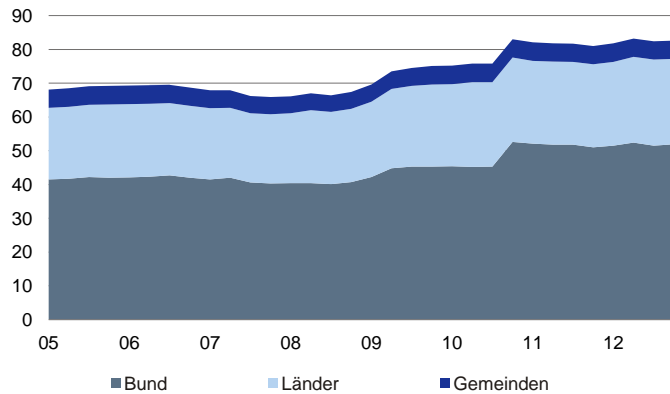
- Nach wie vor unterdurchschnittliche Aktienemissionstätigkeit trotz relativ günstigen Marktumfelds in Deutschland: im Februar EUR 0,3 Mrd. im Vergleich zu 0,7 Mrd. im Januar 2013.
- Unternehmen decken Eigenmittelbedarf vorzugsweise intern bzw. haben insgesamt geringen Eigenmittelbedarf.



Chartbook: Wirtschaftspolitik

Verschuldung des Staates

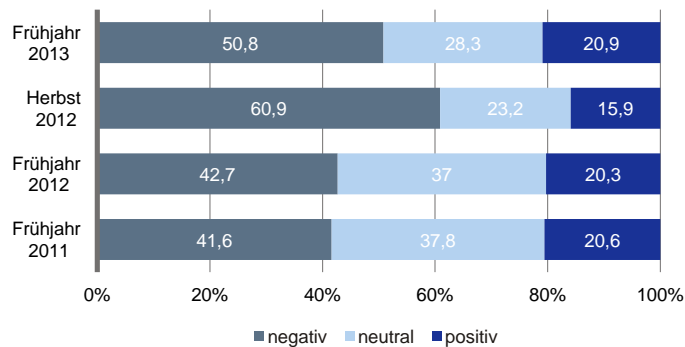
in % des BIP, Maastricht-Abgrenzung, Quartalswerte



Quellen: Deutsche Bundesbank, DB Research

Einfluss der Eurokrise auf Geschäftstätigkeit im Zeitraum 2011-2013

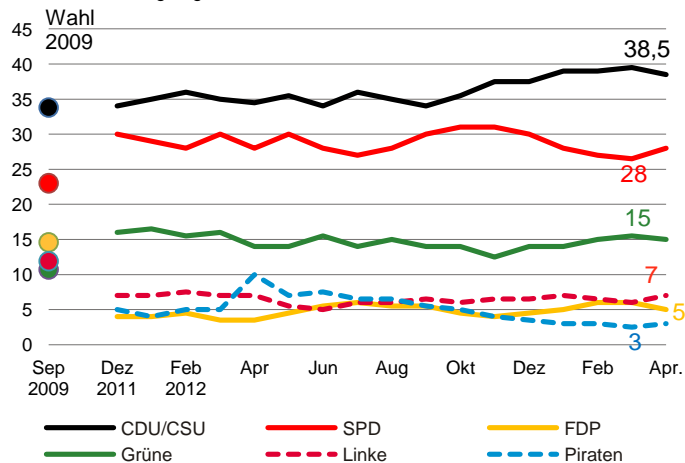
in %, Umfrage unter großen Familienunternehmen (Umsatz > Eur 50 Mio)



Quellen: IfM Bonn, DB Research

Deutscher Bundestag, wenn morgen gewählt würde

Wahl- bzw. Umfrageergebnisse, %



Quelle: IfD Allensbach

- Zum Jahresende 2012 ist der deutsche Schuldenstand auf 81,9 % des Bruttoinlandsproduktes gestiegen. Er liegt damit fast wieder beim Höchstwert des Jahres 2010. Trotz eines gesamtstaatlichen Überschusses in 2012 nahm der Schuldenstand damit um 1,5%-Punkte des BIP bzw. EUR 81 Mrd. gegenüber 2011 zu.
- Der Zuwachs rührt zum einen aus den Unterstützungsmaßnahmen im Rahmen der Staatsschuldenkrise im Umfang von EUR 45 Mrd. (ESM: EUR 8 Mrd., EFSF: EUR 36 Mrd.). Diese sind zwar nicht relevant für das Maastricht-Defizit, gehen aber in den Schuldenstand ein. Zum anderen stiegen der Schuldenstand des Bundes sowie einiger Länder und Kommunen. Die Maßnahmen zur Unterstützung des Finanzsektors (Bad Banks) haben sich 2012 annähernd ausgeglichen. Der kumulierte Effekt aller Unterstützungsmaßnahmen (Staatsschuldenkrise und Finanzsektor) beträgt seit 2008 13,5% des BIP (EUR 350 Mrd.).
- Die Eurokrise hat einen erheblichen negativen Einfluss auf die Geschäftstätigkeit großer Familienunternehmen in Deutschland. Bedeutendste Faktoren sind vor allem geringe Planungssicherheit und Probleme beim Absatz von Gütern und Dienstleistungen in Eurokrisenländern.
- Der bisherige Höhepunkt war im Sommer/Herbst des vergangenen Jahres zu verzeichnen – bevor die Europäische Zentralbank ihre Interventionsbereitschaft an den Märkten bekräftigte.
- Mit Beruhigung der Märkte ist der Anteil der Unternehmen, die negative Auswirkungen durch die Eurokrise sehen, zuletzt wieder zurückgegangen. Trotzdem geben nach wie vor mehr als 50% der Unternehmen an, dass sich die Eurokrise negativ auf ihre Geschäftstätigkeit auswirkt.
- Zuletzt konnte die SPD unter Peer Steinbrück in den Umfragen wieder etwas Boden gut machen. Bei der SPD ist die Spannweite zwischen Umfragen besonders groß. Während die CDU um die Marke von 40% schwankt, bewegen sich die Werte für die SPD im Bereich von 22% bis 28%. Bei den meisten Meinungsforschungsinstituten liegen die Regierungsparteien, Union und FDP, gegenwärtig knapp vor der SPD und den Grünen.
- Die erst im April neu gegründete euroskeptische Partei Alternative für Deutschland (AfD) ist bislang erst bei wenigen Meinungsforschungsinstituten im Rahmen der regelmäßigen Wahlumfrage berücksichtigt worden. Dort konnte sie aus dem Stand Werte von 3% erzielen – in diesem frühen Stadium ein bemerkenswertes Ergebnis. Damit kanalisiert sich in Deutschland erstmals der Protest gegen die derzeitige Europolitik in einer Partei. Erste Umfragen zeigen, dass die AfD sowohl mit Stimmen von etablierten Parteien als auch von bisherigen Nichtwählern rechnen kann. Damit könnte die AfD erheblichen Einfluss auf den Ausgang der Bundestagswahl nehmen.



## Ausblick Deutschland

### Ansprechpartner für die Chartbooks:

#### *Konjunktur und Finanzmärkte:*

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

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

Jan Schildbach (+49 69 910-31717, jan.schildbach@db.com)

#### *Branchen:*

Antje Stobbe (+49 69 910-31847, antje.stobbe@db.com)

#### *Wirtschaftspolitik:*

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

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

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
2. Mai	Sitzung des EZB-Rates in Bratislava	Wir erwarten eine Senkung des Leitzinses um 25 Basispunkte.
3. Mai	Europäische Kommission	Veröffentlichung der BIP-Frühjahrsprognosen.
4./5. Mai	Außerordentlicher Bundesparteitag der FDP	U.a. Verabschiedung des Wahlprogramms.
6.-8. Mai	Arbeitskreis Steuerschätzung	Gegenüber Herbstprognose leichte Abflachung des prognostizierten Anstiegswinkels der Steuereinnahmen für 2013 (+3%) und darüber hinaus zu erwarten.
10./11. Mai	Treffen der G7-Finanzminister und -Notenbankgouverneure in Buckinghamshire/London	Debatte über Lage der Weltwirtschaft und an internationalen Finanzmärkten.
13./14. Mai	ECOFIN und Eurogruppe in Brüssel	Beratung der wirtschaftlichen Lage im Eurogebiet (Basis Frühjahrsprognose der Kommission) einschließlich Makro-Ungleichgewichte.
22./23. Mai	Europäischer Rat in Brüssel	Informelles Treffen der Staats- und Regierungschefs.
Ende Mai	Sitzung des Stabilitätsrates	
6. Juni	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
11./12. Juni	Bundesverfassungsgericht Karlsruhe: Mündliche Verhandlung im Hauptsacheverfahren ESM/EZB	Entscheidung wohl im Sommer. Sie dürfte in Einklang mit konstruktiven früheren Entscheidungen fallen, die erwarten lassen, dass 1. das Gericht die Geldpolitik der EZB nicht kommentieren wird, 2. alle wichtigen Beschlüsse intergouvernementaler Institutionen wie EFSF und ESM der Legitimierung durch den deutschen Gesetzgeber bedürfen.
17./18. Juni	G8-Gipfel in Großbritannien	Schwerpunkte der britischen Präsidentschaft: Stärkung des Wachstums der Weltwirtschaft, Liberalisierung des int. Handels, Maßnahmen gegen Steuer- vermeidung u.a.
20./21. Juni	ECOFIN und Eurogruppe in Luxemburg	U.a. dritte bzw. achte bzw. zehnte Beratung des Fortschrittsberichts zu Griechenland bzw. Portugal bzw. Irland; dritter Bericht zum Programm für spanischen Finanzsektor; (möglicherweise) Erweiterung des Eurogebietes (Lettland).
27./28. Juni	Europäischer Rat in Brüssel	Länderspezifische wirtschaftspolitische Empfehlungen.
4. Juli	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
19./20. Juli	Treffen der G20-Finanzminister und -Notenbankgouverneure in Moskau	

Quelle: DB Research

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

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



## Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2012	Q4 2012	Q1 2013	Nov. 2012	Dez. 2012	Jan. 2013	Feb. 2013	März 2013	April 2013
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	109,2	107,1	102,3	101,4	106,1	101,5	102,5	104,3	107,4	106,7	104,4
ifo Geschäftserwartungen	101,8	100,0	94,3	95,6	103,0	95,4	98,1	100,7	104,7	103,6	101,6
PMI Composite	52,9	49,3	47,9	49,1	52,8	49,2	50,3	54,4	53,3	50,6	48,8
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	104,3	102,5	96,4	95,1	101,1	94,6	96,3	99,1	102,3	101,9	99,3
PMI Verarbeitendes Gewerbe	49,9	45,5	45,0	46,3	49,7	46,8	46,0	49,8	50,3	49,0	47,9
Produktion (% gg. Vp.)	0,1	0,0	0,2	-2,6		-0,4	0,2	-0,6	0,5		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-0,2	-0,4	-1,7	1,0		-2,7	1,1	-1,6	2,3		
Grad der Kapazitätsauslastung	85,1	84,9	83,7	82,1	83,2						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	-2,9	2,6	0,5	-2,3		1,1	-6,5	-0,5	-0,5		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	8,6	-5,2	-1,3	2,1		-20,2	0,8	9,5	4,4		
ifo Bauhauptgewerbe	123,0	119,9	118,0	117,6	125,6	118,3	118,8	122,7	127,0	127,2	124,5
<b>Dienstleistungen</b>											
PMI Dienstleistungen	52,9	51,3	49,4	50,0	53,8	49,7	52,0	55,7	54,7	50,9	49,2
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-0,3	-1,1	-7,9	-10,0	-6,5	-10,2	-10,4	-7,6	-6,4	-5,4	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,9	1,0	-0,9	-0,5	1,7	1,0	-2,0	2,9	-0,3		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	1,3	0,2	-7,0	-6,2	-10,5	-3,5	-16,4	0,0	-10,5	-17,1	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	0,1	0,1	-1,0	2,2		-4,7	1,6	-2,7	2,3		
Exporte (% gg. Vp.)	2,1	1,5	1,3	-2,0		-2,2	0,2	1,3	-1,5		
Importe (% gg. Vp.)	1,1	-0,2	0,2	-0,8		-3,8	-1,5	3,3	-3,9		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	43,5	47,9	50,8	47,1		15,6	16,9	15,6	17,2		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,8	6,8	6,8	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	6,9	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-32,3	14,7	21,7	30,3	-7,3	4,0	0,0	-13,0	0,0	13,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,4	1,2	1,1	0,8		0,8	0,7	0,6	0,7		
ifo Beschäftigungsbarometer	108,5	107,8	106,5	106,3	106,8	106,5	106,9	106,6	106,9	106,9	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	2,4	2,1	2,1	2,0	1,8	1,9	2,0	1,9	1,8	1,8	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,3	1,4	1,2	1,3	1,4	1,2	1,5	1,1	1,3	1,8	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	3,3	2,0	1,4	1,5	1,1	1,4	1,5	1,7	1,2	0,4	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-9,6	-7,8	-4,5	0,7	-3,5	1,5	1,1	-3,7	-3,2	-3,7	
Ölpreis (USD)	118,4	108,2	109,7	110,1	112,6	109,2	109,4	113,1	116,3	108,4	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	28,3	25,0	27,0	31,2	26,6	31,2	31,2	27,6	26,5	25,6	
EC Unternehmensumfrage	10,0	6,4	0,8	2,9	3,7	2,1	4,6	5,4	3,2	2,5	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	2,1	2,9	3,3	3,0							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,3	2,4	2,5	2,7							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	1,8	3,2	3,5	4,0							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	6,9	7,0	6,8	6,0		8,2	6,0	6,1	5,8		
Trend von M3						7,8	6,8	6,0			
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	2,1	0,7	0,6	-0,4		-0,6	-0,4	-0,3	-0,2		
Kredite an öffentliche Haushalte	13,5	22,0	10,4	13,5		4,3	13,5	-5,4	-13,0		

% gg. VP = Veränderung gegenüber der Vorperiode

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



## Ausblick Deutschland

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
7. Mai 2013	12:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	März	0,5	2,3
8. Mai 2013	12:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	März	0,0	0,5
10. Mai 2013	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	März	16,4	17,2
10. Mai 2013	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	März	2,7 (2,0)	-1,5 (-0,4)
10. Mai 2013	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	März	4,3 (-0,8)	-3,9 (-4,4)
15. Mai 2013	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q1 2013	0,3	-0,6
23. Mai 2013	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Mai	47,3	47,9
23. Mai 2013	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Mai	49,5	49,2
24. Mai 2013	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Mai	103,5	104,4
31. Mai 2013	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	April	-0,4 (-2,2)	-0,1 (-2,3)

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

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,13	0,10	0,75	0,50	0,00	1,00	0,30	1,50	3,25	4,75	0,05
Juni 2013	0,13	0,10	0,50	0,50	0,00	1,00	0,30	1,50	3,25	4,25	0,05
September 2013	0,13	0,10	0,25	0,50	0,00	1,00	0,40	1,50	3,25	3,50	0,05
März 2014	0,13	0,10	0,25	0,50	0,00	1,25	0,50	1,75	3,25	3,50	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,28	0,23	0,21	0,50
Juni 2013	0,35	0,30	0,25	0,51
September 2013	0,35	0,30	0,25	0,52
März 2014	0,35	0,30	0,30	0,60

### 10J Staatsanleihen

	Renditen, %				Renditeabstände gg. EWU, %-Punkte			
Aktuell	1,68	0,59	1,21	1,72	-0,61	0,32	0,14	0,85
Juni 2013	2,00	0,70	1,40	2,25	-0,70	0,25	0,25	0,65
September 2013	2,50	0,80	1,55	2,45	-0,65	0,20	0,30	0,70
März 2014	3,00	0,90	1,85	2,90	-0,65	0,20	0,30	0,75

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,30	99,54	0,85	1,54	1,23	8,63	7,46	7,65	4,16	301,24	25,90
Juni 2013	1,26	103,00	0,87	1,61	1,25	8,20	7,46	7,30	4,06	288,00	25,20
September 2013	1,23	106,00	0,86	1,56	1,25	8,00	7,46	7,20	3,96	280,00	25,20
März 2014	1,20	110,00	0,85	1,49	1,25	7,80	7,46	7,10	3,80	280,00	25,03

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

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

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

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

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

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

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg