



# Ausblick Deutschland

## Risiken nehmen zu

30. September 2014

### Autoren

Josef Auer  
+49 69 910-31878  
josef.auer@db.com

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

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

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

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

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

### Editor

Stefan Schneider

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

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

### DB Research Management

Ralf Hoffmann

### Inhaltsverzeichnis

	Seite
Prognosetabellen.....	2
BIP-Prognose 2015 auf 1 ½% reduziert .....	3
EZB: Staatsanleihekäufe in den nächsten 6 Monaten erwartet.....	5
Deutschlands Haushaltslage – zu gut, um von Dauer zu sein?.....	8
Russischer Gaslieferstopp: Hebel im Ukraine-Konflikt?.....	13
Anlageverhalten privater Haushalte: Weiter auf Nummer sicher. ....	19
Grafik des Monats.....	23
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland.....	24
Chartbook .....	25
Eventkalender.....	32
Datenkalender .....	33
Finanzmarktprognosen .....	34
Datenmonitor .....	35

**BIP-Prognose 2015 auf 1 ½% reduziert.** Die zuletzt positive Überraschung bei den realwirtschaftlichen Konjunkturindikatoren haben die Sorgen, Deutschland könne in Q3 in eine Rezession schlittern, erst einmal verfliegen lassen. Die anhaltenden geopolitischen Risiken und Fragezeichen hinter der Stärke der erwarteten Konjunkturerholung dürften aber für eine schwächere Entwicklung bei den Exporten und den Unternehmensinvestitionen sorgen. Daher haben wir unsere Wachstumsprognose für das Winterhalbjahr 2014/2015 gesenkt. Für 2015 reduziert sich unsere Prognose damit von 1,8% auf 1,5%.

**EZB: Staatsanleihekäufe in den nächsten 6 Monaten erwartet.** Wir haben unsere Einschätzung zur EZB-Politik geändert. Wir erwarten jetzt innerhalb der nächsten 6 Monate ein umfangreiches, breit angelegtes Kaufprogramm für Vermögenswerte, das auch Staatsanleihen umfasst. Vor allem zwei Faktoren haben zu unserer veränderten Einschätzung geführt. Zum einen erwarten wir eine schwächere Erholung in der Eurozone als bislang. Zum anderen glauben wir nicht, dass die EZB die anvisierte Ausweitung ihrer Bilanz um EUR 1.000 Mrd. mit den bisherigen und angekündigten Maßnahmen erreichen kann. Ohne umfangreiche Staatsanleihekäufe dürfte sie daher kaum ihr Inflationsziel bis 2017 erreichen.

**Deutschlands Haushaltslage – zu gut, um von Dauer zu sein?** Für die Jahre von 2015 bis 2018 hat Finanzminister Schäuble einen ausgeglichenen Bundeshaushalt angekündigt. Dies ist ein deutlicher Hinweis darauf, dass Schäuble nicht bereit ist, den Rufen nach einer deutlichen Ausweitung von Infrastrukturinvestitionen Folge zu leisten. Die eingetrübten Konjunkturperspektiven, die Rentengeschenke der Großen Koalition und die anstehenden Verhandlungen für eine Neuordnung der Bund-Länderfinanzen sowie des Finanzausgleichs stellen aber merkliche Risiken für den Haushalt dar.

**Russischer Gaslieferstopp: Hebel im Ukraine-Konflikt?** Bei den sich aufschaukelnden Wirtschaftssanktionen zwischen Russland und der EU wäre ein vollständiger Stopp der Gaslieferungen die „ultimative Waffe“ Russlands. Angesichts der Bedeutung der Gaseinnahmen für Russland und der bisherigen Liefertreue erwarten wir in unserem Basisszenario zwar keine dauerhafte Lieferunterbrechung. Sollte es aber dennoch zu einem Lieferstopp für ganz Europa kommen, wäre auch eine Rezession in Deutschland wohl kaum vermeidbar.

**Anlageverhalten privater Haushalte: Weiter auf Nummer sicher.** Auf den ersten Blick scheinen die Haushalte bei ihrer Finanzanlage risikofreudiger geworden zu sein. So ist der Anteil direkt gehaltener Aktien auf zuletzt knapp 6% gestiegen. Unsere Analyse zeigt aber, dass dies nur auf Kursgewinne zurückzuführen ist, während die privaten Haushalte in den letzten beiden Jahren ihre Aktienposition verringert haben. Private Haushalte gehen folglich weiter auf Nummer sicher.



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Euroland	0,7	1,0	1,4	0,5	1,1	1,5	2,5	2,1	1,6	-2,6	-2,5	-2,1
Deutschland	1,5	1,5	1,4	0,9	1,5	1,8	7,2	6,7	6,6	0,2	-0,1	-0,2
Frankreich	0,4	0,9	1,5	0,6	0,9	1,5	-1,8	-1,8	-1,5	-4,4	-4,3	-3,8
Italien	-0,4	0,4	0,7	0,2	0,8	1,2	1,6	1,6	1,5	-3,0	-2,9	-2,7
Spanien	1,2	1,9	1,8	-0,1	0,8	1,4	0,4	0,5	0,7	-5,6	-4,6	-3,3
Niederlande	0,7	1,7	1,1	0,5	1,1	1,5	10,9	11,4	11,5	-2,5	-2,0	-1,9
Belgien	1,0	1,0	1,6	0,7	1,3	1,5	-1,0	-0,8	-0,5	-2,5	-2,3	-2,2
Österreich	0,8	1,3	1,8	1,5	1,7	1,7	2,7	2,9	3,1	-3,0	-1,8	-1,2
Finnland	-0,4	0,6	1,6	1,1	1,2	1,4	-2,0	-1,7	-1,3	-2,4	-1,8	-1,1
Griechenland	-0,2	2,1	2,7	-1,0	0,4	0,9	1,0	1,5	1,5	-1,8	-0,6	0,1
Portugal	1,0	1,1	1,7	-0,1	0,9	1,3	1,0	1,0	1,0	-4,2	-3,3	-2,7
Irland	3,7	2,5	3,7	0,4	1,1	1,6	6,5	7,0	7,0	-4,0	-2,7	-2,5
Großbritannien	3,1	2,5	2,3	1,7	1,9	2,0	-4,0	-3,2	-3,0	-4,6	-3,5	-2,1
Dänemark	1,0	2,0	1,8	1,0	1,5	2,0	6,7	6,4	6,0	0,0	-1,0	-2,0
Norwegen	2,4	2,5	2,5	1,8	2,2	2,0	11,0	10,5	10,0	7,0	6,7	6,5
Schweden	2,2	2,6	2,5	0,2	1,5	2,0	6,0	5,5	5,0	-1,5	-1,0	-0,5
Schweiz	1,3	1,8	2,0	0,0	0,3	0,6	12,0	11,0	10,5	0,0	0,2	0,5
Tschech. Rep.	2,4	2,6	2,8	0,4	1,8	2,0	-1,5	-1,4	-1,5	-2,6	-2,5	-2,4
Ungarn	3,4	2,7	3,0	0,3	2,7	3,3	1,8	1,8	1,5	-2,9	-2,7	-2,8
Polen	3,1	3,5	3,8	0,4	1,5	2,3	-1,8	-2,0	-2,2	4,3	-2,9	-2,8
USA	2,3	3,4	3,1	1,8	2,2	2,4	-2,6	-2,7	-2,9	-2,9	-2,5	-2,9
Japan	1,1	1,2	1,4	2,8	1,6	1,8	0,4	1,3	2,1	-7,0	-5,9	-4,6
Welt	3,2	3,9	4,0	3,5	3,7	3,7						

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

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

	2012					2013					2014			
	2012	2013	2014P	2015P	2016P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3P	Q4P	
BIP	0,4	0,1	1,5	1,5	1,4	-0,4	0,8	0,3	0,4	0,7	-0,2	0,4	0,2	
Privater Konsum	0,7	0,8	1,0	1,5	1,0	0,2	0,6	0,7	-0,8	0,8	0,1	0,5	0,4	
Staatsausgaben	1,2	0,7	0,8	0,5	0,3	0,0	0,0	0,6	-0,1	0,4	0,1	0,2	0,2	
Anlageinvestitionen	-0,7	-0,7	3,5	2,4	2,1	-2,5	2,2	0,8	1,1	2,9	-2,3	0,7	0,5	
Ausrüstungen	-2,9	-2,7	3,9	3,1	3,1	-3,7	2,3	-0,5	2,1	2,1	-0,4	0,5	0,0	
Bau	0,6	-0,1	3,6	2,8	2,3	-2,8	3,0	1,8	0,7	4,1	-4,2	0,5	1,0	
Lager, %-Punkte	-1,4	0,2	0,3	0,2	-0,1	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	0,1	0,0	
Exporte	2,8	1,6	3,6	6,0	6,6	0,7	1,4	0,7	1,7	0,0	0,9	1,1	1,2	
Importe	0,0	3,1	4,7	7,1	6,5	1,2	1,3	1,7	0,7	0,5	1,6	1,4	1,8	
Nettoexport, %-Punkte	1,3	-0,5	-0,2	-0,1	0,5	-0,2	0,2	-0,4	0,5	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	
Konsumentenpreise*	2,0	1,5	0,8	1,4	1,8	1,5	1,5	1,6	1,3	1,2	1,1	0,7	0,7	
Arbeitslosenquote, %	6,8	6,9	6,7	6,8	7,0	6,9	6,9	6,8	6,9	6,8	6,7	6,7	6,6	
Industrieproduktion	-0,4	0,1	2,7	3,0	0,0									
Budgetsaldo, % BIP	0,1	0,0	0,2	-0,1	-0,2									
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	81,0	78,4	73,5	71,0	68,7									
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,1	6,8	7,2	6,7	6,6									
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	196	192	209	198	204									

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

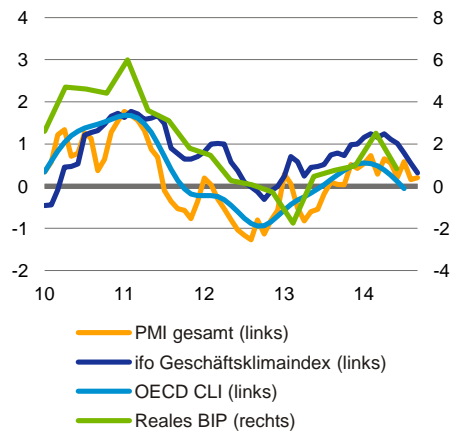


## BIP-Prognose 2015 auf 1 ½% reduziert

### BIP-Wachstum und Frühindikatoren

1

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



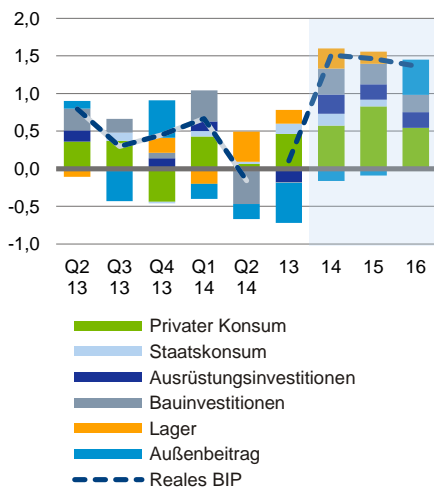
Quellen: Markt, ifo, OECD, Statistisches Bundesamt,  
Deutsche Bank Research

- Die zuletzt positive Überraschung – teilweise aufgrund von Einmaleffekten – bei den realwirtschaftlichen Konjunkturindikatoren haben die Sorgen, Deutschland könne im Q3 in eine Rezession schlittern, erst einmal verfliegen lassen. Wir rechnen mit einem Wachstum von 0,4% gg. Vq.
- Die anhaltenden geopolitischen Risiken (vor allem die Ukraine-Russland-Krise) und Fragezeichen hinter der Stärke der erwarteten Konjunkturerholung haben die Stimmung in der Industrie und den Verbrauchern tendenziell verschlechtert.
- Dieses unsichere Umfeld dürfte für eine schwächere Entwicklung bei den Exporten und den Unternehmensinvestitionen sorgen. Daher haben wir unsere Wachstumsprognose für das Winterhalbjahr 2014/2015 gesenkt. Unsere BIP-Jahresprognose für 2014 ändert dies allerdings nicht; sie liegt weiter bei 1,5%. Für 2015 reduziert sich unsere Prognose aber von 1,8% auf 1,5%, und für 2016 erwarten wir ein Wachstum von 1,4%. Hierbei überwiegen aber die Abwärtsrisiken.
- Zudem dürften die beiden großen Reformprojekte der großen Koalition – die Einführung des Mindestlohns in Höhe von EUR 8,50 je Stunde und das Rentenpaket – ihre ersten Schatten auf die deutsche Wirtschaft werfen.

### Binnenwirtschaft Hauptwachstumstreiber

2

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



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank  
Research

### Rückkehr zu Wachstum in Q3

Nach dem Rückgang der Wirtschaftsaktivität im zweiten Quartal dürfte das deutsche BIP im dritten Quartal wieder expandieren. Gestützt wird dies durch die positive Überraschung – teilweise verursacht durch Einmaleffekte – bei den realwirtschaftlichen Konjunkturindikatoren zum Start des dritten Quartals.<sup>1</sup> Der starke Anstieg der Auftragseingänge ging im Juli zum Großteil auf den Sprung der volatilen Komponente der schweren Transportgeräte zurück. Bei der Industrieproduktion ging etwa die Hälfte des Anstiegs auf die Verkürzung/Verschiebung der Werksferien bei den großen Automobilherstellern zurück, sodass im August eine negative Gegenbewegung wahrscheinlich ist. Der deutliche Sprung bei den Exporten dürfte sich bei den deutlich gefallen Frühindikatoren für die Exportentwicklung und der noch zaghaften Belebung des Welthandels wahrscheinlich auch nicht wiederholen.

Die Stimmungsindikatoren verschlechterten sich in den vergangenen Monaten tendenziell. Der ifo Geschäftsklimaindex ging den 5. Monat in Folge zurück, liegt aber noch etwas über dem langfristigen Durchschnitt. Der PMI für das Verarbeitende Gewerbe schwächte sich den zweiten Monat in Folge ab und liegt nur noch knapp über dem Expansionsniveau. Der PMI für den Dienstleistungssektor stieg zuletzt wieder und deutet auf eine noch robuste Entwicklung der Binnenwirtschaft hin. Auf dem jetzigen Niveau deuten die Stimmungsindikatoren insgesamt noch auf ein Wachstum von etwa ½% gg. Vq. im dritten Quartal hin.

### Geopolitische Risiken und die fragile Erholung in der Eurozone dürften für schwaches Winterhalbjahr sorgen

Auf die Stimmung drücken zunehmend die anhaltenden geopolitischen Risiken (vor allem die Ukraine-Russland-Krise) und Fragezeichen hinter der Stärke der erwarteten Konjunkturerholung, insb. angesichts des erlahmenden Reformtempo in einigen Ländern der Eurozone. Eine enttäuschende Konjunkturentwicklung in Frankreich (9% der deutschen Gesamtexporte in H1 2014) und Italien

<sup>1</sup> Siehe auch DB Makro-Überraschungsindex Deutschland auf S. 24.



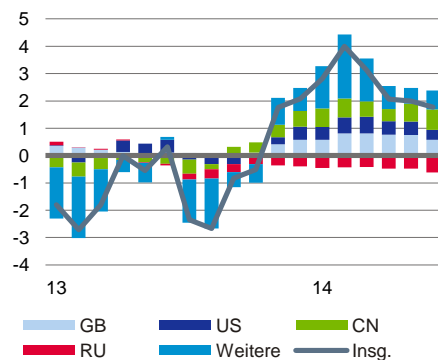
(5% der Exporte) sowie der Einbruch der Exporte nach Russland (3% der Exporte)<sup>2</sup> dämpfen die Entwicklung der deutschen Exporte immer stärker. In diesem unsicheren Umfeld dürften die Unternehmen auf Sicht fahren und teilweise ihre Investitionspläne auf Eis legen, wodurch die Ausrüstungsinvestitionen schwächer als bislang erwartet ausfallen dürften. Aufgrund dieser Faktoren haben wir unsere Wachstumsprognose für das Winterhalbjahr 2014/2015 auf durchschnittlich 0,2% gg. Vj. gesenkt. Unsere BIP-Jahresprognose für 2014 ändert dies allerdings nicht; sie liegt weiter bei 1,5%.

### Negative Reformeffekte in den nächsten Jahren und anhaltende erhöhte Unsicherheit

Russland schwächt deutsche Exportentwicklung

3

Wachstumsbeitrag %-Punkte, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Infolge der erwarteten etwas schwächeren Dynamik im Winterhalbjahr 2014/15 reduziert sich unsere Prognose für das Jahr 2015 von zuvor 1,8% auf jetzt 1,5%. Für das Jahr 2016 erwarten wir ein Wachstum von 1,4%. Hauptwachstumstreiber dürfte über den Prognosezeitraum die Binnenwirtschaft sein. Der Arbeitsmarkt dürfte sich zunächst noch relativ gut entwickeln und die anhaltende erhöhte Zuwanderung für zusätzliche Nachfrage sorgen. Dies dürfte zusammen mit historisch niedrigen Kreditzinsen (2,48%, Zinsbindung 5-10 Jahre) und der geringen Rendite alternativer Anlageklassen für eine höhere Nachfrage beim Wohnungsbau sorgen. Mit der erwarteten von der US-Wirtschaft getragenen Belebung der Weltwirtschaft von 3,3% im Jahr 2014 auf etwa 4% in den Jahren 2015/16 dürften sich die deutschen Exporte beschleunigen und die Nettoexporte im Jahr 2016 wieder zum Wachstum beitragen, wodurch die Ausrüstungsinvestitionen nach dem schwachen Winterhalbjahr 2014/15 auch wieder kräftiger zulegen dürften. Bei dieser Prognose dominieren immer noch die Abwärtsrisiken. Die Prognose basiert darauf, dass sich die Weltkonjunktur kräftig belebt, die Reformen in der Eurozone langsam vorangetrieben werden, die EZB weiter bereitsteht zu handeln und sich der Ukraine-Russland-Konflikt langsam entschärft.

Die beiden großen Reformprojekte der großen Koalition – die Einführung des Mindestlohns in Höhe von EUR 8,50 je Stunde und das Rentenpaket – dürften ihre ersten Schatten auf die deutsche Wirtschaft werfen. Die Einführung des Mindestlohns dürfte zu erheblichen negativen Beschäftigungseffekten führen, den (Wieder-)Einstieg in den Arbeitsmarkt vor allem von Problemgruppen erheblich erschweren und die strukturelle Arbeitslosigkeit mit deutlichen negativen fiskalischen Effekten erhöhen. Die Reduktion der Ungleichheit der Bruttolohnverteilung wird durch das Rausdrängen der Arbeitnehmer mit der geringsten Produktivität erkauft. Der Beschäftigungsaufbau dürfte trotz erneut erhöhter Nettozuwanderung von der Mindestlohneinführung im Jahr 2015 gestoppt werden. Die Wirkung des Rentenpakets, insbesondere die Rente mit 63, ist ebenfalls klar negativ und vor dem Hintergrund der massiven demographischen Herausforderungen kontraproduktiv. Das Rentenpaket ist mit der Rückkehr zur Frühverrentung ein Geschenk an die Älteren und eine Belastung für Jüngere mit erheblichen negativen Auswirkungen für die Staatsfinanzen. Zudem dürfte es zu einer Verschärfung des Fachkräftemangels und zu einem deutlichen Verlust an betriebspezifischem Humankapital kommen.

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

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

<sup>2</sup> Siehe auch Grafik des Monats „Russland-Krise trifft ostdeutsche Exportwirtschaft stärker“ auf S. 23.



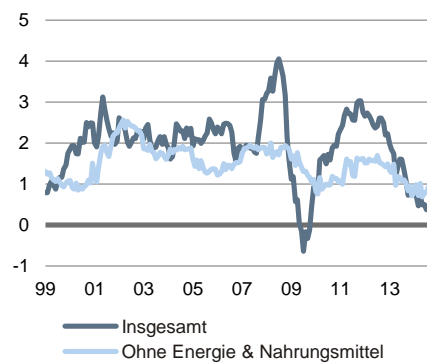


## EZB: Staatsanleihekäufe in den nächsten sechs Monaten erwartet

- Wir haben unsere Einschätzung zur EZB-Politik geändert. Wir erwarten jetzt innerhalb der nächsten 6 Monate ein umfangreiches, breit angelegtes Kaufprogramm für Vermögenswerte, das auch Staatsanleihen umfasst.
- Vor allem zwei Faktoren haben zu unserer veränderten Einschätzung geführt. Zum einen erwarten wir eine schwächere Erholung in der Eurozone als bislang. Zum anderen glauben wir nicht, dass die EZB die anvisierte Ausweitung ihrer Bilanz um EUR 1.000 Mrd. mit den bisherigen und angekündigten Maßnahmen erreichen kann.
- Ohne umfangreiche Staatsanleihekäufe dürfte sie daher kaum ihr Inflationsziel bis 2017 erreichen.

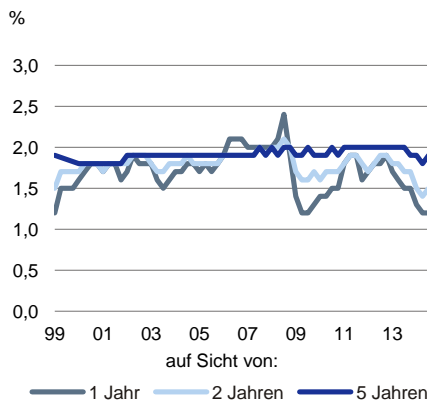
EWU: Preisentwicklung 1

Konsumentenpreisindex, % gg. Vj.



Quelle: Eurostat

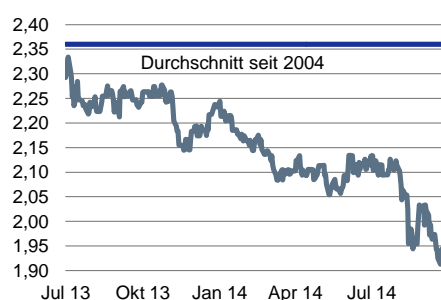
EWU: Inflationserwartungen 2



Quelle: EZB (Survey of Professional Forecasters)

EWU: Inflationserwartungen 3

EUR 5y5y Breakeven



Quelle: Reuters

Wir glauben zwar nach wie vor, dass Staatsanleihekäufe durch die EZB aufgrund der ökonomischen und institutionellen Charakteristika des gemeinsamen Währungsraumes weder die Lösung der Probleme der Eurozone, noch die effizienteste Geldpolitik sind. So wären eigentlich Käufe von privaten Vermögenswerten, u.a. Kreditverbriefungen, in Kombination mit der Überprüfung der Qualität der Vermögenswerte der Banken sowie entsprechender Stresstests die besseren Instrumente, um den Ursachen der schwachen Kreditentwicklung sowie der anhaltend niedrigen Inflation zu begegnen. Im August lag die Inflationsrate in der Eurozone lediglich bei 0,4% (gg. Vj.), wobei in Griechenland, Italien, Portugal und Spanien die Preise sogar gegenüber dem Vorjahr gesunken sind. Darüber hinaus sind die langfristigen Inflationserwartungen in den letzten Monaten tendenziell gesunken und zuletzt spürbar unter das Preisstabilitätsziel der EZB von einer mittelfristigen Inflationsrate von unter, aber nahe 2% gefallen. Da das Volumen von privaten Verbriefungen zu gering und die Politik derzeit wohl auch nicht gewillt ist, mit ihrer Fiskal- und Reformpolitik die Probleme in der Eurozone energischer anzugehen, bleibt der EZB wohl keine andere Wahl, als ihre Käufe auf Staatsanleihen auszuweiten.

### EWU-Wachstumserwartung für 2014 und 2015 zurückgenommen

Vor allem zwei Faktoren haben zu unserer veränderten Einschätzung geführt. Zum einen erwarten wir eine schwächere Erholung der Wirtschaft der Eurozone als bislang. Wir rechnen jetzt mit einem schwachen Winterhalbjahr und haben entsprechend unsere Wachstumserwartungen für das laufende Jahr leicht von 0,8% auf 0,7% und für das Jahr 2015 von 1,3% auf 1,0% zurückgenommen. Angesichts der damit anhaltenden hohen Unterauslastung der Kapazitäten scheint das Erreichen des Inflationsziels in weiter Ferne – mit steigendem Druck auf die EZB, entsprechend zu handeln.

Zum anderen glauben wir nicht, dass die EZB die anvisierte Ausweitung ihrer Bilanz auf ihren früheren Höchststand, was eine Erhöhung um EUR 1.000 Mrd. bedeuten würde, mit den bisher angekündigten Maßnahmen erreichen kann. So hatte die EZB im Juni gezielte längerfristige Refinanzierungsmöglichkeiten für Banken (Targeted Longer-term Refinancing Operations, TLTROs) angekündigt, die eine Laufzeit von 4 Jahre haben und zeitweise an die Kreditvergabe der Banken gekoppelt sind.

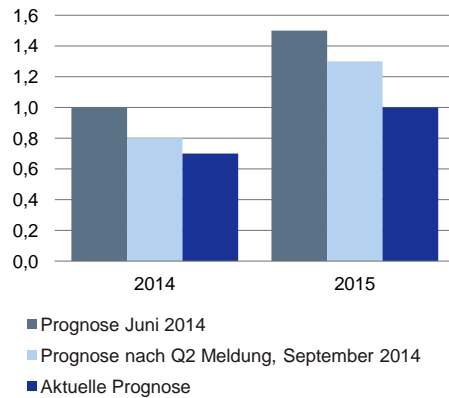
Darüber hinaus hat die EZB am 4. September erneut ihren Leitzins von 0,15% auf 0,05% gesenkt und Käufe von mit Forderungen unterlegte Verbriefungen von Finanzinstituten (Asset-Backed Securities, ABS) sowie von Covered Bonds angekündigt. Damit will die EZB den geldpolitischen Transmissionsprozess verbessern, die Kreditvergabe der Banken unterstützen und stimulieren.



EWU: DB Wachstumsprognosen

4

Reales BIP, % gg.Vj.



Quelle: DB Research

## Erste TLTRO enttäuschend

Mit ihren bislang ergriffenen sowie angekündigten Maßnahmen dürfte die EZB unserer Einschätzung zufolge höchstens die Hälfte der angestrebten Bilanzausweitung erreichen, so dass, falls der Markt dies realisiert, der Druck nach unten auf die Inflationserwartungen anhalten dürfte. So verlief die erste TLTRO mit einem Volumen von nur knapp EUR 83 Mrd. enttäuschend. Zudem wurden am Markt die Schätzungen über das Volumen der ersten beiden TLTROs von EUR 330 bis 340 Mrd. auf EUR 265 Mrd. zurückgenommen. Vor diesem Hintergrund halten wir umfangreiche Staatsanleihekäufe für unabdingbar.

## Transmissionskanäle der quantitativen Lockerungen

Quantitative Lockerungen, wie z.B. Käufe von privaten sowie öffentlichen Vermögenswerten, wirken über

- den Zinskanal: sie führen zu niedrigeren nominalen und realen Renditen, was über Vermögenseffekte die Realwirtschaft stimuliert
- die Signalwirkung: sie verfestigen die Markterwartung, dass die Zinsen noch für längere Zeit niedrig bleiben werden
- den Kreditkanal: sie schaffen zusätzliche Bankeinlagen und erhöhen damit die Möglichkeit zur Kreditvergabe
- den Portfoliokanal: sie führen zur Reallokation der Portfolios und zu Zuflüssen in andere Marktsegmente, und
- den Wechselkurskanal: Käufe von Vermögenswerten schwächen den Wechselkurs.

## Ausweitung der Bilanz um EUR 1.000 Mrd. und Erreichen des Inflationsziels ohne Staatsanleihekäufe nicht möglich

Eine Ausweitung der Bilanz um EUR 1.000 Mrd. wäre unserer Einschätzung notwendig, um 2017 wieder eine Inflationsrate von knapp unter 2% zu erreichen. Da wir die Vermögenseffekte sowie die Portfolioreallokation in der Eurozone als nicht besonders groß einschätzen, und zudem der Kreditkanal wohl ebenfalls schwach ist, sehen wir den Wechselkurs als die entscheidende Größe für die EZB bei ihren quantitativen Lockerungen. Bei der von uns prognostizierten durchschnittlichen Inflationsrate in der Eurozone von 1,8% im Jahr 2017 haben wir eine Bilanzausweitung in dieser Größenordnung vorausgesetzt, was den handelsgewichteten EUR-Wechselkurs um rund 7% schwächen und einen Inflationsschub von 0,3 Prozentpunkten auslösen dürfte.

EZB Bilanz

5

Mrd. EUR



Quelle: EZB

## Wie wird gekauft?

Wir gehen davon aus, dass die Käufe von privaten Verbriefungen nicht nach einem gewichteten Schlüssel, wie beispielsweise dem EZB-Kapital, getätigt werden, sondern die Geldpolitik gezielt auf die Länder der Peripherie und damit die Ursachen der niedrigen Inflation abgestellt wird. Dagegen dürften die Käufe von Staatsanleihen entsprechend den Kapitalquoten erfolgen, um Irritationen und auch den Beigeschmack zu vermeiden, dass es sich hierbei eher um Wirtschafts- als um Geldpolitik handelt. Vor diesem Hintergrund ist davon auszugehen, dass sich die Käufe von privaten Verbriefungen als wirkungsvoller erweisen als die Käufe von Staatsanleihen.



## Risiken

Positive Risiken für unsere Einschätzung, dass die EZB in den nächsten 6 Monaten ein breit angelegtes Kaufprogramm einschließlich von Staatsanleihen beginnt, liegen in einer günstigeren wirtschaftlichen Entwicklung. So könnte sich der Kreditimpuls stärken, die Bankenüberprüfung positiv ausfallen, das Vertrauen durch die Ukraine-Russland-Krise weniger stark als befürchtet beeinträchtigt werden, der Euro stärker abwerten und China die zyklische Schwäche überkompensieren.

Negative Risiken sind eine noch schwächere Wachstumsdynamik in der Eurozone als von uns bislang erwartet, falls die Ukraine-Russland-Krise weiter eskaliert und es zu russischen Gaslieferunterbrechungen kommt. Darüber hinaus liegen erhebliche Risiken in den politischen Kosten. So wäre eine weitere Anrufung des deutschen Verfassungsgerichts im Falle von umfangreichen Staatsanleihekäufen wohl zu erwarten.

Wichtiger allerdings wäre die Reaktion von Angela Merkel. Obwohl sie sich niemals offiziell äußerte, wurde das Ausbleiben ihrer Kritik zum OMT-Programm der EZB als Zustimmung für EZB-Präsident Draghi interpretiert – im Gegensatz zum Präsidenten der Bundesbank Jens Weidmann. Allerdings hat sich mit den Wahlerfolgen der AfD auf Länderebene die politische Situation in Deutschland geändert, was es Angela Merkel wohl nicht leichtmacht, ihre Bedenken dieses Mal zurückzuhalten. Eine vage oder unklare Position der deutschen Regierung könnte das Vertrauen der Märkte in die Dauerhaftigkeit der EZB-Politik unterminieren.

Mark Wall (+44 20 754-52087, mark.wall@db.com)

Marco Stringa (+44 20 754-74900, marco.stringa@db.com)

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



## Deutschlands Haushaltslage – zu gut, um von Dauer zu sein?

- Für das Jahr 2015 und auch die folgenden Jahre bis 2018 hat Finanzminister Schäuble einen ausgeglichenen Bundeshaushalt angekündigt. Dies ist ein deutlicher Hinweis darauf, dass Schäuble nicht bereit ist, den Ruf nach einer deutlichen Ausweitung von Infrastrukturinvestitionen Folge zu leisten, die nicht nur in Deutschland, sondern auch in einigen anderen EWU-Mitgliedsstaaten und zuletzt von EZB-Präsident Mario Draghi zu hören waren.
- Erreicht werden dürfte der ausgeglichene Haushalt primär dank der Strukturreformen der Vergangenheit und des extrem niedrigen Zinsniveaus. Allerdings stellen die eingetrübten Konjunkturperspektiven klare Risiken für den Haushalt dar, obwohl die nach wie vor hohen Beitragseinnahmen der Sozialversicherung hier einen Puffer darstellen.
- Vor allem die Rentengeschenke der Großen Koalition werden mittelfristig zu einer Verschlechterung der deutschen Fiskalposition führen.
- Die anstehenden Verhandlungen für eine Neuordnung der Bund-Länder-Finzen sowie des Finanzausgleichs bergen auf mittlere Frist für den Bundeshaushalt potenziell zusätzliche Belastungen, die derzeit aber kaum zu beziffern sind.

Zu einer Zeit, in der zunehmend Forderungen nach einer flexibleren Interpretation der Maastrichter Defizitregeln laut werden, hat Finanzminister Wolfgang Schäuble seine Haushaltsplanung vorgelegt, die zwischen 2015 und 2018 ohne Neuverschuldung des Bundes auskommt. Dies dürfte insbesondere in Frankreich mit Verdruss gesehen werden, musste doch sein französischer Amtskollege Michel Sapin nahezu zeitgleich das französische Haushaltsdefizit für das laufende Jahr deutlich auf mindestens 4,3% des BIP anheben und das Erreichen des 3%-Ziels zum dritten Mal auf jetzt frühestens 2017 verschieben.

Deutschland: Haushaltsentwurf 2015-2018

1

Mrd. EUR

	Haushalts-	Vorschlag der	Finanzplan		
	prognose	Regierung	2016	2017	2018
	2014	2015			
Ausgaben	296,5	299,5	310,6	319,9	329,3
% gg. Vj.		1,00%	3,70%	3,00%	2,90%
Einnahmen	296,5	299,5	310,6	319,9	329,3
Steuereinnahmen	268,2	278,5	292,9	300,7	311,8
Haushaltsdefizit	6,5	0	0	0	0
Strukturelles Defizit, % des BIP	-0,05%	-0,01%	-0,03%	-0,01%	-0,02%
Investitionsausgaben (ohne ESM in 2014)	25,5	26,1	27,2	27,9	27,2

Quelle: Bundesministerium der Finanzen

Die Haushaltsvorlage im Deutschen Bundestag wurde begleitet durch einen Twitter-Beitrag aus dem Finanzministerium, der ausdrückt, dass eine solide Finanzpolitik mit dem Hauptaugenmerk auf Stabilität einen notwendigen Beitrag zur Vertrauensbildung in Europa leistet, und somit den Ruf nach einer expansiveren (d.h. kreditfinanzierten) Fiskalpolitik in Deutschland eine klare Absage erteilt. Gemäß der Haushaltsplanung käme der Bund zum ersten Mal seit 1969 ohne neue Schulden aus. Angesichts ähnlich guter Entwicklungen auf der Ebe-

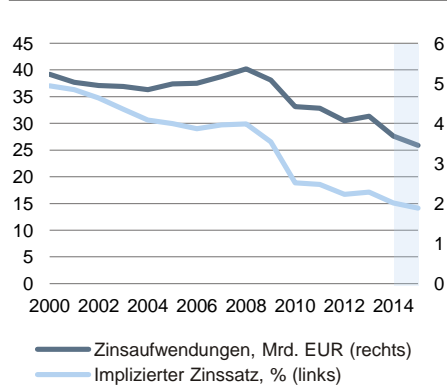




ne der Länder und Gemeinden<sup>3</sup> sowie der aufgrund des gesunden Arbeitsmarkts guten Einnahmesituation der Sozialsysteme könnte das gesamtstaatliche Budget sogar erneut einen leichten Überschuss aufweisen.

### Eine große Leistung?

Staatliche Zinsaufwendungen **2**

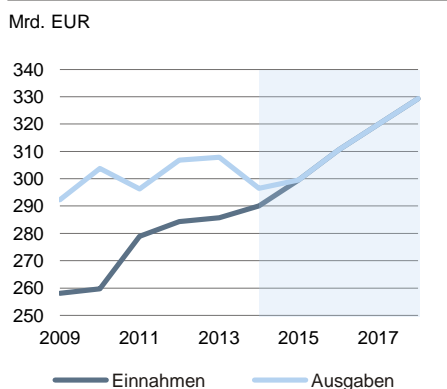


Quellen: Bundesministerium der Finanzen, Deutsche Bank Research

Das deutsche Wirtschaftswachstum liegt nahezu auf seinem Potential. Bei einer voll ausgelasteten Wirtschaft entspricht ein ausgeglichener Haushalt genau den Vorgaben des Stabilitäts- und Wachstumspakts – aber auch nicht mehr. Zudem verabschiedete man sich von dem noch 2013 im aktualisierten Stabilitätsprogramm in Aussicht gestellten Haushaltsüberschuss für 2017, eine Konsequenz der von der Großen Koalition eingeführten Wohltaten im Rentensystem. Darüber hinaus beschert das von der EZB herbeigeführte extrem niedrige Zinsniveau, das um 2 bis 3 Prozentpunkte niedriger ist als es der Konjunkturlage entspricht, dem Finanzminister eine erhebliche Entlastung. Selbst wenn man berücksichtigt, dass sich diese Zinsersparnis erst seit 2011 allmählich aufgebaut hat, dürfte sie dem Finanzminister 2015 dennoch Einsparungen von nahezu EUR 10 Mrd. (0,4% des BIP) bei den Zinsaufwendungen verschaffen, die er in seinem Haushaltsplan auf insgesamt rund EUR 27 Mrd. (etwa 1% des BIP) beziffert.

### Werden die Pläne aufgehen?

Ausgeglichener Bundeshaushalt geplant **3**



Quelle: Bundesministerium der Finanzen

Hierfür sind die dem Haushaltsentwurf zugrundeliegenden Annahmen entscheidend. Da die Prognosegüte über einen Zeitraum von ein bis zwei Jahren hinaus dramatisch abnimmt, ist die Annahme einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 1,4% zwischen 2016 und 2028 – also marginal über Trendwachstum – durchaus realistisch. Dennoch können wir das Risiko eines Konjunkturabswungs im Laufe von fünf Jahren nicht ausschließen, obwohl die jüngsten konjunkturellen Schwankungen wenig mit normalen zyklischen Auf- und Abwärtsbewegungen zu tun haben. In jedem Fall dürften die Unsicherheiten in Bezug auf die makroökonomischen Annahmen für 2015 größer sein. Angesichts der verhaltenen Entwicklung der Weltkonjunktur und der zunehmenden Belastung durch den Ukraine-Konflikt, der zu einem drastischen Rückgang der deutschen Exporte nach Russland geführt hat und die Geschäftserwartungen sowie die Investitionsausgaben zunehmend dämpft, erscheint die Wachstumsprognose der Regierung von 2% des BIP als sehr ambitioniert. Auch die Inflationsprognose von 1,9% erscheint eher zu hoch. Alles in allem könnte u.E. das nominale Wachstum um einen halben bis dreiviertel Prozentpunkt hinter den Annahmen der Regierung zurückbleiben.

Auch bestehen rechtliche Risiken im Zusammenhang mit der Brennelementesteuer, die zwar jährliche Einnahmen in Höhe von EUR 1,3 Mrd. generiert, deren Verfassungswidrigkeit jedoch vom Hamburger Finanzgericht angezweifelt wird und daher zur Prüfung an das Verfassungsgericht weitergeleitet wurde. Zudem steht im Herbst auch die regelmäßige verfassungsbedingte Überprüfung des Existenzminimums an, in deren Folge Kindergeld/Kinderfreibetrag sowie der Grundfreibetrag ab 2015 wahrscheinlich erhöht werden müssen. Die gegenwärtig angelaufenen Verhandlungen zwischen Bund und Ländern in Bezug auf die Neuordnung der Bund-Länder Finanzbeziehungen lassen angesichts der zahlreichen Wünsche der Länder (z.B. Altschuldenfonds und Solidaritätszuschlag) zudem weitere Belastungen für den Bundeshaushalt auf mittlere Frist wahrscheinlicher werden.<sup>4</sup>

<sup>3</sup> Das bezieht sich auf Länder und Gemeinden als Ganzes. Innerhalb der jeweiligen Gruppen ist die Finanzlage jedoch sehr heterogen.

<sup>4</sup> Siehe ausführlich nächster Abschnitt.



Schließlich bergen auch die unsicheren kurzfristigen Auswirkungen der Einführung des Mindestlohns Risiken, die allerdings in beide Richtungen ausschlagen können. Wenn die negativen Folgen für die Beschäftigung<sup>5</sup> erst verzögert eintreten, könnte dies zu leicht erhöhten Einkommensteuereinnahmen führen und die Sozialversicherungsbeiträge noch deutlicher beflügeln. Sollten die Arbeitgeber angesichts des stärker eingetrübten Konjunkturmehrfelds jedoch schneller mit Freisetzung reagieren, könnte es in beiden Einnahmekategorien aber zu Enttäuschungen kommen.

## Neuordnung Bund-Länder-Finzen – die große Unbekannte

Das Auslaufen des Solidarpaktes II und des bestehenden Länderfinanzausgleichs Ende 2019 sowie der immer weniger zu rechtfertigende Solidaritätszuschlag lassen viel Spielraum für die dadurch notwendige Neuordnung der Bund-Länder Finanzbeziehungen. Seit Sommer dieses Jahres finden gemeinsame Verhandlungsrunden zwischen Bund und Ländern statt, die sowohl die vertikale als auch die horizontale Verteilung von Einnahmen und Aufgaben zum Gegenstand haben.

Im Prinzip sind sich alle – Politik und Wissenschaft – einig, dass es in Deutschland einer Reform der Finanzbeziehungen und der Aufgabenzuordnung bedarf, um die Vorteile eines föderalen Staates zum Tragen kommen zu lassen und den Gesamtstaat wieder handlungsfähiger zu machen.<sup>6</sup> Dazu müsste das Finanzierungsgeflecht reduziert und die Autonomie von Kommunen und Ländern gestärkt werden. Denn je stärker die Länderhaushalte von den „Früchten ihrer Arbeit“ – z.B. die Stärkung der Wirtschaftskraft – profitieren, desto höher ist der Anreiz für eigene Anstrengungen.<sup>7</sup> Im gegenwärtigen System des Finanzausgleichs werden Mehreinnahmen immer noch zu sehr abgeschöpft, als dass der Anreiz für eigene Anstrengungen ausreichend genug wäre.<sup>8</sup>

Paradoxaerweise führt die ab 2020 für die Länder gültige Schuldenbremse unter den derzeitigen Bedingungen zu erhöhtem (finanziellen) Druck der Länder auf den Bund.<sup>9</sup> Da die Länder sowohl auf der Einnahmeseite als auch der Ausgabenseite<sup>10</sup> über relativ wenig Autonomie verfügen und die Schuldenbremse ihnen ab 2020 auch die verbliebene Autonomie bei der Kreditaufnahme nimmt, fällt es ihnen mangels Alternativen gegenwärtig leichter, vom Bund finanzielle Zugeständnisse zu fordern.

Im Zuge der Verhandlungen zwischen Bund und Ländern werden derzeit verschiedene Punkte diskutiert. Dazu gehören u.a. ein Zuschlagsrecht auf die Einkommen- und Körperschaftsteuer; eine andere Aufteilung des im Rahmen der nationalen und europäischen Fiskalregeln vorgegebenen Verschuldungsrahmens<sup>11</sup>; eine verstärkte gemeinsame Kreditaufnahme von Bund und Ländern; die Integration des Solidaritätszuschlags in die Einkommensteuer in Verbindung mit einem Altschuldenfonds für besonders verschuldete Länder; mehr Sanktions- und Einflussmöglichkeiten des Stabilitätsrates und nicht zuletzt natürlich

<sup>5</sup> Vgl. Mindestlohn von EUR 8,50: Eine falsche Weichenstellung. Deutsche Bank Research. Standpunkt Deutschland. 1. November 2013.

<sup>6</sup> Ohne eine gewisse Autonomie muss man sich die Frage stellen, inwieweit der föderale Aufbau und die Haushaltsautonomie der Länder noch sinnvoll sind.

<sup>7</sup> Zudem kommt dann das Prinzip der fiskalischen Äquivalenz besser zum Tragen, nachdem eine Verbindung zwischen Bereitstellung öffentlicher Güter und Dienstleistungen mit der Steuer- bzw. Abgabenhöhe verknüpft sein sollte.

<sup>8</sup> Diese Anreizproblematik ließe sich auf der Einnahmeseite ohne große Reform auch dadurch lösen, dass – ähnlich wie bei der Grunderwerbsteuer – ein mögliches Mehraufkommen (z.B. durch autonom zu erhebende Zuschläge auf andere Steuern) bei der Bestimmung der Finanzkraft um Steuersatzunterschiede bereinigt wird.

<sup>9</sup> Finanzminister Schäuble hat vor kurzem die Forderungen der Länder auf gegenwärtig EUR 40 Mrd. beziffert.

<sup>10</sup> Hier z.B. durch bundeseinheitliche Sozialleistungen.

<sup>11</sup> Freilich ohne an den bestehenden gesamtstaatlichen Obergrenzen etwas ändern zu wollen.



auch verschiedene Ansätze zu Änderungen der Steuerverteilung sowie des Finanzausgleichs zwischen den Ländern.

Das Ziel ist, bis Ende des Jahres konkrete Vorschläge zu präsentieren. D.h. jedoch nicht, dass bis dahin auch darüber entschieden ist. Der Verhandlungsprozess kann sich durchaus in die Länge ziehen – bis weit in das nächste Jahr hinein. Zu unterschiedlich sind die Interessen und zu hoch sind die finanziellen Mittel, um die es hierbei geht. Dabei steht der Bund den Ländern gegenüber aber auch die finanzschwachen Länder den finanzstarken Ländern. Die Diskussion um den Solidaritätszuschlag, dessen Aufkommen von derzeit etwa EUR 15 Mrd. alleine dem Bund zusteht, zeigt beispielhaft, dass für den Bundeshaushalt einiges auf dem Spiel steht.<sup>12</sup>

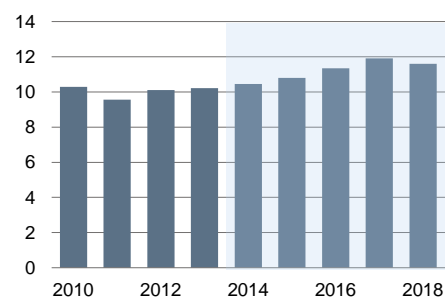
### Sollten die (künftigen) Steuerzahler dankbar sein?

Die kaum verhohlene Freude des Finanzministers über den ausgeglichenen Haushalt befeuerte abermals die Debatte über die „marode deutsche Infrastruktur“, was in dem Vorwurf gipfelte, Schäuble spare auf Kosten künftiger Generationen. Zwar stellen auch wir eine begrenzte Investitionslücke im Bereich der deutschen Infrastruktur fest, die sich über die letzte Dekade aufgetan hat. Deren Schließung würde p.a. ca. EUR 4-7 Mrd. (zwischen 0,1% und 0,3% des BIP) an zusätzlichen Investitionen erfordern (zumeist auf Seiten der Gemeinden)<sup>13</sup>. Die von den Befürwortern in Aussicht gestellten zukünftigen Wachstumsgewinne eines großangelegten kreditfinanzierten Infrastrukturprogramms bezweifeln wir allerdings. Zugegebenermaßen liegen die realen Finanzierungskosten derzeit bei Null, doch die investierten Beträge müssten dennoch über zusätzliches Wachstum generiert werden. Zudem könnte es sinnvoll sein, angesichts des durch die Globalisierung, Demographie und Digitalisierung getriebenen Strukturwandels einen größeren fiskalischen Spielraum für die Zukunft zu bewahren. Bei der derzeit viel zu lockeren Geldpolitik und einem nachgebenden Wechselkurs wäre es außerdem nahezu fahrlässig – und in der Tat eine Wiederholung der in der Vergangenheit von den Ländern der Peripherie begangenen Fehler – auch noch eine expansive Fiskalpolitik zu betreiben. Während der Wunsch nach Einhaltung der „schwarzen Null“ größeren Ausgabenwünschen einen Riegel vorschieben dürfte, hat die deutsche Politik sich bislang bezüglich der erwünschten größeren „fiskalpolitischen Flexibilität“ in anderen Ländern vornehm zurückgehalten. Die gemeinsamen Pläne von Finanzminister Schäuble und seinem französischen Amtskollegen für bessere Finanzierungsmöglichkeiten von Infrastrukturprojekten zeigen indes eine gewisse Kompromissbreitschaft angesichts der Probleme in den Nachbarländern.

Staatliche Ausgaben für Verkehr und Transport

4

Mrd. EUR



Quelle: Bundesministerium der Finanzen

### Haben die EWU-Partner Grund zur Verärgerung?

Allerdings erteilt der Haushaltsplan den Forderungen von Seiten anderer EWU-Staaten, des IWF und des EZB-Präsidenten Draghi nach höheren deutschen Investitionen zur Generierung positiver Spillover-Effekte für die angeschlagenen Nachbarländer eine klare Abfuhr. Die Infrastrukturinvestitionen in Deutschland belaufen sich auf ca. EUR 35 Mrd. pro Jahr. Selbst wenn es technisch möglich wäre, diese Summe um 10% oder sogar 20% pro Jahr etwa innerhalb eines

<sup>12</sup> Würde der Solidaritätszuschlag zum jetzigen Zeitpunkt vollständig in die Einkommensteuer integriert, so würde der Bund (ohne zusätzliche Änderungen) bei den gegebenen Aufteilungssätzen auf fast 60% des Aufkommens verzichten müssen, also rund EUR 9 Mrd. Dieser Betrag würde damit die für das laufende Jahr eingeplanten Nettokreditaufnahmen im Bundeshaushalt von EUR 6,5 Mrd. überschreiten.

<sup>13</sup> Vgl. Investitionslücke in Deutschland? Vermutlich nur im öffentlichen Bereich! Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 2. September 2014.



Jahres zu erhöhen, wären die positiven Effekte für den Rest Europas gleich Null, zumal der Importgehalt von Bauinvestitionen sehr gering ist.

### Bedeutet dies also Entwarnung für die öffentlichen Finanzen?

Leider nicht! Die heutige Bundesregierung erntet die Früchte früherer Reformanstrengungen und profitiert zudem von den außerordentlich niedrigen Zinssätzen. Die eigenen Prestigeprojekte der Großen Koalition – wie die zeitlich begrenzte Sonderregelung der abschlagsfreien Rente mit 63, Rentenerhöhungen für Mütter, deren Kinder vor 1991 geboren wurden, sowie Menschen mit verminderter Erwerbsfähigkeit – werden die Staatsfinanzen erheblich belasten. Für die laufende Legislaturperiode kann Minister Schäuble dies wohl kaschieren, indem er auf die noch immer sprudelnden Einnahmen der Sozialversicherungssysteme zurückgreift (durch den Abbau von Transferzahlungen und den Verzicht auf Beitragssenkungen, die ansonsten verpflichtend gewesen wäre). Die nächste Regierung wird aber gezwungen sein, nachhaltige Finanzierungsquellen zu finden, sonst dürfte die Phase des ausgeglichenen Haushalts nur ein kurzes Intermezzo bleiben.

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

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



## Russischer Gaslieferstopp: Hebel im Ukraine-Konflikt?

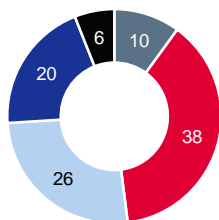
- Bei den sich aufschaukelnden Wirtschaftssanktionen zwischen Russland und der EU wäre ein vollständiger Stopp der Gaslieferungen die „ultimative Waffe“ Russlands. Versorgungslücken und eine tiefgreifende Verunsicherung könnten die ohnehin fragile Eurolandkonjunktur abwürgen.
- Angesichts der Bedeutung der Gaseinnahmen für den russischen Staatshaushalt und der Liefertreue in der Vergangenheit erwarten wir in unserem Basisszenario keinen dauerhaften Lieferstopp. Allerdings dürften die in den europäischen Gaspipelines aufgetretenen temporären Druckverluste der letzten Tage kaum zufällig oder rein technischer Natur sein.
- Im Falle des Falles dürfte das russische Vorgehen – wie bereits bis dato im Ukraine-Konflikt – große Finesse aufweisen. Wir betrachten im Folgenden aber lediglich zwei krude Szenarien, die sich nur aufgrund der unmittelbaren geographischen Betroffenheit sowie den ausfallenden Liefervolumina unterscheiden: a) einen Lieferstopp für die Ukraine und b) einen für ganz Europa.
- In beiden Szenarien sollte es dank weitgehend gefüllter Gasvorräte zu keinen dramatischen Engpässen in Deutschland und Westeuropa kommen, falls die Unterbrechung nicht länger als 6 Monate dauert und es keinen ungewöhnlich harten Winter gibt<sup>14</sup>. Allerdings dürfte es zu erheblichen Preisanstiegen bei Gas und – abgeschwächt – bei den Substituten kommen. Das weitgehende Aufbrauchen der Gasvorräte im Winter 2014/15 würde dazu führen, dass sie bis zum darauffolgenden Winter nur unzureichend aufgefüllt werden könnten, und die Versorgungssituation dann deutlich kritischer wäre.
- Selbst wenn Russland es – wie in unserem Basisszenario unterstellt – letztlich bei „Drohgebärden“ belassen sollte, dürfte die Entwicklung der letzten Monate zu einem Umdenken bei den europäischen Abnehmerländer führen, das mittelfristig die ökonomische Position Russlands schwächen wird.

### Gasmarkt im Wandel: Von der Gasschwemme zum Lieferstopp?

Russland ist Hauptgaslieferant Deutschlands

1

Anteile an DE-Erdgasaufkommen, in %, 2013



■ DE Gewinnung ■ RU ■ NL ■ NO ■ Rest

Quellen: AG Energiebilanzen, BDEW

Dank seiner bereits in der Zeit des „kalten Krieges“ gezeigten Liefertreue, galt Russland bisher als zuverlässiger Partner im Gasgeschäft. Volatilität kam von anderer Seite. So hat die US Schiefergasrevolution auch bei europäischen Gaskunden Hoffnungen auf eine langfristig gedämpfte Preisentwicklung durch die Aussicht auf einen global integrierten Gasmarkt geweckt. Größere Unterbrechungen mit entsprechender Gasknappheit aufgrund russischer Lieferunterbrechungen war bis zum Ausbruch des Ukraine-Konflikts bestenfalls ein wildcard-Szenario.

Deutschlands „Verwundbarkeit“ ist erheblich. Im Jahr 2013 war Russland für Deutschland der Hauptlieferant für Erdgas, Erdöl und Steinkohle. Unter den drei fossilen Energieträgern hat Erdgas aber eine Besonderheit, die im aktuellen Zusammenhang wichtiger wird. Während es nämlich für Öl und Kohle global alternativ verfügbare Lieferquellen gibt, existiert für Erdgas bis jetzt kein wirklicher „Weltmarkt“, auch wenn Transporte verflüssigten Erdgases (LNG) die globalen Regionalmärkte für Gas mittlerweile besser verbinden als noch vor einer Dekade.

<sup>14</sup> An Embargo of Russian Gas and Security of Supply in Europe. Institute of Energy Economics at the University of Cologne (EWI).

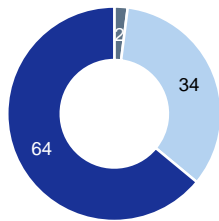




Russland auch Hauptöllerant Deutschlands

2

Anteile an DE-Erdölaufkommen, in %, 2013



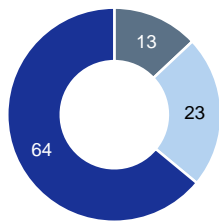
■ DE Gewinnung ■ RU ■ Sonstige Importe

Quelle: AG Energiebilanzen

Russland auch Hauptsteinkohlelieferant Deutschlands

3

Anteile an DE-Steinkohlaufkommen, in %, 2013



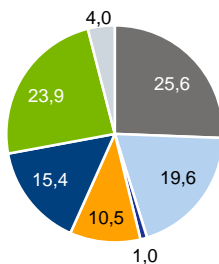
■ DE Gewinnung ■ RU ■ Sonstige Importe

Quelle: AG Energiebilanzen

Erdgas steuerte im letzten Jahr 10,5% zur deutschen Stromerzeugung bei

4

Anteile an der Bruttostromerzeugung, in %, 2013



■ Braunkohle  
■ Steinkohle  
■ Mineralölprodukte  
■ Erdgas  
■ Kernenergie  
■ Erneuerbare Energien  
■ Sonstige

Quelle: AG Energiebilanzen

## Gibt es kurzfristig Ersatz für russische Gaslieferungen?

Als Ersatz für den Ausfall russischer Gaslieferungen kämen Norwegen und die Niederlande in Frage. Allerdings müssten beide Länder dafür auch deutlich mehr produzieren und über die bestehenden Pipelines nach Deutschland liefern. Im Falle der Niederlande scheinen die dafür notwendigen Produktionskapazitäten derzeit jedoch beschränkt zu sein.

Eine weitere Alternative wäre verflüssigtes Erdgas (LNG), für dessen Umwandlung in normales Erdgas und Einspeisung in das deutsche Netz Deutschland selbst aber noch kein Terminal hat. Hier könnten die noch freien Kapazitäten in den Niederlanden und Belgien stärker als bislang genutzt werden.

Im vergangenen Jahr erreichten die LNG-Importe von Belgien, Großbritannien, Italien, den Niederlanden und Frankreich, also in den fünf Ländern, die grundsätzlich für einen Ersatz russischer Lieferungen in Frage kommen (anders als Spanien und Portugal, die nicht mit dem Gaspipelinesystem in Mitteleuropa verbunden sind), 28 Mrd. cbm. In ganz Europa beliefen sich die LNG-Importe 2013 auf 52 Mrd. cbm. Beides ist weitaus weniger als noch im Jahr 2011. Damals lagen die LNG-Importe Europas bei 90 Mrd. cbm, und die der relevanten fünf „Kompensationsländer“ bei 56 Mrd. cbm. Die Differenz zwischen den existierenden LNG-Importkapazitäten der 5 Länder von etwa 110 Mrd. cbm und ihren aktuellen LNG-Importen ist also merklich gestiegen. Erreichten die freien Kapazitäten 2011 „nur“ gut 50 Mrd. cbm, waren es 2013 über 80 Mrd. cbm.

Angesichts dessen könnten für Deutschland insgesamt über die LNG-Terminals über Rotterdam und Belgien wohl 45 Mrd. cbm eingeführt werden, um die Angebotslücke für 5 Monate zu decken. Dies würde allerdings zu Lasten des Angebots in Asien gehen und zu massiv höheren LNG-Preisen führen. Der südostasiatische Gaspreis ist derzeit etwa doppelt so hoch wie der europäische. Trotz konstruktiver Signale von US-Präsident Obama dürfte es noch Jahre dauern, bis die USA LNG in größerem Umfang exportieren können.

Im Durchschnitt werden rund 10% der Erdgasimporte zur Stromerzeugung verwendet. Ein Ausfall russischer Lieferungen könnte leicht durch bestehende Überkapazitäten bei den Kohlekraftwerken ersetzt werden, aber auch durch (Atom-) Strom aus dem Ausland. Im Kraftwerkssektor verlore Erdgas insbesondere gegenüber der Kohle weiter; diese legte schon davor anteilig zu.

Im Wärmesegment träfe es auch viele Privathaushalte mit Gasheizung, da diese kurzfristig nicht substituieren können. Auf höhere Gaspreise und je nach Dauer eventuell auch auf Versorgungsschwierigkeiten dürften sie gleichwohl mit Verhaltensänderungen reagieren, die den Gasbedarf mindern, z.B. mittels geringeren Heizgraden und/oder -zeiten.

Entscheidend werden letztlich die in Europa gelagerten Gasvorräte sein. Die gesamte Lagerkapazität liegt bei rund 100 Mrd. cbm. Aufgrund des ungewöhnlich milden Winters 2013/14 sind die Lager derzeit nahezu vollständig gefüllt. Die russischen Gaslieferungen nach Europa lagen im Jahr 2013 bei 162,7 Mrd. cbm, dies entsprach rund 25% des jährlichen Gasbedarfs bzw. 32% des Importvolumens. Deutschland verfügt über Gaslagerstätten im Umfang von rund 23 Mrd. cbm und importierte 2013 Erdgas aus Russland im Umfang von 38% des jährlichen Gasverbrauchs. Dies bedeutet, dass, selbst unter Berücksichtigung der saisonal höheren Nachfrage im Winterhalbjahr – deren Ausgleich die eigentliche Funktion der Gasspeicher ist –, die Gasvorräte einen Lieferstopp Russlands für rund 5 Monate kompensieren könnten.



## Technische Komplikationen in der Versorgung?

Sorgen könnte auch unsere Erdgasinfrastruktur bereiten. Generell sind die europäischen Märkte für Erdgas und Elektrizität immer noch unvollständig integriert, was einen Ausgleich zwischen den Ländern erschwert. Vor diesem Hintergrund könnte auch unsere Rechnung zur Reichweite der europäischen Erdgaslager zu optimistisch sein. Die deutschen Gasnetze sind auf die Lieferströme aus Russland ausgelegt. Große Gasmengen kommen über die neue Nord-Stream-Leitung in Norddeutschland und über die Ukraine-Pipeline in Bayern an. Große Lieferausfälle aus Russland ändern die Strömungsverhältnisse. So könnte es selbst bei größeren Mengen aus Holland und/oder Norwegen zu Druckabfällen in Bayern kommen, die die Versorgung von Abnehmern dort erschweren könnten.

## Unterschiedliche Mechanismen der Preisanpassung relevant

Die Lieferunterbrechungen trafen die Marktteilnehmer auf der Preisseite nicht gleich, da sie bis dato recht unterschiedliche Verträge präferieren.

- Die Gasimporteure zählen zu den potentiell Hauptbetroffenen, wobei allerdings die jeweilige Ausgestaltung der Importverträge mit Russland geheim ist. In der Regel haben sie bereits die eigentlich zu erwartenden Gasmengen an die Stadtwerke/Industrie verkauft. Liefert Russland nicht, müssen sie sich bei anderen Lieferanten (z.B. Norwegen) oder an der Börse – zu höheren Preisen – eindecken, sind aber auf der Absatzseite an ihre bereits vereinbarten Preise gebunden. Haben die Großimporteure in ihren Verträgen sogenannte „Force Majeure-Klauseln“ (für den Fall höherer Gewalt) vereinbart, trafe dies weniger zu.
- Für große Industriekunden sind Month-ahead-Verträge gängig. Üblicherweise wird der Marktpreis TTF (Holland) für Kontinentaleuropa genutzt. Die Großkunden sähen sich deshalb recht bald einem Preisanstieg ausgesetzt.
- Im deutschen Mittelstand sind Festpreise für ein oder zwei Jahre typisch. Damit schützen sich die Mittelständler gegen Preisrisiken, die nichts mit ihrem Kerngeschäft zu tun haben. Insofern sind sie gegenüber einem raschen Gaspreisanstieg auf einige Zeit abgesichert.
- Allerdings würde die Eigenstromversorgung vieler Industrieunternehmen, sofern sie auf Gas basiert, „entwertet“.
- Bei den privaten Haushalten ist zu differenzieren: Für typische Wechsler (also sehr preisbewusste Haushalte) sind Verträge mit festem Jahrespreis üblich. Das heißt, dass auch sie gegenüber einem raschen Gaspreisanstieg je nach Ausgestaltung ihres Vertrags über eine gewisse Zeit „abgesichert“ sind. Anders die Nicht-Wechsler: Für sie sind anpassbare Tarife mit zumeist mindestens sechs Wochen Vorlauf üblich. Allerdings haben die Endkunden (also auch die sog. Nicht-Wechsler) die Möglichkeit, im Falle von Preisanpassungen zu kündigen. Damit existiert für die Lieferanten, im Falle der Privathaushalte oft die Stadtwerke, das Risiko, dass die bisherigen Kunden nach Alternativen suchen und gegebenenfalls wechseln.
- Für Russland kritisch ist die Tatsache, dass wieder Preisrevisionstermine anstehen (z.B. am 1.10.). Langfristige Exportverträge von Gazprom hängen mit einem speziell berechneten Preis einer ganzen Palette an Ölprodukten zusammen. Deswegen wirkt sich deren Preisentwicklung unmittelbar auf den Gaspreis aus. Eigentlich möchte Russland die Ölpreisbindung fortsetzen. Was aber, wenn nun – auch durch seine Lieferunterbrechung – eigentlich höhere Preise möglich wären?

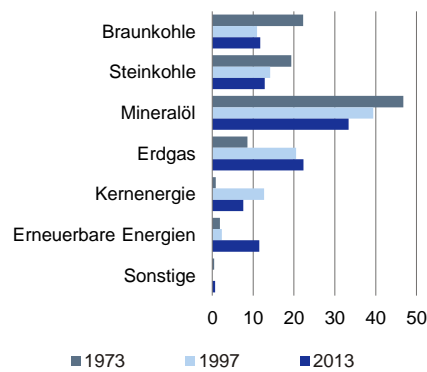


## Fall 1: Totaler Lieferstopp an die Ukraine – Deutschland als Kollateralschaden

Erdgas wurde für Deutschland immer wichtiger

5

Anteile am Primärenergieverbrauch, in %

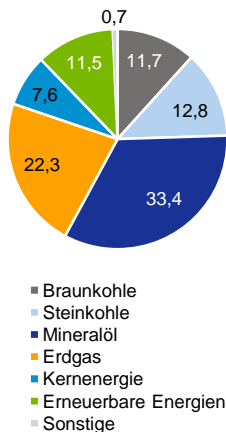


Quelle: AG Energiebilanzen

Deutscher Energieverbrauch basierte zuletzt zu 22% auf Erdgas

6

Anteile am Primärenergieverbrauch, in %, 2013



Quelle: AG Energiebilanzen

Früher barg ein totaler Gaslieferstopp gegenüber der Ukraine für Westeuropa größere Risiken als heute. Für Russland hat die Ukraine nämlich als Gastransitland merklich an Bedeutung eingebüßt. Exportierte Russland in den 1990er Jahren noch 93% seiner gesamten Erdgasausfuhr über die Ukraine nach Europa, werden es 2014 – hauptsächlich dank der Inbetriebnahme der Nord-Stream-Pipeline – höchstens noch 50% sein. Da technisch nicht zwischen Lieferungen an die Ukraine und den Transit durch die Ukraine differenziert werden kann, würde ein Lieferstopp gegenüber der Ukraine de facto bedeuten, dass die russischen Gasexporte nach Europa um 50% sinken.

Die Preiseffekte eines Ausfalls der Gaslieferungen aus Russland in einer solchen Größenordnung sind nahezu unmöglich abzuschätzen. Dies liegt zum einen an den Substitutionsmöglichkeiten, deren technische und preisliche Parameter (LNG-Terminals, CO<sub>2</sub>-Zertifikate etc.) sich in den letzten Jahren erheblich verändert haben. Zum anderen sind die Gasspeicher – zumindest in Deutschland – weitgehend in der Hand von privaten Unternehmen, was die Prognose über ein mögliches Einspeiseprofil erschwert.

Eine Konsequenz einer 50%igen Gaslieferkürzung für Deutschland wäre womöglich ein Gaspreisanstieg um etwa ein Viertel. Damit würde sich der Gaspreis in Europa dem in Asien stark annähern, so dass Lieferumlenkungen nach Europa preislich attraktiv wären.

Natürlich dürfte eine derart massive Verteuerung zu einer Einschränkung der Nachfrage führen – zumindest in den Bereichen, die über Substitutionsmöglichkeiten verfügen. Allerdings könnten auch private Haushalte durch eine Reduktion der durchschnittlichen Zimmertemperatur etc. ihre Nachfrage in Grenzen anpassen.

Allerdings dürften Substitutionen zu höheren Preisen bei den Substituten Kohle und Öl führen. Die Steinkohlepreise sind derzeit weltweit auf sehr niedrigem Niveau und auch der Ölpreis liegt derzeit rund 10% unter seinem Vorjahresniveau. Beide Rohstoffpreise dürften zwar steigen, der Anstieg sich aber in engen Grenzen halten, da einerseits die Substitution zwischen Erdgas und Öl bzw. Steinkohle (insbesondere auf kurze Sicht) begrenzt ist, und andererseits die wohl in diesem Szenario vor allem über Vertrauenseinbrüche zu erwartende schwächere Konjunktur in Europa und deren Auswirkungen auf die Weltwirtschaft dämpfend wirken dürfte.

Der von uns in diesem Szenario unterstellte 25%ige Erdgaspreisanstieg würde einschließlich der Effekte auf andere Energieträger die Energiepreise in Deutschland insgesamt um 10% bis 15% nach oben treiben. Dies würde die Inflation um 1 bis 1 ½ Prozentpunkte erhöhen und entsprechend die Realeinkommen dämpfen. Ob die privaten Haushalte dies durch eine niedrigere Sparquote kompensieren würden, ist angesichts der dann wohl steigenden Unsicherheiten wenig plausibel. Die durch die Gaspreiserhöhung ausgelösten direkten Wachstumsverluste sind somit für die deutsche Konjunktur durchaus verkraftbar, könnten sich aber erhöhen, wenn das Vertrauen noch stärker einbrechen sollte. Die größten Verluste sollten in diesem Szenario bei den großen Gasversorgern anfallen.

## Fall 2: Lieferstopp Richtung Europa trifft Deutschland und Russland

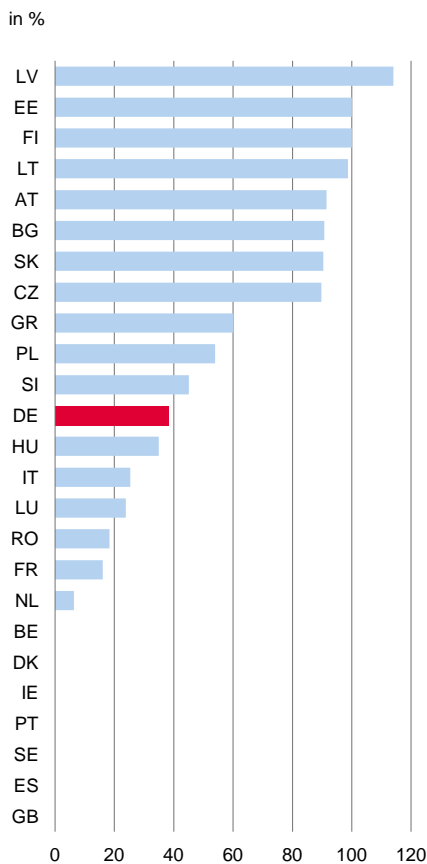
Für Russland wäre ein 100%iger Gaslieferstopp nach Europa gleichzusetzen mit einem völligen Stopp weltweit. Denn von den russischen Erdgasexporten gehen 24% nach Ost- und 76% nach Westeuropa. Deutschland nimmt 24% und



## Ausblick Deutschland

Russlands Importanteile am jeweiligen Erdgasverbrauch des Landes in 2012

7



Quellen: IEA/OECD/DIW

damit die größte Menge ab. Umgekehrt deckte Russland 2013 38% des Gasverbrauchs in Deutschland; also mehr als die Niederlande, Norwegen und Großbritannien. Die Gasimportabhängigkeit Deutschlands (88% des Verbrauchs) liegt über der der EU (65%). In Europa stieg die Importquote in der letzten Dekade auch wegen der gesunkenen Eigenproduktion.

In diesem extremen „Szenario II“ wäre Russland (wie schon jetzt) der eigentlich Hauptleidtragende – und dies nicht nur für die Betrachtungsperiode. Denn würde Russland eine derart gesamtpolitisch beeinflusste Energiepolitik betreiben, also quasi „Gas als Waffe“ missbrauchen, hätte es sicherlich den „Kredit“ für seine Zuverlässigkeit über Jahre, vielleicht sogar Dekaden, verspielt. Und dies zusätzlich zu der Tatsache, dass Russland seine „neue Energiepolitik“ in besonderem Maße gesamtwirtschaftlich selbst belasten würde. Immerhin entspricht der Handel mit Energieerzeugnissen in Russland einem Viertel des BIP, der Hälfte der Staatseinnahmen und zwei Drittel des Exports.

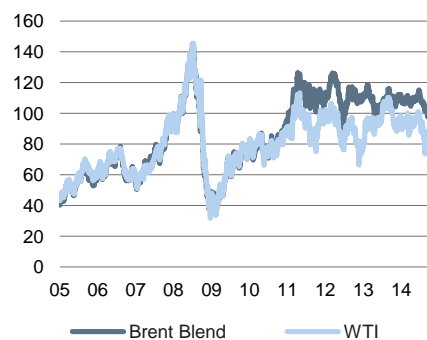
Nach einem Simulationsmodell für den Gasmarkt des EWI<sup>15</sup>, das eine Gaslieferunterbrechung Russlands ab November 2014 unterstellt, ist die Gasversorgung für Deutschland für die ersten fünf Monate noch gesichert. Das heißt, dass „erst“ ab April 2015 auch für Deutschland Gaslieferengpässe drohen. Dieses Ergebnis fußt auf drei wichtigen Prämissen, die insgesamt recht plausibel erscheinen: 1. wird mit vollen Gasspeichern Anfang November 2014 gerechnet (dies erscheint realistisch, da die Gasspeicher schon jetzt sehr voll sind) und zudem eine reduzierte Füllung 2015 unterstellt. 2. Europa wird 45 Mrd. cbm LNG mehr importieren als 2013 (könnte trotz aller Vorbehalte – auch seitens des Instituts – doch klappen, da der LNG-Markt sich zuletzt etwas entspannte). 3. ein normaler Winter wird unterstellt (diese Annahme birgt Risiko und Chance).

Eine Abschätzung der Preiswirkungen eines Lieferstopps Russlands ist mit noch wesentlich höheren Unsicherheiten behaftet als im Falle nur einer 50%igen Einschränkung der Liefermenge (wie im vorangegangenen Szenario beschrieben), da in diesem Fall die Prozesse und Reaktionen wohl kaum linear verlaufen dürften. Daher haben wir in unserem zweiten Szenario angenommen, dass sich der Gaspreis um 75% erhöht, und es auch bei den anderen Energieträgern zu einem entsprechend kräftigeren Preisanstieg kommt. Insgesamt unterstellen wir in diesem Szenario einen Anstieg der Energiepreise um 50%, was in Deutschland zu einem Inflationsschub von rund 5 Prozentpunkten und einem entsprechenden Rückgang der Realeinkommen führen würde. Der anfängliche Preiseffekt würde sich durch den Einbruch der Nachfrage zwar wieder abschwächen, eine Rezession wäre in diesem Szenario jedoch kaum zu vermeiden.

## Ölpreis

8

USD/Barrel



Quelle: Global Insight

## Welche Risiken noch drohen, falls es doch zu Lieferunterbrechungen kommt

Aus unserer Sicht sicherlich das größte Risiko wäre ein scharfer Wintereinbruch im ersten Quartal 2015, der sich zudem nicht nur auf wenige Tage beschränke. In so einem Fall wäre die Versorgungssicherheit in vielen Ländern in Europa gefährdet, und auch in Deutschland würden die Gasvorräte schneller abgebaut werden. Ein weiteres Risiko ist, dass die Krise sich noch länger hinschleppt, also über 9 Monate, 1 Jahr oder noch länger erstreckt. Nicht auszuschließen sind auch Extremfälle aufgrund des kombinierten Eintritts von Risiken, z.B. ein extrem kalter Winter und überdies eine zeitlich sehr ausgedehnte Phase des Gaslieferstopps. Deutschland – und freilich auch der Rest Europas – wären dann noch stärker betroffen und herausgefordert. Nicht zuletzt drängen sich Allokationsfragen auf: Wie soll die neue Knappheit aufgeteilt werden? Werden

<sup>15</sup> Zu Details vgl. Institute of Energy Economics (2014). An Embargo of Russian Gas and Security of Supply in Europe. Köln. 8. September.



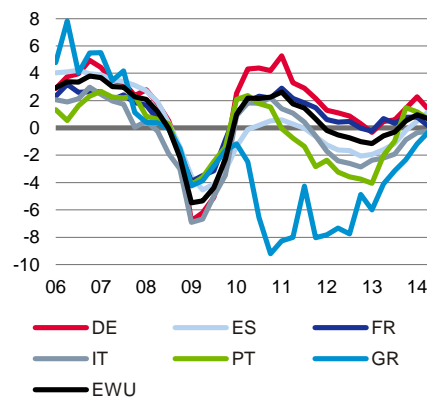
die Privathaushalte wirklich vorrangig bedient? Oder werden beispielsweise aus volkswirtschaftlichen Beweggründen (und eine gewisse Flexibilität der Politik unterstellt) doch Wirtschaftsunternehmen und/oder Gaskraftwerke begünstigt? Auch die Allokation in Europa dürfte nicht allein dem Markt überlassen bleiben. Kann Deutschland sich also dank seiner relativ hohen Kaufkraft von den wirtschaftlich schwächeren europäischen Ländern/Regionen (im Osten und Süden) abkoppeln? Oder wird die europäische Solidarität ihren Preis haben, wenn z.B. West- und Osteuropa (sofern die Gasinfrastruktur dies technisch ermöglicht) eine gewisse „Gleichverteilung“ der Mengen und damit Risiken anstreben? Überdies drängen sich viele Fragen bezüglich der Haftung für den Eintritt der Risiken auf. So ist nicht zuletzt für die deutschen Gasimporteure fraglich, wer (und in welcher Höhe) für die Nichtbedienung der für deutsche Gasimporte aus Russland typischen Langfristkontrakte haftet? Auf einer ganz anderen Ebene, aber eben doch betroffen, sind die deutschen Privatkunden: Wer haftet im Falle der (teil- bzw. zeitweisen) Nichtbedienung ihrer Gaslieferverträge mit den heimischen Gaslieferanten?

### Belastung trifft Eurolandkonjunktur in einer noch immer fragilen Phase

EWU: Wirtschaftswachstum

9

Reales BIP, % gg.Vj.



Quelle: Eurostat

Gaslieferkürzungen mit entsprechenden Preiseffekten würden die Konjunktur in der Eurozone in einer noch immer fragilen Phase treffen. Zwar hat die Eurozone die jüngste Rezession überwunden, die Wachstumsdynamik ist allerdings mit Blick auf die strukturellen Probleme (u.a. Überschuldung) immer noch sehr schwach und keinesfalls stabil. In unserem Szenario eines russischen Lieferstopps an die Ukraine wäre wohl ein erneuter Rückfall der Eurozone in die Rezession kaum zu vermeiden und eine Stagnation der deutschen Wirtschaft sehr wahrscheinlich.

Würde Russland einen totalen Lieferstopp gegenüber Europa ergreifen, wäre ein tiefer Absturz der Eurolandwirtschaft zu erwarten. In diesem Falle wäre auch in Deutschland mit einer Rezession zu rechnen. Eine erneute Rezession in der Eurozone hätte über den Handels- und insbesondere Vertrauenskanal auch spürbar dämpfende Effekte auf die Weltwirtschaft. In unserem Basisszenario ohne Lieferunterbrechungen, allerdings mit zunehmenden geopolitischen Risiken mit dämpfenden Wirkungen auf das Vertrauen, rechnen wir im laufenden Jahr mit einem Wirtschaftswachstum der Eurozone insgesamt von etwa ¾%, das im kommenden Jahr auf 1% zunimmt. Für Deutschland gehen wir in unserem Basisszenarium für 2014 und 2015 von einer Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukt von jeweils 1 ½% aus.

Josef Auer (+49 69 910-31878, josef.auer@db.com)



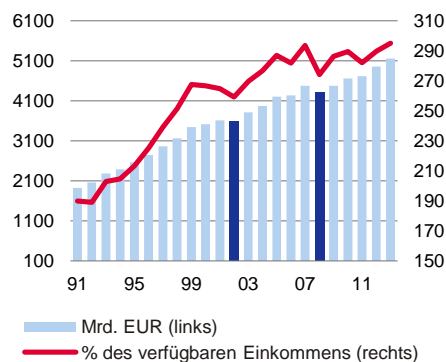


## Anlageverhalten privater Haushalte: Weiter auf Nummer sicher

- Das Finanzvermögen der privaten Haushalte ist im vergangenen Jahr um fast EUR 200 Mrd. gestiegen und hat bis Ende März 2014 um weitere EUR 55 Mrd. auf EUR 5.200 Mrd. oder dem Dreifachen der verfügbaren Einkommen zugelegt. Dabei ging die Erhöhung der Finanzvermögen zu fast einem Viertel auf Aktienkursgewinne, der Rest auf Neuanlagen aus laufender Ersparnis zurück.
- Auf den ersten Blick scheinen die Haushalte risikofreudiger geworden zu sein. So ist der Anteil direkt gehaltener Aktien auf zuletzt knapp 6% gestiegen.
- Eine tiefer gehende Analyse zeigt aber, dass der Anstieg nur auf Kursgewinne zurückzuführen ist. Die privaten Haushalte haben im vergangenen Jahr sogar Aktien im Umfang von fast EUR 6 Mrd. verkauft, nachdem sie schon im Jahr 2012 ihre Aktienposition um EUR 3,5 Mrd. verringert hatten.
- Private Haushalte gehen bei ihrer Vermögensanlage weiter auf Nummer sicher.
- Mit Blick auf die aktuelle Aktienmarktentwicklung sind Kursgewinne wie im vergangenen Jahr nicht zu erwarten. Entsprechend rechnen wir bei den privaten Finanzvermögen im laufenden Jahr nur mit einem Anstieg von etwa EUR 150 Mrd. auf EUR 5.300 Mrd. Damit bleibt die Relation zu den verfügbaren Einkommen nahezu unverändert bei 295%.

### Finanzvermögen privater Haushalte 1

Mrd. EUR (links), % des verfügbaren Einkommens (rechts)



Quelle: Deutsche Bundesbank

### Vermögensbildung privater Haushalte und ihre Finanzierung 2

	2013 Mrd. EUR
<b>Mittelaufkommen</b>	
Ersparnis	174,2
Vermögensübertragungen	2,3
Kreditaufnahme	11,8
<b>Verfügbare Mittel</b>	<b>188,3</b>
<b>Mittelverwendung</b>	
Sachvermögensbildung*	40,6
Finanzvermögensbildung	147,7

\* Sachvermögen = Immobilien, Baulandvermögen, langlebige Wirtschaftsgüter etc.

Quelle: Deutsche Bundesbank

### Finanzvermögen: Nahezu kontinuierlicher Anstieg auf EUR 5.200 Mrd.

Das Finanzvermögen der privaten Haushalte ist im vergangenen Jahr um fast EUR 200 Mrd. gestiegen und hat auch im 1. Quartal 2014 weiter um fast EUR 55 Mrd. zugenommen. Damit verfügen die privaten Haushalte über ein Finanzvermögen im Umfang von EUR 5.207 Mrd., was nahezu dem Dreifachen ihrer verfügbaren Einkommen entspricht. Nach der Wiedervereinigung betrug das Finanzvermögen lediglich EUR 1.900 Mrd. oder 190% der verfügbaren Einkommen. Zur kräftigen Ausweitung der Finanzvermögen seit Anfang 2013 trugen neben Neuanlagen in Höhe von fast EUR 200 Mrd. auch Kursgewinne bei Aktien von EUR 50 Mrd. bei.

Der nahezu kontinuierliche Anstieg der privaten Finanzvermögen überrascht nicht mit Blick auf die Sparquote der privaten Haushalte, die seit 1991 im Schnitt knapp 11% betrug und am aktuellen Rand bei rund 10% liegt. Im vergangenen Jahr sparten die privaten Haushalte EUR 174 Mrd., erhielten Vermögensübertragungen im Umfang von gut EUR 2 Mrd. und nahmen Kredite über EUR 12 Mrd. auf. Damit standen den Haushalten Mittel in Höhe von EUR 188 Mrd. zum Kauf von Sach- bzw. Finanzvermögen zur Verfügung. Die Haushalte erwarben Sachvermögen, u.a. Immobilien und langlebige Wirtschaftsgüter, im Umfang von gut EUR 40 Mrd., EUR 148 Mrd. flossen in die Finanzvermögensbildung.

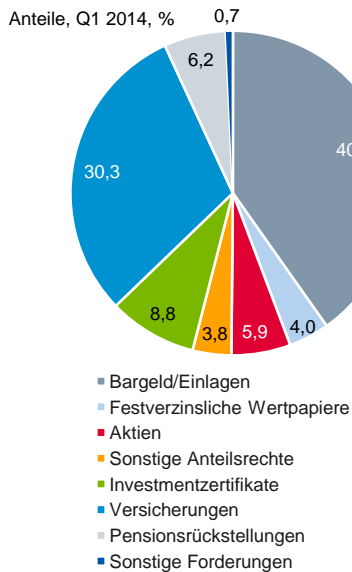
Lediglich in zwei Jahren, 2002 und 2008, waren die privaten Finanzvermögen gesunken, da die Neubildung aus den Ersparnissen die Wertverluste bei Aktien- und Investmentzertifikaten nicht ausgleichen konnte. 2002, nach dem Platzen der New Economy Blase, und 2008, im Zuge der Finanzkrise, brachen die Aktienkurse dramatisch ein und führten beim privaten Aktien- sowie Investmentzertifikatvermögen zu insgesamt Verlusten in Höhe von EUR 155 Mrd. (2002) bzw. fast EUR 250 Mrd. (2008), denen Finanzvermögensneubildungen von lediglich EUR 117 Mrd. bzw. EUR 122 Mrd. gegenüberstanden.



## Ausblick Deutschland

### Struktur der Finanzvermögen privater Haushalte

3



Quelle: Deutsche Bundesbank

### Finanzvermögen: Konzentriert auf Bargeld und Einlagen sowie Versicherungen

Private Haushalte halten gut 40% ihres Finanzvermögens in Form von Bargeld und risikolosen Anlageklassen bzw. Vermögensarten mit sehr geringem Risiko, wie z.B. Einlagen bei Finanzinstituten. Gut die Hälfte davon entfällt auf Spareinlagen, Sparbriefe und Termineinlagen. Darüber hinaus sind gut 30% des Finanzvermögens in Versicherungen angelegt. Versicherungen sind somit weiter des Deutschen liebstes Kind. Risiko-tragende Vermögensteile (festverzinsliche Wertpapiere, Aktien, sonstige Anteilsrechte und Investmentzertifikate) haben dagegen lediglich einen Anteil von 22,6%.

### Sind die privaten Haushalte wieder risikofreudiger?

Ein erster Blick auf die Entwicklung der Struktur der Finanzvermögen zeigt ein zunächst überraschendes Bild. So ist der Anteil des direkt gehaltenen Aktienvermögens – auch zuletzt – weiter auf fast 6% gestiegen und hat damit nahezu die Hälfte des Rückgangs im Gefolge der Finanz- und Eurokrise wieder gutgemacht. Deutsche Haushalte scheinen somit wieder risikofreudiger geworden zu sein, was im Gegensatz zu den Ergebnissen unserer Analyse vor rund einem Jahr steht, als wir noch eine steigende Risikoaversion bei den privaten Haushalten in Deutschland festgestellt hatten.<sup>16</sup>

### Aktienvermögen privater Haushalte

4

#### Direkt gehaltene Aktien, % Finanzvermögen



Quelle: Deutsche Bundesbank

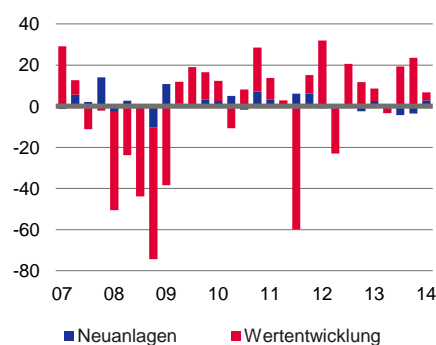
### Nein, direkt gehaltene Aktien wurden abgebaut

Allerdings ist obige These bei näherer Betrachtung nicht haltbar. So geht die höhere Aktienquote nur auf eine aus der guten Aktienkursentwicklung resultierende Wertsteigerung zurück. So hat der DAX von Ende 2011 bis Ende März 2014 um gut 66% zugelegt. Netto haben die privaten Haushalte im vergangenen Jahr Aktien im Wert von knapp EUR 6 Mrd. verkauft, nachdem sie schon im Jahr 2012 ihre Aktienposition um EUR 3,5 Mrd. verringert hatten. Dies spiegelt die trotz der günstigen Arbeitsmarkt- und Einkommensentwicklung anhaltend hohe Risikoaversion der Haushalte sowie mögliche Gewinnmitnahmen angesichts begrenzter Erwartungen weiterer Kursgewinne wider.

### Beiträge zur Veränderung des Aktienvermögens privater Haushalte

5

#### gg. Vq., Mrd. EUR



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Sind die Anleger vielleicht auf Aktienfonds umgestiegen?

Freilich bilden die von uns verwendeten Zahlen der Bundesbank nur den direkten Aktienbesitz der privaten Haushalte ab. So könnten Haushalte indirekt über Aktienfonds in Aktien investiert haben. Tatsächlich haben die Haushalte im Jahr 2013 über EUR 20 Mrd. neu in Investmentzertifikate angelegt, zu denen auch Aktienfonds gehören. Dies war nach 2005 (EUR 17,7 Mrd.) und 2010 (EUR 10 Mrd.) der erste substanzielle Zufluss in diese Kategorie seit Mitte der 2000er Jahre, während in den anderen Jahren hohe Abflüsse, die insgesamt fast EUR 100 Mrd. erreichten, dominierten. Die Bundesbank gliedert diese Assetklasse in ihrer Statistik allerdings nicht weiter auf. Die Vermögensrechnung weist nur die Bestände und Neuanlagen in Investmentzertifikate insgesamt aus, die Neuanlagen in Aktienfonds sind aus dieser Statistik nicht ersichtliche.

Alternative Daten aus der Fondstatistik des BVI (Bundesverband Investment und Asset Management) bzw. der Statistik über die Investmentgesellschaften der Bundesbank beziehen sich zwar auf das insgesamt von der deutschen In-

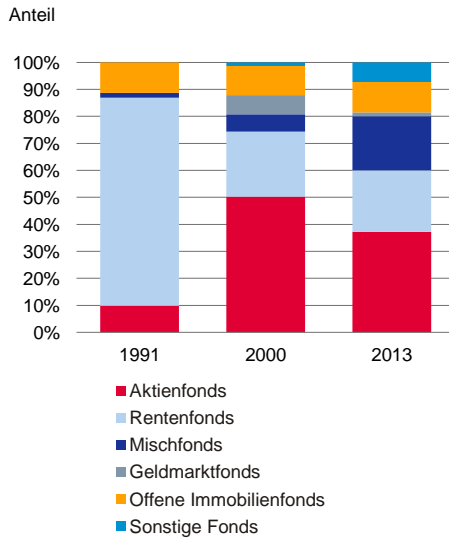
<sup>16</sup> Vgl. Gräf, B., O. Rakau (2013). Anlageverhalten deutscher Haushalte: Risikoaversion im Zuge der Finanzkrise merklich gestiegen. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. Ausblick Deutschland. 2. September 2013.



## Ausblick Deutschland

Struktur der Publikumsfonds

6



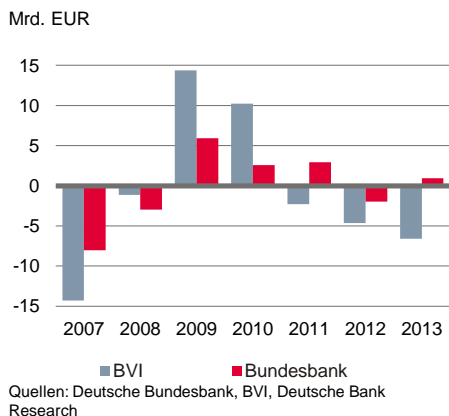
vestmentbranche verwaltete Vermögen bzw. auf die von inländischen Kapitalanlagegesellschaften und Investmentaktiengesellschaften gebildeten Fonds. Damit umfassen sie nicht nur die Fondsvermögen der inländischen privaten Haushalte, sondern auch der Unternehmen und der ausländischen Anleger. Die in den Statistiken dargestellten Entwicklungen sollten aber dennoch valide Rückschlüsse auf das Anlageverhalten der deutschen Haushalte zulassen, denn trotz der unterschiedlichen absoluten Niveaus zeigen die Gesamtsummen der in Publikumsfonds bzw. Investmentzertifikate investierten Gelder laut der drei Quellen sehr ähnliche Entwicklungen.

### Gut ein Drittel des Fondsvermögens steckt in Aktienfonds

Während Anfang der 1990er Jahre Rentenfonds mit einem Anteil am Fondsvermögen von 80% dominierten, sind es derzeit Aktienfonds. Nach den BVI-Statistiken werden 37% des verwalteten Fondsvermögens in Aktienfonds gehalten. Im Jahr 2000, dem Höhepunkt der Dotcom-Blase, waren es sogar 50%. Die klassischen Rentenfonds haben seit etwa Anfang der 2000er Jahre einen Anteil von rund einem Viertel, und auch offene Immobilienfonds haben ebenfalls einen relativ stabilen Anteil von rund 10% am Fondsvermögen. Verschwindend gering ist dagegen der Anteil der in Geldmarktfonds gehaltenen Mittel (knapp 1,5%), was angesichts der negativen kurzfristigen Zinsen nicht überrascht. Nach der Einführung der Geldmarktfonds Mitte der 1990er Jahre bis zum Ausbruch der Finanzkrise lag ihr Anteil am Fondsvermögen bei einer realen Verzinsung von durchschnittlich knapp 2% zwischen 10 und 15%.

Mittelaufkommen bei Aktienfonds

7



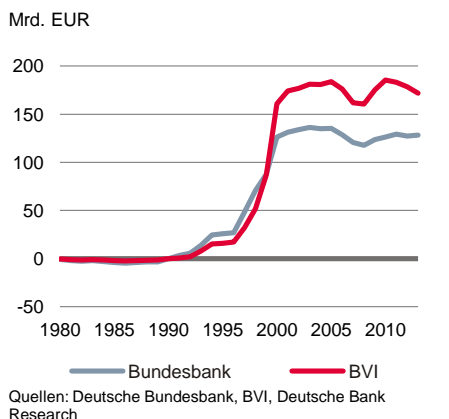
### Anleger haben auch Aktienfonds gemieden!

Sowohl die BVI- als auch die Bundesbank-Daten deuten nicht auf ein verstärktes Interesse deutscher Privatanleger an Aktienfonds hin. Laut Bundesbank flossen den Aktienfonds 2013 magere EUR 925 Mio. netto neu zu; laut BVI flossen sogar EUR 6,6 Mrd. aus in Deutschland verwalteten Aktienfonds ab. Auch in den Vorjahren zeigt sich ein ähnliches Bild: Für die letzten drei Jahre ergeben sich nach der BVI-Statistik kumulierte Abflüsse in Höhe von über EUR 13 Mrd., während die Bundesbank einen kumulierten Zufluss von weniger als EUR 2 Mrd. zeigt.

Geht man einen Schritt weiter und summiert alle Nettozuflüsse in Aktienfonds dann zeigen beide Quellen, dass die deutschen Privatanleger nach der Dotcom-Blase Anfang der 2000er die Lust an Aktieninvestments in Form von Fonds verloren haben. In dieser Zeit – also über fast 15 Jahre hinweg – stagnierte die investierte Summe in etwa.

Kumulierte Zuflüsse in Aktienfonds

8



### Private Haushalte gehen weiter auf Nummer sicher

Private Haushalte gehen bei der Anlage ihrer Ersparnisse weiter auf Nummer sicher. Ihr Anlageverhalten ist unverändert von einer im internationalen Vergleich sehr hohen Risikoaversion geprägt. Während deutsche Haushalte Vermögen in Form direkt gehaltener Aktien in den letzten beiden Jahren um insgesamt gut EUR 9 Mrd. abgebaut haben, haben spanische Haushalte trotz Rezession und eines angesichts einer Arbeitslosenquote von rund 25% katastrophalen Arbeitsmarkts in dieser Zeit netto gut EUR 30 Mrd. in Aktien investiert. Seit 2008 haben spanische Haushalte mit insgesamt EUR 50 Mrd. fast doppelt so viel in Aktien investiert wie deutsche, obwohl ihr verfügbares Einkommen nur gut einem Drittel des deutschen entspricht. Zudem ist der Anteil direkt gehaltener Aktien am Finanzvermögen von spanischen Haushalten mit fast 23% fast viermal so hoch wie in Deutschland.

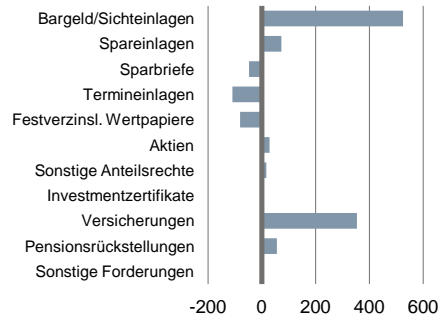


## Ausblick Deutschland

### Finanzvermögenseubildung privater Haushalte

9

Q3 2008 bis Q1 2014, Mrd. EUR  
Insgesamt: knapp EUR 820 Mrd.



Quelle: Deutsche Bundesbank

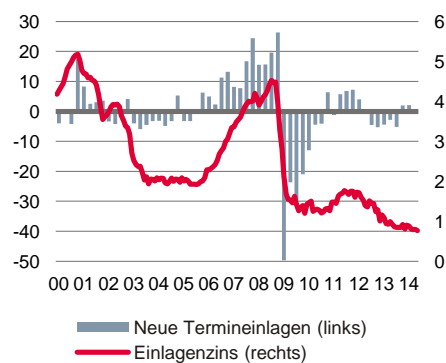
Doch nicht nur die geringen Mittelzuflüsse in Aktien verdeutlichen die hohe Risikoaversion deutscher Haushalte, alle anderen risikotragenden Anlageinstrumente wurden gemieden. Seit dem Ausbruch der Finanzkrise bis Ende März 2014 legten die Haushalte insgesamt fast EUR 820 Mrd. neu an. Davon entfielen EUR 525 Mrd. oder 64% auf Bargeld und Sichteinlagen bei Finanzinstituten und gut EUR 350 Mrd. in Versicherungen, was teilweise auch auf Umschichtungen aus anderen Anlageklassen zurückging.

Seit Ausbruch der Finanzkrise haben die privaten Haushalte insgesamt EUR 47 Mrd. bei den Sparbriefen und sogar fast EUR 110 Mrd. bei den Termineinlagen abgezogen. Offensichtlich fühlten sich die Haushalte für die Aufgabe der jederzeitigen Verfügbarkeit durch die dramatisch gesunkenen Zinsen nicht mehr ausreichend kompensiert und haben diese Anlageformen zugunsten von Bargeld und Sichteinlagen bei Finanzinstituten abgebaut.

### Termineinlagen privater Haushalte & Einlagenzins

10

Mrd. EUR (links), % (rechts)



Quellen: Deutsche Bundesbank, EZB

## Flacherer Anstieg der Finanzvermögen zu erwarten

Bei der von uns im laufenden Jahr erwarteten Entwicklung der verfügbaren Einkommen von gut 2 ½% stehen den privaten Haushalten bei einer unveränderten Sparquote von 10% EUR 178 Mrd. an Ersparnissen zur Vermögensbildung insgesamt (Sach- und Finanzvermögen) zur Verfügung. Unter Berücksichtigung der Kreditaufnahme sowie der Sachvermögensbildung rechnen wir damit, dass 2014 rund EUR 150 Mrd. in die Finanzvermögenseubildung fließen, was in etwa der Größenordnung des Vorjahres entspricht. Bei der Aufteilung der Mittel könnten angesichts der zum Jahresbeginn 2015 beschlossenen Senkung des Garantiezinses von derzeit 1,75% auf 1,25% vor allem Versicherungen von Vorzieheffekten profitieren, wie sie schon bei den drei Garantiezinssenkungen von 4% im Jahr 2000 auf 2,25% im Jahr 2007 zu beobachten waren.

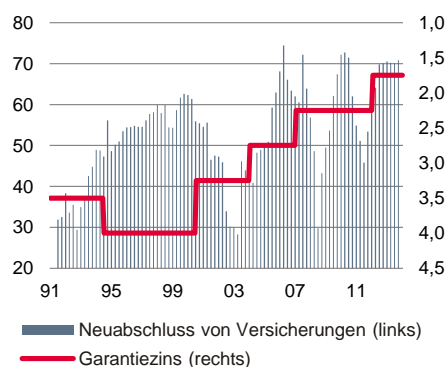
Ein Blick auf die Aktienmarktentwicklung lässt nichts Gutes erwarten. So liegt der DAX derzeit leicht unter seinem Jahresendniveau von 2013, so dass der Wert des Aktienvermögens der privaten Haushalte leicht sinken dürfte.

Insgesamt halten wir zwar eine weitere Erhöhung der privaten Finanzvermögen im laufenden Jahr für wahrscheinlich, diese dürfte aber flacher als im Vorjahr ausfallen. Gegen Ende 2014 rechnen wir daher mit einem Finanzvermögen von rund EUR 5.300 Mrd., das in Relation zu den verfügbaren Einkommen in etwa bei dem Dreifachen verharren sollte.

### Versicherungen & Garantiezins

11

Mrd. EUR (gl. 4Q Summe, links),  
% (rechts, invertiert)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Bafin

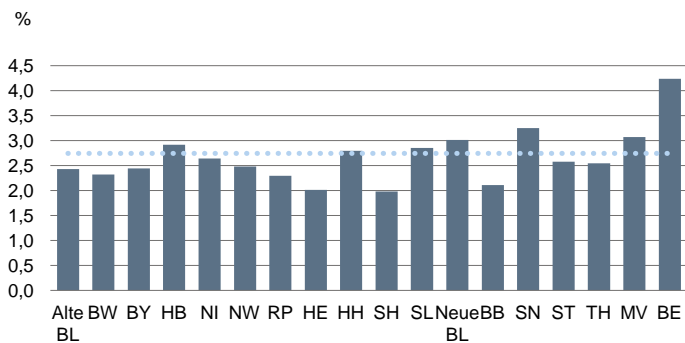
Bernhard Gräf (+49 69 910-31738, bernhard.graef@db.com)

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



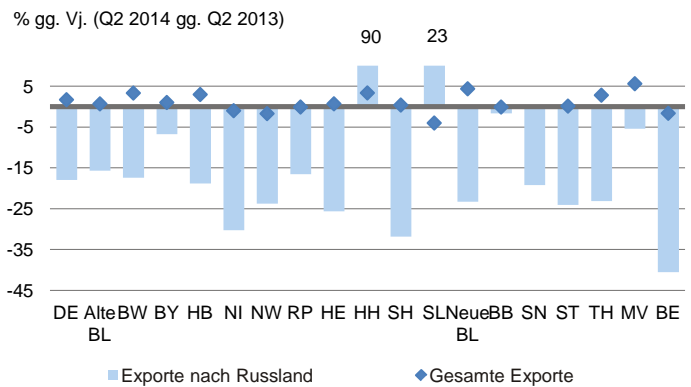
## Grafik des Monats

Anteil der Exporte nach Russland etwas höher in den neuen Bundesländern



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Ukraine-Russland-Krise trifft ostdeutsche Exportwirtschaft stärker



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Ukraine-Russland-Krise trifft ostdeutsche Exportwirtschaft stärker

Der Russland-Ukraine-Konflikt dämpft zunehmend die deutsche Konjunkturerwicklung, wobei die jüngste Verschärfung der Sanktionen gegen russische Finanz-, Rüstungs- und Energieunternehmen auf keine baldige Entspannung schließen lassen. Die gesamtdeutschen Ausfuhren nach Russland lagen zur Jahresmitte rund 20% unter dem Vorjahresniveau. Diese Entwicklung ist auch dem schon vor dem Ausbruch des Ukraine-Konflikts seit 2012 stark abgeschwächten Wachstum der russischen Wirtschaft geschuldet. Vor allem die Nachfrage nach deutschen Autos und Maschinen ist eingebrochen. Zudem bewirkt die gestiegene geopolitische Unsicherheit zusammen mit Fragezeichen hinter der Konjunkturerholung in der Eurozone, dass Unternehmen teilweise ihre Investitionspläne aufschieben. Die schwache Entwicklung der deutschen Ausrüstungsinvestitionen in Q2 könnte ein erstes Anzeichen hierfür sein.

Bei einem Anteil der Exporte nach Russland an den gesamten deutschen Exporten von etwa 3% könnte der anhaltende Konflikt Deutschland etwa ¼%-Punkt an Wachstum kosten, das wir im laufenden Jahr auf 1 ½% veranschlagen. Bei der Aufschlüsselung der Rückgänge nach Regionen fällt auf, dass mit Ausnahme von Hamburg und dem Saarland<sup>17</sup> zwar alle Bundesländer zum Teil kräftige Exporteinbußen nach Russland zu verzeichnen haben, die neuen Bundesländer allerdings etwas stärker betroffen sind. Obwohl die Exporte nach Russland in den ostdeutschen Bundesländern zwar stärker gefallen sind als in den westdeutschen und der Anteil an den Gesamtexporten etwas höher ist, dürfte der negative Wachstumseffekt in beiden Regionen Deutschlands durch den geringeren Offenheitsgrad der ostdeutschen Bundesländer<sup>18</sup>, d.h. die geringere Bedeutung des Außenhandels für die Wirtschaft, jedoch etwa gleich groß sein.

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

<sup>17</sup> Die positiven Wachstumszahlen sind laut Warensystematik auf eine überproportionale Steigerung beim Export von Metallen (SL) bzw. sonstigen Fahrzeugen (HH) zurückzuführen. Alle anderen Warengruppen waren ebenfalls rückläufig oder hatten lediglich geringe Steigerungen.

<sup>18</sup> Dieser liegt bei lediglich 21% bei den neuen Bundesländern gegenüber 34% bei den alten Bundesländern.





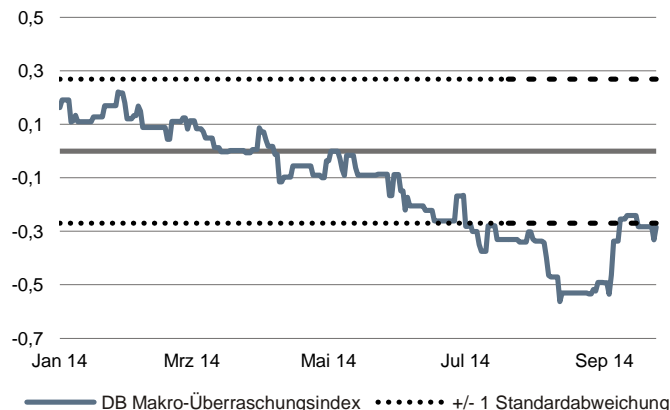
## Ausblick Deutschland

### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Der DB Makro-Überraschungsindex vergleicht den Wert der veröffentlichten Konjunkturdaten mit den Markterwartungen und liefert damit Hinweise über die Richtung künftiger Prognoseanpassungen.<sup>19</sup>

#### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen

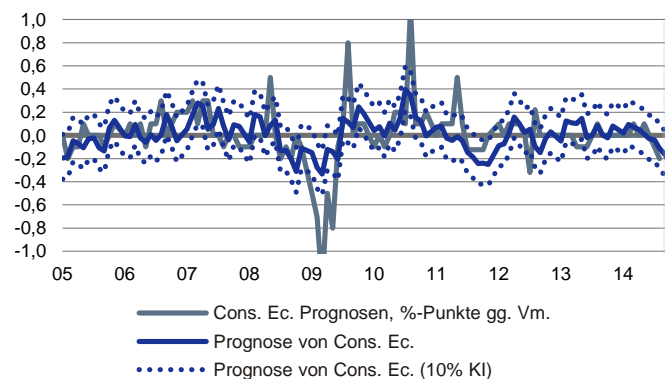


Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

#### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland: Abwärtsrisiken für BIP-Prognosen überwiegen

Konsensusprognoserevisionen gg. Vm.; Durchschnitt der letzten 20 z-Werte



KI: 10% Konfidenzintervall

Quellen: Consensus Economics Inc., Deutsche Bank Research

#### Letzte 20 veröffentlichte deutsche Konjunkturdaten

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	6 2014	08.08.14	17,2	18,5	-1,3	-0,8	0,2
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	8 2014	12.08.14	8,6	17,0	-8,4	-1,0	0,1
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	8 2014	12.08.14	44,3	54,0	-9,7	-1,5	0,0
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	7 2014	13.08.14	0,8	0,8	0,0	0,3	0,4
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	8 2014	25.08.14	106,3	107,0	-0,7	-0,7	0,2
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	7 2014	27.08.14	-1,7	-1,4	-0,3	0,1	0,5
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	8 2014	28.08.14	2,0	-5,0	-7,0	-0,5	0,3
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	7 2014	29.08.14	-1,1	0,1	-1,2	-0,7	0,2
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	8 2014	01.09.14	51,4	52,0	-0,6	-0,9	0,1
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	6 2014	01.09.14	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,4
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	8 2014	03.09.14	54,9	56,4	-1,5	-1,5	0,0
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	7 2014	04.09.14	4,6	1,5	3,1	1,3	0,9
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	7 2014	05.09.14	1,9	0,4	1,5	1,3	0,9
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	7 2014	08.09.14	21,7	14,0	7,7	2,0	1,0
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	8 2014	11.09.14	0,8	0,8	0,0	0,3	0,4
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	9 2014	16.09.14	6,9	5,0	1,9	0,2	0,7
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	9 2014	16.09.14	25,4	40,0	-14,6	-2,1	0,0
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	9 2014	23.09.14	50,3	51,2	-0,9	-1,4	0,1
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	9 2014	23.09.14	55,4	54,6	0,8	0,9	0,8
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	9 2014	24.09.14	104,7	105,8	-1,1	-1,0	0,1

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

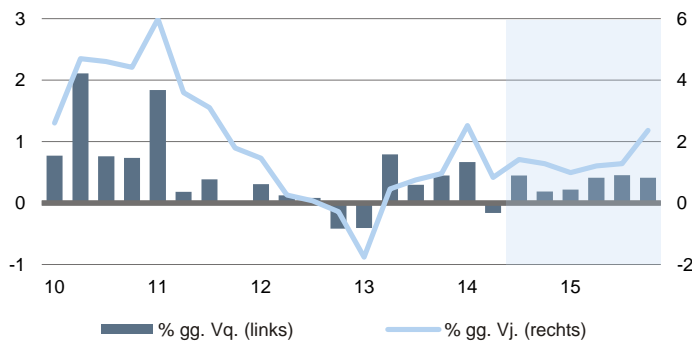
<sup>19</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



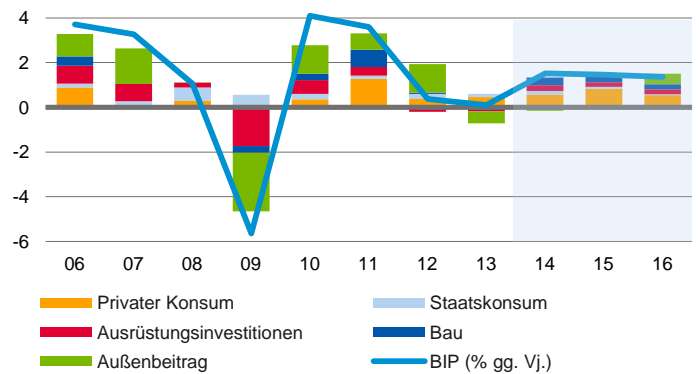
Chartbook – Gesamtwirtschaft

- Mit einem Rückgang des realen BIP um 0,2% gg. Vq. in Q2 2014 war die Gegenbewegung zum sehr starken Q1 (+0,7%) überraschend deutlich. Dieses markante Quartalsprofil ist vor allem – aber nicht nur – der aufgrund des milden Winters starken Bauinvestitionen in Q1 (+4,1%) zu verdanken. Daher blieb die übliche Frühjahrsbelebung im Bau aus, was aufgrund der Saisonbereinigung zu einem Rückgang von 4,2% führte. Beim privaten Konsum (0,1% nach 0,8%) könnte die Lohnnachzahlung im Einzelhandel im Januar eine Rolle gespielt haben. In H1 insgesamt trug die Binnenwirtschaft das Wachstum. Der Außenbeitrag reduzierte das Wachstum um 0,2%-Punkte pro Quartal.
- In Q3 dürfte die deutsche Wirtschaft wieder wachsen. Gestützt wird dies durch die positive Überraschung bei den realwirtschaftlichen Konjunkturindikatoren zum Start des dritten Quartals. Zum Teil ging dies allerdings auf Einmal-effekte wie bspw. Verkürzung/Verschiebung der Werksferien bei den großen Automobilherstellern zurück. Die Stimmungsindikatoren verschlechterten sich in den vergangenen Monaten tendenziell. Auf dem jetzigen Niveau deuten die Stimmungsindikatoren insgesamt noch auf ein Wachstum von etwa ½% gg. Vq. im dritten Quartal hin.
- Auf die Stimmung drücken zunehmend die anhaltenden geopolitischen Risiken (vor allem die Ukraine-Russland-Krise) und Fragezeichen hinter der Stärke der erwarteten Konjunkturerholung, insb. angesichts des erlahmenden Reformtempos in einigen Ländern der Eurozone. Eine enttäuschende Konjunkturerholung in Frankreich (9% der deutschen Gesamtexporte in H1 2014) und Italien (5% der Exporte) sowie der Einbruch der Exporte nach Russland (3% der Exporte) dämpfen die Entwicklung der deutschen Exporte immer stärker. In diesem unsicheren Umfeld dürften die Unternehmen auf Sicht fahren und teilweise ihre Investitionspläne auf Eis legen, wodurch die Ausrüstungsinvestitionen schwächer als bislang erwartet ausfallen dürften.
- Aufgrund dieser Faktoren haben wir unsere Wachstumsprognose für das Winterhalbjahr 2014/2015 auf durchschnittlich 0,2% gg. Vq. gesenkt. Unsere BIP-Jahresprognose für 2014 ändert dies allerdings nicht; sie liegt weiter bei 1,5%. Unsere Prognose für 2015 reduziert sich aber von 1,8% auf nur noch 1,5%.

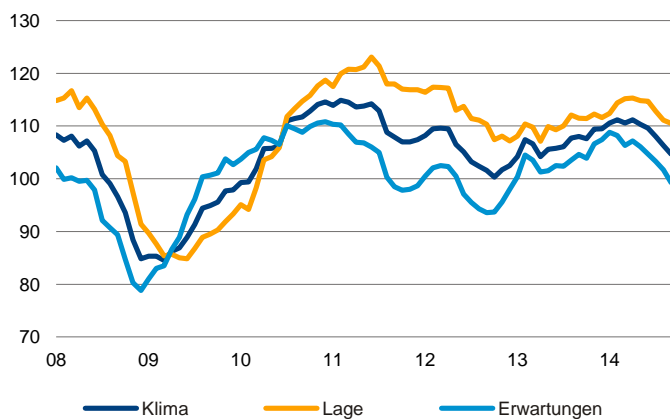
Entwicklung des realen BIP



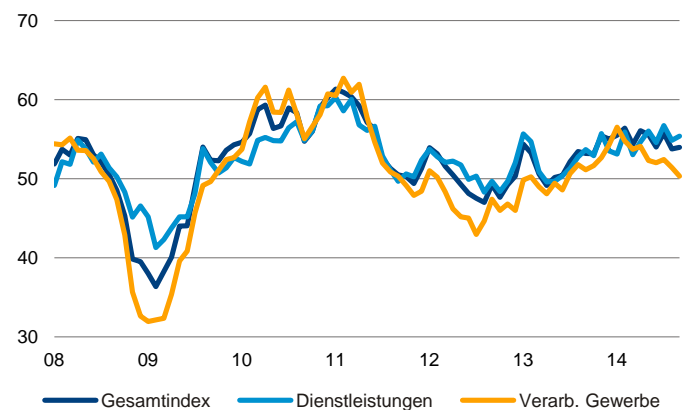
Beitrag zum realen BIP-Wachstum (%-Punkte)



ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt (2005=100)



Einschätzungen der Einkaufsmanager (PMI, Index)



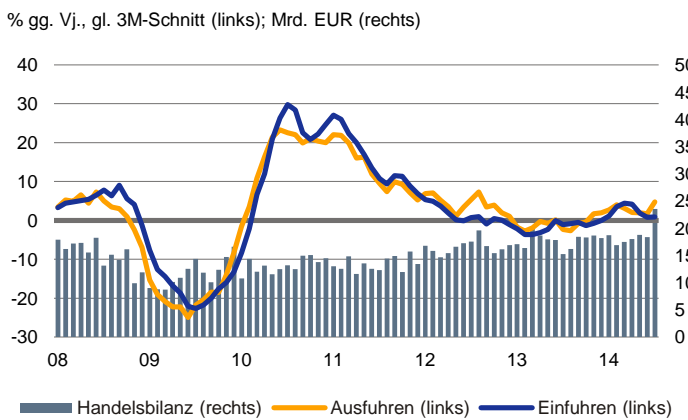
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research



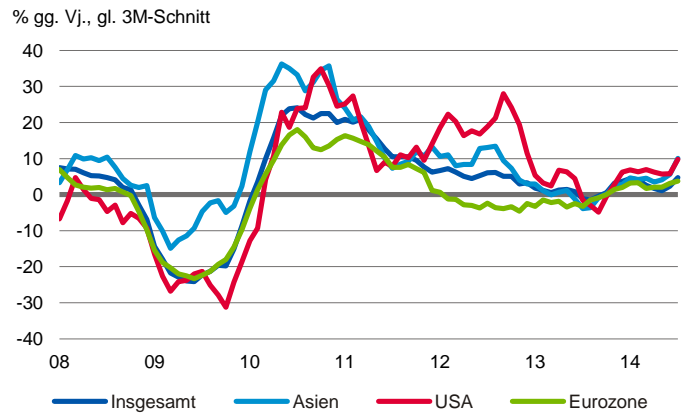
Chartbook – Außenhandel

- Die Entwicklung des Außenhandels überraschte im Juli positiv, was ein klares Signal für die Rückkehr zu Wachstum in Q3 ist. Die Exporte lagen im Juli 4,8% über Vorjahr (alle Prozentveränderungen gl. 3M-Schnitte). Die Importe nahmen teilweise durch die schwache Entwicklung bei den Rohstoffpreisen relativ schwach zu (+0,9% gg. Vj.). Der Handelsbilanzüberschuss erreichte damit im Juli ein neues Allzeithoch von EUR 22 Mrd.
- Die Nachfrage nach deutschen Gütern stieg über alle Hauptregionen hinweg. Besonders stark stiegen die Exporte nach Asien (+10,1% gg. Vj.) und die USA (+9,8% gg. Vj.). Die Exporte in die Eurozone belebten sich aber auch etwas (+3,7% gg. Vj.).
- Vor allem die Automobilexporte (Juli +9,4% gg. Vj.) stützten das Exportwachstum. Der Anstieg ging zum Teil aber auf die Verkürzung/Verschiebung der Werksferien bei den großen Automobilherstellern zurück. Die Exporte im Maschinenbau, der anderen deutschen Paradebranche, schrumpften dagegen (-1,0% gg. Vj.). Im Metallgewerbe blieb der Export sehr schwach (-2,6% gg. Vj.).
- Die Frühindikatoren für den Außenhandel schwächten sich in den letzten Monaten ab. Die ifo-Exporterwartungen fielen im September auf den niedrigsten Wert seit Anfang 2013 und die PMI-Neuaufträge sanken auf 50,8. Der ungelöste Ukraine-Russland-Konflikt dürfte zwar im weiteren Jahresverlauf die Entwicklung der deutschen Exporte belasten. Dies dürfte aber wahrscheinlich durch die erwartete Erholung des Welthandels – getrieben von starkem US-Wachstum und einer moderaten Belebung in China – überkompensiert werden. Zudem dürfte die Abschwächung des Euro nach und nach positiv wirken. Wir erwarten eine moderate Erholung der Exporte im weiteren Jahresverlauf, wobei die Abwärtsrisiken überwiegen. Die Importe dürften in Folge der soliden Entwicklung der inländischen Nachfrage relativ kräftig wachsen. In diesem Jahr dürften die Nettoexporte daher das BIP-Wachstum dämpfen (2014P: 1,5%; Wachstumsbeitrag der Nettoexporte: -0,2 %-Punkte).

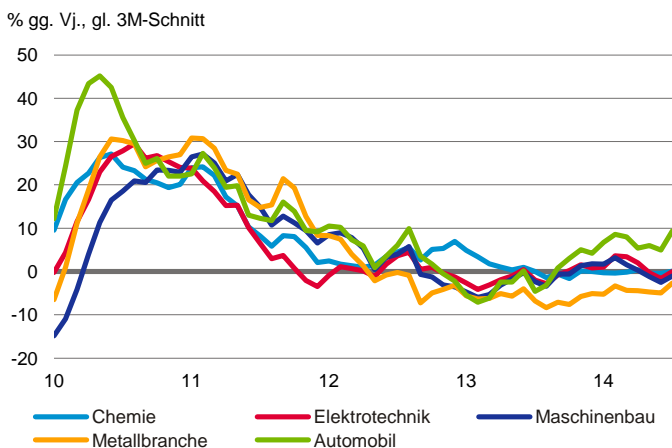
Warenhandel



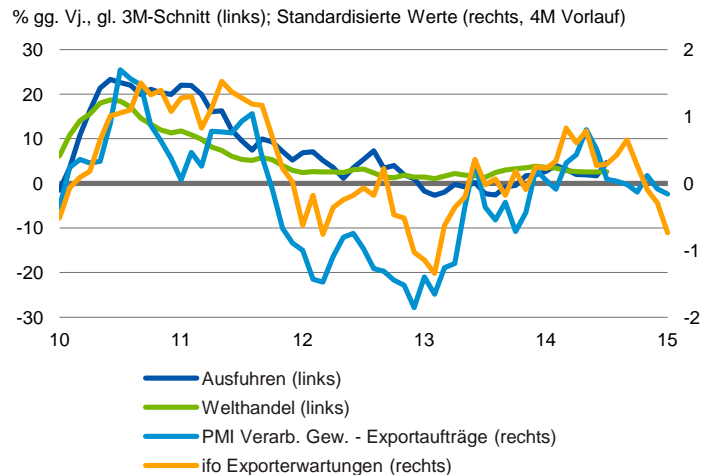
Deutsche Ausfuhren nach Regionen



Ausfuhren nach Sektoren



Ausfuhren und Frühindikatoren



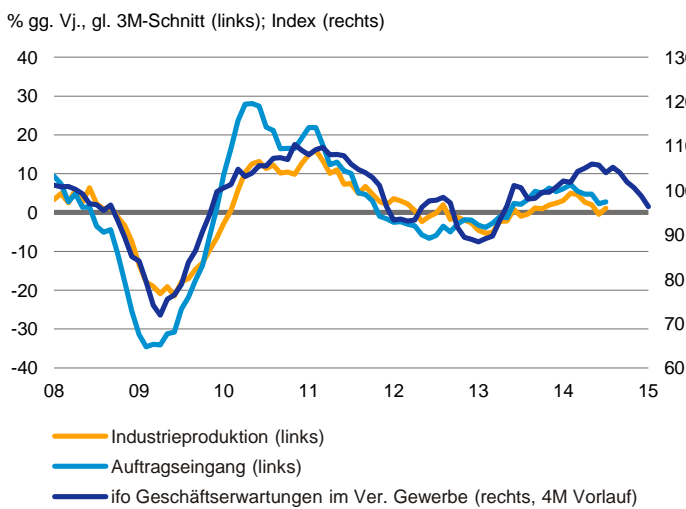
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research, CPB



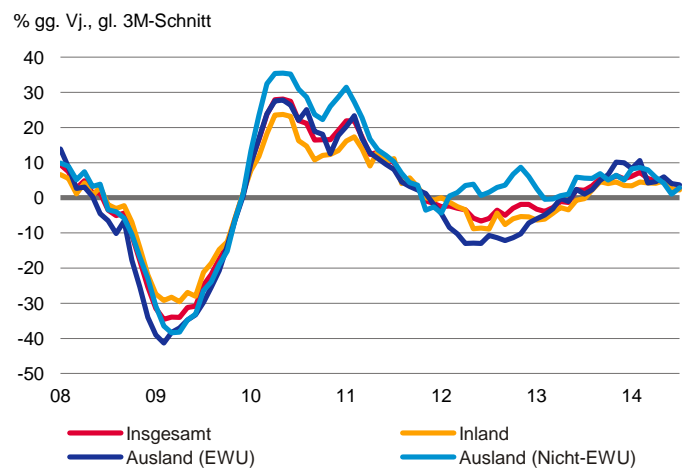
Chartbook – Industrie

- Die Industrieproduktion überraschte – wie die Exporte – im Juli positiv (Juli: +1,1% gg. Vj.; gl. 3-M Durchschnitt). Allerdings stieg die Produktion nur in etwa auf das Niveau vom Jahresanfang 2014 und die zugrundeliegende Dynamik ist dadurch überzeichnet, dass etwa die Hälfte des Anstiegs auf den Automobilsektor zurückging (+12% gg. Vm.). Dieser war aber vor allem durch die Verkürzung/Verschiebung der Werksferien bei den großen Automobilherstellern verursacht. Die Zulieferindustrie profitierte ebenfalls. Die bereits veröffentlichten Zahlen des VDA zur Automobilproduktion im August (-30% gg. Vj.) deuten auf eine kräftige Gegenbewegung der Industrieproduktion im August.
- Der ifo-Index und der PMI für das Verarbeitende Gewerbe haben sich in den letzten Monaten weiter verschlechtert und deuten darauf hin, dass die Industriekonjunktur in H2 schwach verläuft und deutliche Risiken bestehen.
- Für das Jahr 2014 erwarten wir unter erheblichen Abwärtsrisiken noch einen Anstieg der Industrieproduktion um 2,5% gg. Vj. Deutliche Unterschiede dürfte es zwischen den einzelnen Sektoren geben. Am stärksten dürfte die Automobilindustrie wachsen. Wir rechnen aufgrund des guten H1 noch mit einem Zuwachs von real etwa 5%, mit erheblichen Abwärtsrisiken durch die geopolitischen Krisen. Im Maschinenbau dürfte die Produktion im besten Fall stagnieren, da dieser Sektor am stärksten von den negativen Effekten der Ukraine-Krise betroffen ist. Die Krise dämpft die Stimmung der Unternehmen und damit ihre Investitionsneigung. Die inländische Fertigung in der Elektrotechnik und Metallindustrie könnte 2014 mit einem Plus von 3% abschließen. In Folge der enttäuschenden Entwicklung im ersten Halbjahr dürfte die Produktion der Chemieindustrie um 2% fallen. Im Ernährungsgewerbe, einer ohnehin stabilen Branche, dürfte die Produktion im laufenden Jahr in etwa stagnieren. Im Jahr 2015 dürfte die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe um real etwa 2% steigen.

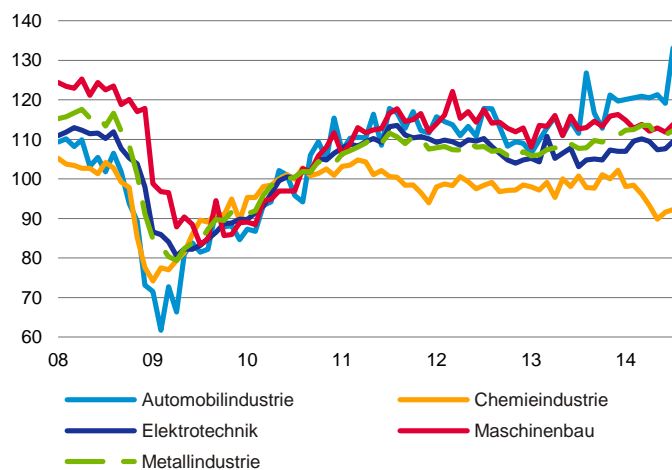
Industrieproduktion, Auftragseingang & ifo-Erwartungen



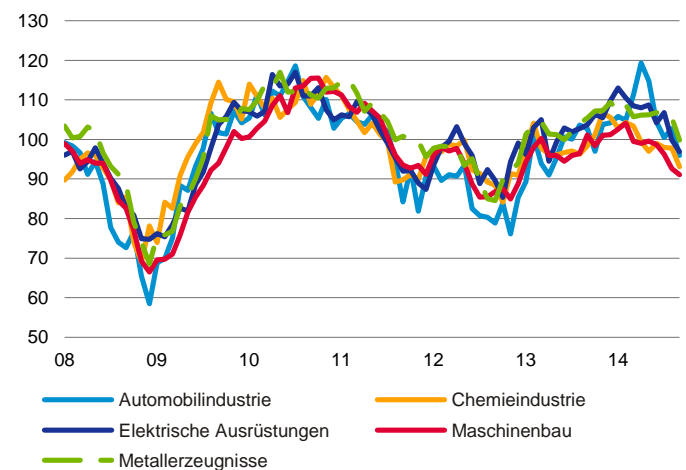
Auftragseingang nach Ursprung



Produktion der größten Industriebranchen (2010=100, sb.)



ifo-Geschäftserwartungen der größten Industriebranchen (2005=100)



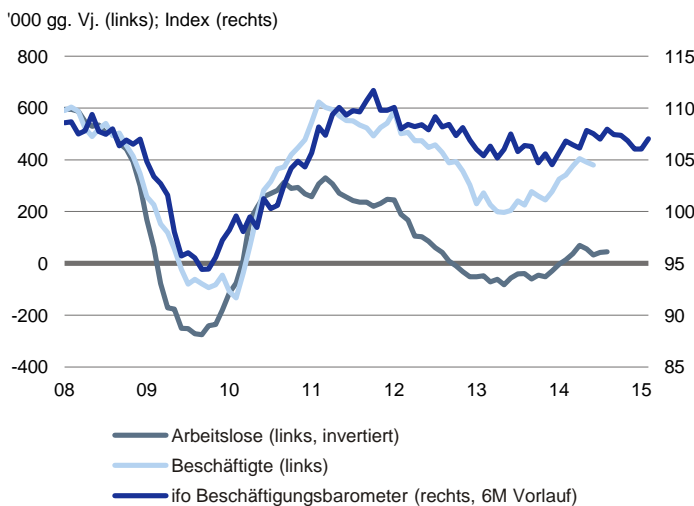
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo



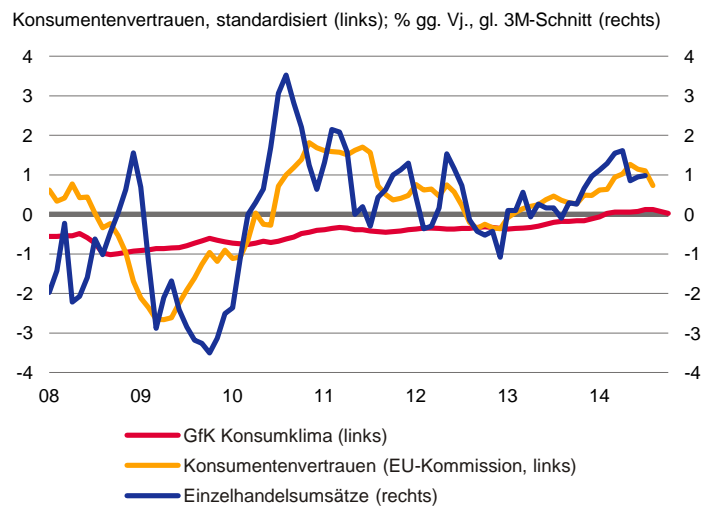
Chartbook – Inländische Nachfrage

- Im August stieg die Arbeitslosigkeit leicht um 2 Tsd. gg. Vm. nach einem Rückgang von 12 Tsd. im Juli. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit um insgesamt 30 Tsd. in den beiden Vormonaten scheint demnach vor allem dem Ausbleiben der Frühjahrsbelegung geschuldet zu sein, was wiederum auf den milden Winter zurückzuführen war. In den ersten 8 Monaten des Jahres fiel die Arbeitslosigkeit um im Schnitt 7 Tsd. Dank Zuwanderung und steigender Erwerbsbeteiligung schlägt bei der Beschäftigung sogar ein Plus von im Schnitt 37 Tsd. zu Buche. Frühindikatoren deuten für die nächsten Monate eine leicht positive Entwicklung an. Die Arbeitslosenquote sollte 2014 auf 6,7% sinken (2013: 6,9%).
- Die Einzelhandelsumsätze lagen im Juli um 1,0% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt). Das Umsatzwachstum hat sich in den letzten Monaten etwas verlangsamt. Die im Rahmen des Konsumklimas erhobenen Konjunkturerwartungen der Verbraucher sind zuletzt wohl aufgrund der geopolitischen Risiken eingebrochen. Dies dürfte aber angesichts der guten Einkommenssituation die kurzfristigen Risiken für den Konsum überzeichnen.
- Nach dem schwachen Vorjahresergebnis sollten sowohl die Ausrüstungs- als auch die Bauinvestitionen 2014 wieder moderat zum BIP-Wachstum beitragen. Die inländischen Investitionsgüterbestellungen und Kapazitätsauslastungen lassen aber keine dynamische Belegung im weiteren Jahresverlauf erwarten. Dennoch dürften die Ausrüstungsinvestitionen um knapp 4% (2013: -2,7%) zulegen.
- Die Bauwirtschaft profitiert dank hoher Nettozuwanderung und steigender Einkommen von der zunehmenden Nachfrage nach Wohnraum. 2014 könnten die Bauinvestitionen etwa 3 ½% zulegen (2013: -0,1%).

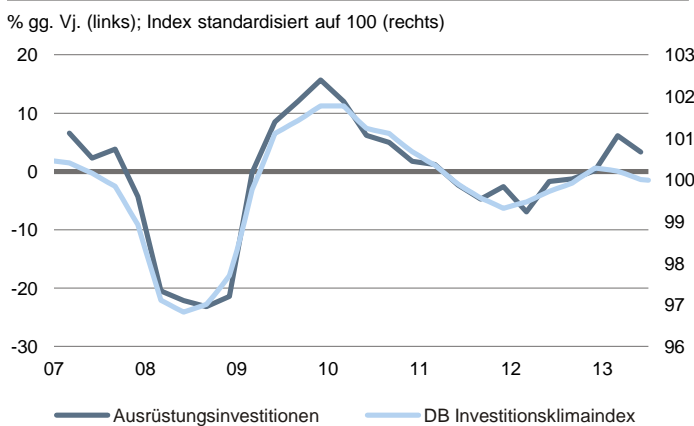
Arbeitslosigkeit, Beschäftigung und ifo-Beschäftigungsbarometer



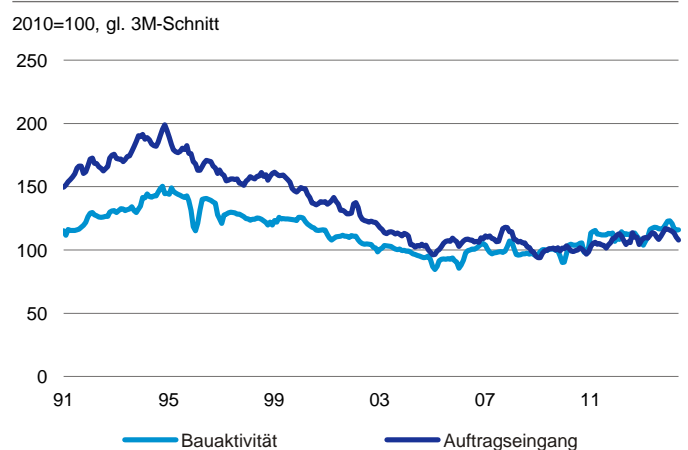
Einzelhandelsumsätze und Konsumentenvertrauen



Ausrüstungsinvestitionen und DB Investitionsklimaindex



Bauhauptgewerbe: Bauaktivität und Auftragseingang



Quellen: Statistisches Bundesamt, GfK, EU-Kommission, ifo, Deutsche Bank Research

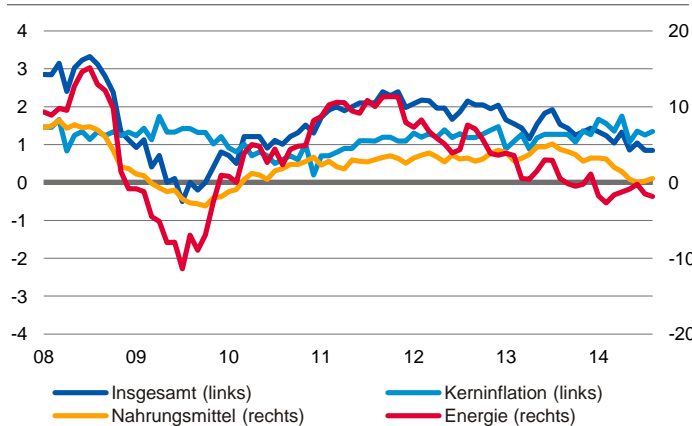




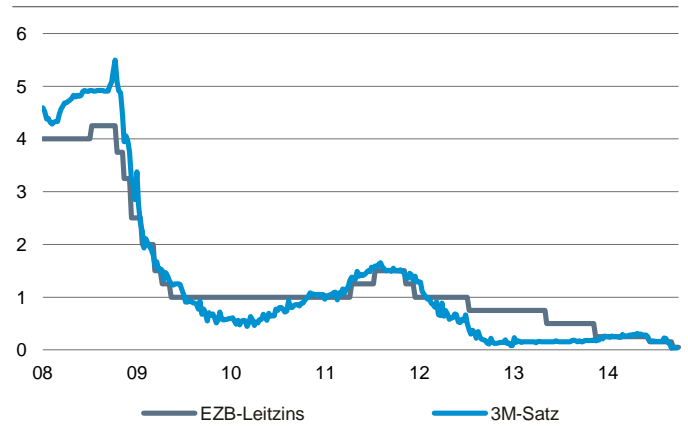
Chartbook – Finanzmärkte

- Die Inflationsrate lag nach den vorläufigen Angaben im September erneut bei 0,8% gg. Vj. Leichte Anstiege der Nahrungsmittelpreise (September: +0,9% gg. Vj. nach +0,3%) haben den verstärkten Rückgang der Energiepreise (-2,2% nach -1,9%) teilweise ausgeglichen. Nach den Schwankungen zu Beginn des Jahres betrug die Kerninflation im September voraussichtlich 1,2%. Während ein leicht rückläufiger Ölpreis die Energiepreise dämpfen dürfte, deuten die Preiserwartungen der Nahrungsmittelproduzenten auf leicht zunehmende Nahrungsmittelinflation.
- Nachdem die EZB im Juni ein umfangreiches Maßnahmenpaket – bspw. Zinssenkung, günstige zeitlich begrenzte Liquiditätsaufnahme (GLRG) – beschloss, richtete die EZB ihre Politik im September erneut expansiver aus. Aus Sorge vor einer negativen Rückkopplungsschleife aus abschwächender Inflation, einer Entankerung der Inflationserwartungen und eines schwachen Bankensystems, das das Kreditangebot einschränkt, entschied sich die EZB dazu, ein Kaufprogramm von verbrieften Forderungen unter dem ABS-Kaufprogramm (ABSPP) und unter dem Covered-Bond-Kaufprogramm (CBP3) zu starten. Zudem wurde der Leitzins auf 0,05% und der Einlagenzins auf -0,2% gesenkt. Die Ziele sind eine Kreditlockerung und die Schwächung des EUR in Folge der Ausweitung der Bilanz auf das Niveau von Anfang-2012. Wir erwarten jedoch, dass die beschlossenen Maßnahmen für eine Bilanzausweitung von EUR 1 Billion nicht ausreichen. Die EZB dürfte daher innerhalb der nächsten 6 Monate ein breit angelegtes Kaufprogramm initiieren, das auch Staatsanleihen umfasst.
- Aufgrund der divergierenden Zins- und Wachstumserwartungen für den Euroraum und die USA hat sich der Renditeabstand zwischen den 10-jährigen US Treasuries und den Bunds zuletzt weiter auf über 1,5%-Punkte ausgeweitet.

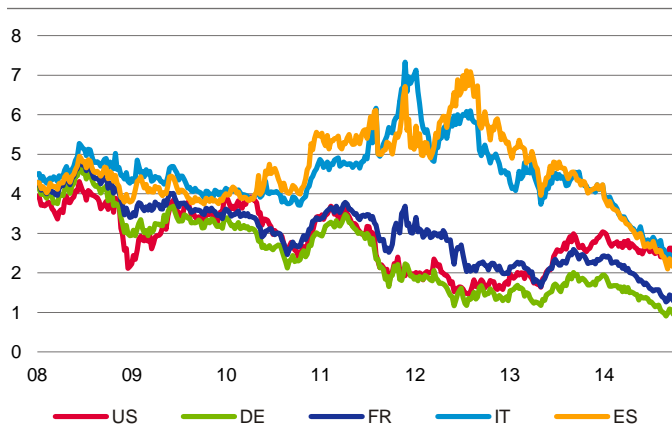
Verbraucherpreise (% gg. Vj.)



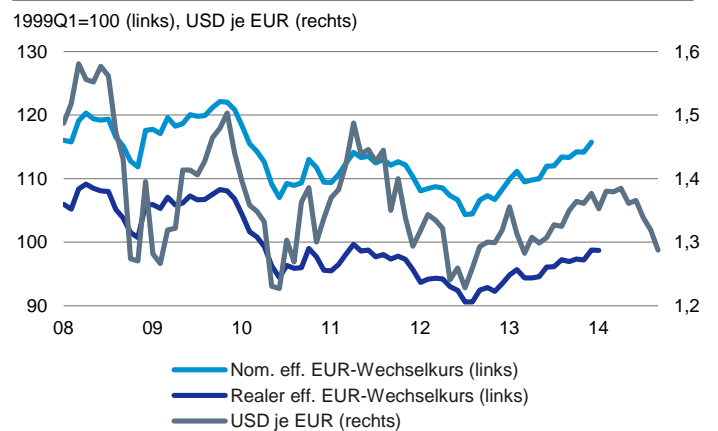
EWU: Leitzins und 3M-Satz (%)



Rendite 10J-Staatsanleihen (%)



Wechselkursentwicklung des Euro



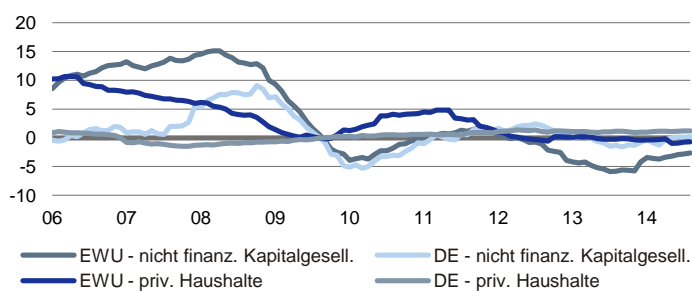
Quellen: Statistisches Bundesamt, EZB, Global Insight, Reuters



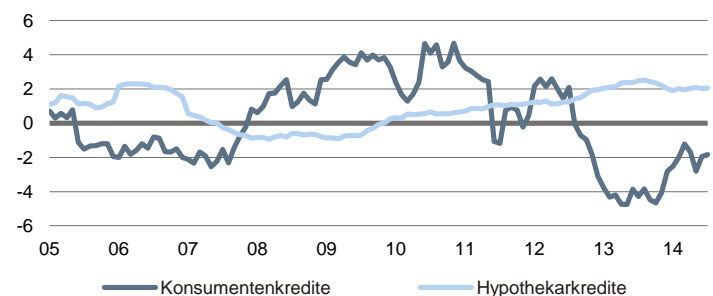
Chartbook – Kreditvergabe

- 2013 war die Kreditvergabe an Unternehmen anhaltend schwach geblieben, wobei der Rückgang in der Eurozone stärker ausgeprägt war als in Deutschland. In der Eurozone vor allem durch anhaltendes Deleveraging bedingt, spiegeln sich hier für Deutschland eher eine verhaltene Investitionstätigkeit und Rückgriffe auf alternative Finanzierungsmethoden wider. Seit Jahresbeginn verloren die Rückgänge in der Eurozone tendenziell an Schärfe; der August verzeichnete mit -2,6% zuletzt den geringsten Rückgang seit Jahresbeginn. Auch die letzten Ergebnisse des Bank Lending Survey für die Eurozone (Juli) hatten zunehmende Nachfrage nach Unternehmenskrediten und die erste Lockerung bei Kreditstandards seit Q2 2007 angedeutet. In Deutschland ist im zweiten Quartal eine leichte Stabilisierung erkennbar: Im August wurden erneut minimale Zuwächse bei Unternehmenskrediten verzeichnet (+0,2% gg. Vorjahr).
- Die Haushalte in der Eurozone bauen weiter Verbindlichkeiten ab (August: -0,7% gg. Vj.). Dagegen steigt die Kreditvergabe an Haushalte in Deutschland weiter leicht an (August Zuwächse von 1,2%).
- Das stabile, aber insgesamt nur leichte Kreditwachstum der Haushalte in Deutschland ist durch die Entwicklungen bei Hypothekarkrediten bedingt (Juli erneut +2% gg. Vj.). Die Zuwächse verzeichnen ein hohes Maß an Kontinuität: Seit Jahresbeginn beträgt das Wachstum rd. 2% und liegt damit in ähnlicher Größenordnung wie bereits 2013. Trotz der günstigen Zinsen für Hypothekarkredite – Juli mit neuem Tiefstand bei nur noch knapp 2,5% – bleibt das Wachstum bei Immobilienkrediten vergleichsweise moderat, was teils Portfolioumschichtungen sowie lokalen Angebotsknappheiten geschuldet sein dürfte. Das Geschäft mit Konsumentenkrediten war dagegen auch im Juli weiter rückläufig (-1,8% gg. Vj.). Die gute Einkommensentwicklung in Deutschland führt – trotz des niedrigen Zinsniveaus – zu einer gebremsten Kreditnachfrage auf Seiten vieler Haushalte, da Anschaffungen auch aus Einkommen bzw. Vermögen finanziert werden.
- Im Juli waren die Zinsen für Unternehmenskredite weiter zurückgegangen (-15 Basispunkte) und mit rd. 2,8% wurde ein neuer vorläufiger Tiefpunkt erreicht. Angesichts der historisch niedrigen Leitzinsen (erneute Senkung Anfang September auf 0,05%) bleiben den deutschen Unternehmen die günstigen Zinssätze erhalten.
- Die Finanzierungsbedingungen für deutsche Unternehmen im August zeigten sich sehr günstig: Nur 20,9% der Bauunternehmen (Juli: 22,7%) und 17,8% (Juli: 18,2%) der Unternehmen aus der gewerblichen Wirtschaft schätzen die Kreditvergabe als restriktiv ein. Insgesamt wirken alternative Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen nach wie vor dämpfend auf die Kreditnachfrage – wenn auch zuletzt weniger deutlich.

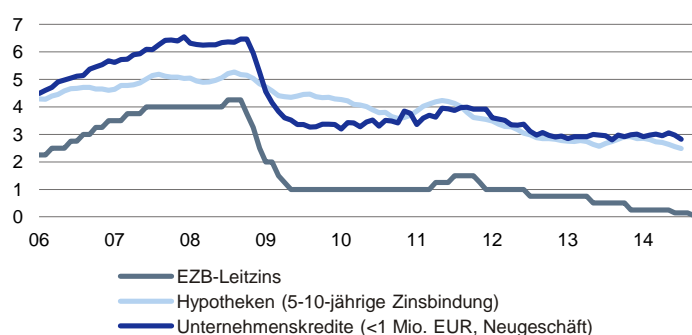
Kredite an den privaten Sektor (% gg. Vj.)



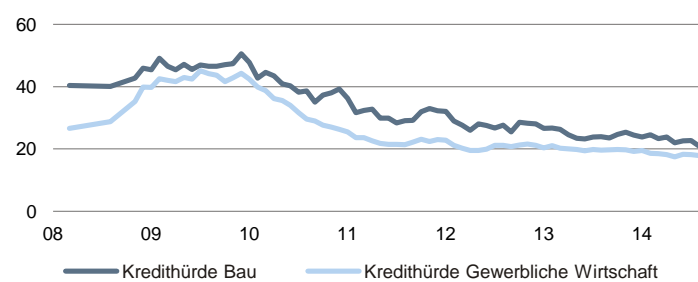
Kredite an private Haushalte (% gg. Vj.)



Zinssätze (%)



Kreditbedingungen aus Sicht der Unternehmen



Kreditbürde: Prozentsatz der Unternehmen, die angeben, Kreditvergabe sei restriktiv. Höhere Werte bedeuten restriktiveren Zugang aus Unternehmenssicht.

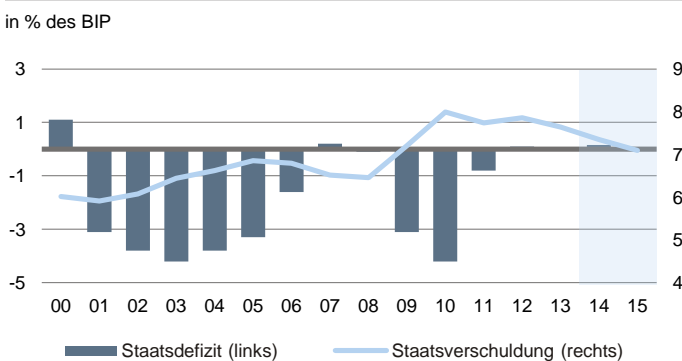
Quellen: EZB, ifo, Deutsche Bank Research



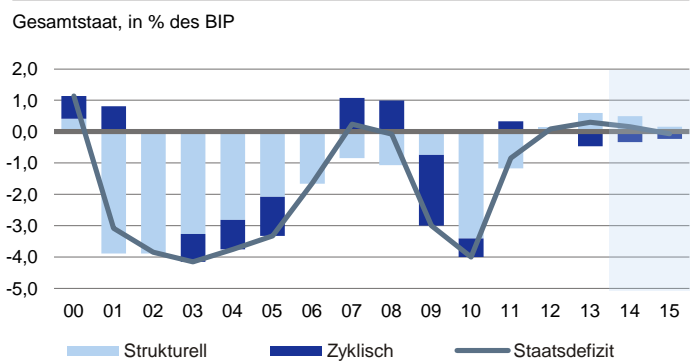
Chartbook – Staatsfinanzen/Politik

- Bund und Länder wiesen 2013 nach wie vor Defizite aus. Nur dank der Überschüsse von Kommunen und Sozialversicherungen konnte der Gesamthaushalt einen kleinen Überschuss verzeichnen. 2014 dürfte er ebenfalls mit einem kleinen Überschuss abschließen. 2015 dürfte sich die Haushaltslage aber aufgrund des jetzt schwächer als bislang erwarteten Wirtschaftswachstums sowie einer leicht höheren Arbeitslosigkeit, u.a. auch aufgrund der Einführung des flächendeckenden Mindestlohns, verschlechtern und der öffentliche Sektor insgesamt ein geringfügiges Defizit aufweisen. Der öffentliche Schuldenstand betrug zum Ende Q1 2014 insgesamt 77,3% des BIP (Q4 2013: 78,4%). Dies spiegelt die gute Haushaltslage wider, wozu auch die niedrigen Refinanzierungskosten des Bundes beitragen. In den nächsten Jahren dürfte die Staatsverschuldung trotz schwächerer konjunktureller Dynamik weiter kontinuierlich abnehmen. Alleine der anhaltende Portfolioabbau bei den Bad Banks wird den Schuldenstand um etwa 0,5% des BIP p.a. zurückführen.
- Im August sind die Steuereinnahmen im Vergleich zum Vorjahr um 3,7% gestiegen. Von Januar bis August lagen die Einnahmen rund 2,7% über dem gleichen Zeitraum des Vorjahres und damit derzeit noch unter dem Schätzwert für das Gesamtjahr (3,4%). Daher setzt sich der solide Einnahmezuwachs fort. Insbesondere die Einkommensteuer trägt hierzu bei, sie liegt kumuliert gut 4% über dem gleichen Zeitraum des Vorjahres. Die einzelnen Komponenten der Einkommensteuer entwickeln sich jedoch unterschiedlich. Die stark gewinnabhängigen Steuern, wie die Körperschaftsteuer, die Abgeltungssteuer auf Zinsen sowie die nicht veranlagten Steuern vom Ertrag (entspricht weitgehend der Abgeltungssteuer auf Dividenden), liegen kumuliert unter dem Vorjahreswert. Die Lohnsteuer liegt dagegen deutlich darüber.
- Die Regierungsbildungen in Sachsen (SN), Brandenburg (BB) und Thüringen (TH) sind noch nicht abgeschlossen. Derzeit deutet vieles darauf hin, dass es in SN und TH zu einer großen Koalition aus CDU und SPD (wie auf Bundesebene) und in BB zu einer Neuaufgabe einer SPD/Linke-Regierung kommt. Bleibt es dabei, hat die große Koalition weiterhin keine Mehrheit im Bundesrat. Bei einer CDU/SPD-Regierung in BB wäre eine Mehrheit von einer Stimme möglich. Allerdings wäre eine solche Mehrheit angesichts der unterschiedlichen Regierungszusammensetzungen und dem Auseinanderlaufen von Bund und Länderinteressen alles andere als ein Mittel zum „Durchregieren“ für Kanzlerin Merkel. Die eurokritische AfD zieht in alle drei Landtage ein – überall deutlich mit Werten um die 10%. In neuesten Umfragen erreicht sie nun auch auf Bundesebene diesen Wert, was unmittelbar nach Wahlerfolgen allerdings nicht außergewöhnlich ist. Nächstes Jahr finden nur in den beiden Stadtstaaten Wahlen statt. Insoweit hält sich der Einfluss der AfD auf die Bundespolitik in Grenzen – noch.

Staatsverschuldung und -defizit

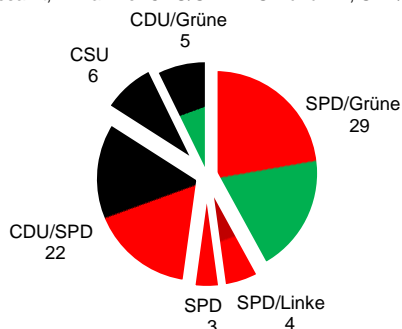


Staatsdefizit

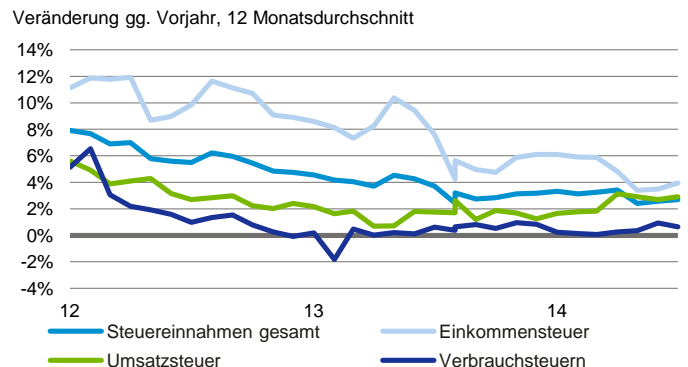


Verteilung der Sitze im Bundesrat

69 Stimmen insgesamt, Annahme: CDU/SPD in SN und TH, SPD/Linke in BB



Entwicklung wichtiger Steuern



Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission, Bundesbank



## Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
2. Okt.	Sitzung des EZB-Rates in Rom, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses. Zudem werden die technischen Details der geplanten Käufe auf den Märkten für ABS und Covered Bonds veröffentlicht.
13./14. Okt.	Eurogruppe und ECOFIN in Luxemburg	Überprüfung der Fiskalpolitik der Euroländer; Diskussion über einen möglichen Ausbau öffentlicher Investitionen.
23./24. Okt.	Europäischer Rat	Staats- und Regierungschefs der EU treffen sich in Brüssel. Tagesordnung ist noch offen.
2. Hälfte Oktober	EZB veröffentlicht Ergebnisse ihrer Bankenprüfung	Die EZB überprüft die größten 128 Banken der Eurozone (Bilanzprüfung und Stresstest). Banken, die den Stresstest nicht bestehen werden aufgefordert, innerhalb von zwei Wochen nachzubessern. Die Rekapitalisierungspläne werden vom SSM bewertet.
4. Nov.	EZB tritt neue Rolle als gemeinsame Bankenaufsicht an	Nach Veröffentlichung der Bankenstresstests und 12 Monate nach Inkrafttreten der SSM-Verordnung übernimmt die EZB volle Verantwortung für die Überwachung der 128 größten Kreditinstitute der Eurozone.

Quelle: Deutsche Bank Research

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

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



## Ausblick Deutschland

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
6. Okt. 2014	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	August	-5,2	4,6
7. Okt. 2014	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	August	-2,0	1,9
9. Okt. 2014	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	August	18,6	23,5
9. Okt. 2014	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	August	-3,1 (4,0)	5,3 (8,8)
9. Okt. 2014	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	August	2,4 (1,5)	-0,4 (-0,6)
23. Okt. 2014	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Oktober	50,0 0,0	50,3 0,0
23. Okt. 2014	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Oktober	55,5	55,4
27. Okt. 2014	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Oktober	104,0 0,0	104,7 0,0
14. Nov. 2014	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q3 2014	0,4	-0,2

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

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

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





## Ausblick Deutschland

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,125	0,10	0,05	0,50	0,00	0,25	0,20	1,50	2,50	2,10	0,05
Dez. 14	0,125	0,10	0,05	0,50	0,00	0,25	0,20	1,50	2,00	2,10	0,05
März 15	0,250	0,10	0,05	0,75	0,00	0,25	0,20	1,50	2,00	2,10	0,05
Sep. 15	1,000	0,10	0,05	1,00	0,00	0,25	0,20	1,50	2,25	2,60	0,05
<b>3M Geldmarktsatz, %</b>											
Aktuell	0,23	0,21	0,08	0,56							
Dez. 14	0,35	0,20	0,10	0,55							
März 15	0,35	0,20	0,10	0,75							
Sep. 15	1,30	0,20	0,10	1,00							
<b>Rendite 10J Staatsanleihen, %</b>											
Aktuell	2,54	0,52	0,92	2,46	0,56	1,48	1,23	2,30			
Dez. 14	2,80	0,60	1,30	3,00	0,70	1,75	1,50	2,75			
März 15	2,90	0,65	1,40	3,10	0,80	1,90	1,60	2,93			
Sep. 15	3,15	0,80	1,60	3,30	1,00	2,20	1,80	3,32			

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,27	108,53	0,78	1,63	1,21	9,18	7,44	8,17	4,17	311,51	27,53
Dez. 14	1,30	112,00	0,78	1,67	1,27	8,70	7,46	7,90	4,15	325,00	27,00
März 15	1,25	114,00	0,77	1,62	1,27	8,64	7,46	7,80	4,08	324,50	27,00
Sep. 15	1,19	118,00	0,76	1,56	1,27	8,52	7,46	7,60	4,03	323,50	27,00

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

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

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



## Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q3 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	April 2014	Mai 2014	Juni 2014	Juli 2014	August 2014	Sept. 2014
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	107,3	108,8	110,8	110,4	106,3	111,2	110,3	109,6	108,0	106,3	104,7
ifo Geschäftserwartungen	103,5	106,0	107,8	106,0	101,4	107,2	106,1	104,7	103,3	101,7	99,3
PMI Composite	52,9	54,5	55,4	55,2	54,5	56,1	55,6	54,0	55,7	53,7	54,0
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	102,8	104,5	106,8	106,5	102,2	107,4	106,8	105,2	103,6	102,2	100,7
PMI Verarbeitendes Gewerbe	51,2	52,9	55,0	52,8	51,4	54,1	52,3	52,0	52,4	51,4	50,3
Produktion (% gg. Vp.)	0,7	0,5	1,1	-1,5		-0,2	-1,6	0,4	1,9		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,6	2,2	0,1	-0,4		3,2	-1,7	-2,7	4,6		
Grad der Kapazitätsauslastung	83,2	83,2	83,4	84,3	84,0						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	1,3	-0,5	5,1	-6,0		-3,4	-2,3	3,3	-0,6		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,3	3,4	1,6	-4,8		3,9	-4,9	-7,7	7,4		
ifo Bauhauptgewerbe	120,5	121,2	122,6	120,5	119,1	120,6	120,3	120,5	119,4	119,5	118,4
<b>Dienstleistungen</b>											
PMI Dienstleistungen	52,6	54,1	54,0	55,1	55,7	54,7	56,0	54,6	56,7	54,9	55,4
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-3,2	-2,8	0,3	4,3		3,1	5,5	4,3	3,9	0,3	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,3	0,1	1,5	-0,4		-0,5	-0,3	1,1	-1,1		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-1,4	1,6	2,8	-0,3		-3,6	5,2	-1,9	6,8	-0,4	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	0,7	3,9	-1,3	0,0		4,9	-1,2	-3,4	6,9		
Exporte (% gg. Vp.)	0,3	1,8	-0,1	0,3		2,6	-0,3	0,2	5,3		
Importe (% gg. Vp.)	2,5	-0,2	0,8	-0,5		2,5	-1,5	0,8	-0,4		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	49,8	55,1	53,0	55,1		18,0	18,8	18,4	23,5		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,8	6,9	6,8	6,7		6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-0,3	12,3	-46,3	-18,7		-26,0	24,0	7,0	-11,0	1,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,6	0,5	0,7	0,8		0,8	0,8	0,8	0,8		
ifo Beschäftigungsbarometer	106,3	107,2	107,5	106,8		107,4	106,9	106,1	106,0	107,0	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,7	1,3	1,0	0,9		1,1	0,6	1,0	0,8	0,8	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,2	1,1	1,1	1,1		1,4	0,7	1,1	1,2	1,2	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-0,3	-0,7	-1,0	-0,8		-0,9	-0,8	-0,7	-0,8	-0,8	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-12,2	-10,4	-11,1	-4,9		-5,8	-5,4	-3,5	-3,0	-1,3	
Ölpreis (USD)	110,4	109,3	108,2	109,7		107,7	109,6	111,8	106,9	101,6	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	26,2	25,5	22,0	16,9		18,0	18,1	14,6	15,3	14,8	
EC Unternehmensumfrage	2,8	6,1	5,6	2,3		2,5	1,9	2,6	3,3	4,1	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	1,5	1,4	0,9	2,1							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,9	2,0	2,8	2,5							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	1,4	2,2	1,0	2,4							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	2,5	2,7	3,5	4,2		3,7	4,4	4,2	4,4	5,0	
Trend von M3*						3,8	4,1	4,3	4,5		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	-4,0	-3,1	-3,6	-3,5		-3,4	-3,2	-3,5	-2,8		
Kredite an öffentliche Haushalte	-17,7	-17,1	-1,5	9,7		-8,4	-2,3	9,7	11,4		

% gg. VP = Veränderung gegenüber der Vorperiode; \* zentrierter 3M-Durchschnitt

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



## Ausblick Deutschland

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

- ▶ Ice bucket challenge und strukturelle Investitionslücke (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 2. September 2014
- ▶ Nur schwache Konjunkturerholung in H2 (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 4. August 2014
- ▶ Solides Wachstum, wenig Inflation (trotz EZB) (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 30. Juni 2014
- ▶ Robuste Binnenwirtschaft durch gute Absichten gefährdet (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 4. Juni 2014
- ▶ So weit, so gut (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 2. Mai 2014
- ▶ 2% Wachstum in 2015 trotz belastender Beschäftigungspolitik (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 28. Februar 2014
- ▶ Weiter im Aufwind (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 27. Januar 2014
- ▶ Aufbruch in die Vergangenheit (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 29. November 2013
- ▶ Trotz Wachstum in der Kritik (Research Briefing – Konjunktur) ..... 19. November 2013
- ▶ Von Übertreibungen und Ängsten (Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 31. Oktober 2013

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

Für die Print-Version wenden Sie sich bitte an:

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

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

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

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

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

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg