



Ausblick Deutschland

Von Übertreibungen und Ängsten

31. Oktober 2013

Autoren

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

Jochen Möbert
+49 69 910-31727
jochen.moebert@db.com

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

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

Editor

Stefan Schneider

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

www.dbresearch.de

DB Research Management

Ralf Hoffmann

Inhaltsverzeichnis

Seite

Prognosetabellen.....	2
Deutschlands Hauspreise in internationaler und historischer Perspektive	3
Neuer IAB-Arbeitsmarktindikator: Nützlich, aber kein Ersatz für ifo und PMI.....	10
Grafik des Monats.....	12
Chartbook: Konjunktur	14
Chartbook: Branchen.....	17
Chartbook: Finanzmärkte.....	18
Chartbook: Wirtschaftspolitik.....	23
Eventkalender.....	24
Datenkalender	25
Finanzmarktprognosen	26
Datenmonitor	27

Deutschlands Hauspreise in internationaler und historischer Perspektive. Mit dem Anstieg der deutschen Hauspreise haben die Bedenken zugenommen, dass ein Immobilienboom begonnen hat, der mit spürbaren negativen Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft enden könnte. Unsere Analyse der Hauspreiszyklen der OECD-Länder zeigt, dass der augenblickliche Preisanstieg in Deutschland, im Vergleich mit vergangenen Anstiegen, moderat ausfällt. Verglichen mit anderen OECD-Staaten weist Deutschland sogar eine merklich unterdurchschnittliche Preisentwicklung auf. Wir erwarten, dass sich der Anstieg der Immobilienpreise in Deutschland fortsetzt, halten aber die Bildung einer Blase für unwahrscheinlich und sehen die Preisanstiege insgesamt als Normalisierung des Wohnimmobilienmarktes.

Neuer IAB-Arbeitsmarktindikator: Nützlich, aber kein Ersatz für ifo und PMI. Das IAB hat im Oktober einen neuen Frühindikator für die kurzfristige Entwicklung des deutschen Arbeitsmarktes vorgestellt. Im Gegensatz zu anderen Arbeitsmarkt-Frühindikatoren (ifo-Beschäftigungsbarometer und PMI-Beschäftigungskomponente) zielt er auf die Entwicklung der Arbeitslosigkeit und nicht der Beschäftigung ab. Mit einem Wert von 99,6 im Oktober deutet der IAB-Index wie die anderen Indikatoren auf eine anhaltende Seitwärtsbewegung des Arbeitsmarktes über die nächsten Monate hin, was sich mit unserer Einschätzung deckt. Zwar beschreibt der neue Indikator die Entwicklung der monatlichen Arbeitslosigkeit mit einem Monat Vorlauf relativ gut, allerdings ist aus wachstumsanalytischer Sicht die Beschäftigung der aussagekräftigere Indikator. Als zusätzliche Informationsquelle ist der IAB-Index gut geeignet. Ersetzen kann er aber weder das ifo-Beschäftigungsbarometer noch die Einkaufsmanagerumfragen.



Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

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

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

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

	2011	2012	2013P	2014P	2015P	2012				2013			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3P	Q4P
BIP	3,3	0,7	0,5	1,5	1,4	0,7	-0,1	0,2	-0,5	0,0	0,7	0,3	0,3
Privater Konsum	2,3	0,8	0,9	1,0	0,8	0,0	0,0	0,3	0,1	0,2	0,5	0,4	0,3
Staatsausgaben	1,0	1,0	0,8	0,7	0,2	0,4	-0,5	0,6	0,1	0,1	0,6	0,1	0,1
Anlageinvestitionen	6,9	-2,1	-1,2	3,4	2,8	-0,4	-1,9	0,1	-0,6	-2,1	1,9	0,4	0,6
Ausrüstungen	5,8	-4,0	-2,5	4,1	3,7	-0,4	-3,7	-0,6	-0,3	-2,1	0,9	0,5	1,0
Bau	7,8	-1,4	-1,1	2,2	2,5	-0,5	-1,0	0,5	-1,0	-2,2	2,6	0,3	0,3
Lager, %-Punkte	-0,1	-0,5	0,2	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	0,1	0,4	-0,1	-0,1	0,0
Exporte	8,0	3,2	1,7	6,5	6,0	1,7	1,4	0,5	-1,6	-0,7	2,2	2,0	2,3
Importe	7,4	1,4	2,5	6,7	6,0	0,1	0,7	0,1	-0,9	-0,4	2,0	2,3	2,7
Nettoexport, %-Punkte	0,7	0,9	-0,2	0,3	0,5	0,8	0,4	0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	0,0
Konsumentenpreise*	2,1	2,0	1,5	1,5	1,8	2,1	1,9	2,0	2,0	1,5	1,5	1,6	1,5
Arbeitslosenquote, %	7,1	6,8	6,9	6,7	6,6	6,8	6,8	6,8	6,9	6,9	6,8	6,8	6,9
Budgetsaldo, % BIP	-0,8	0,1	0,0	0,2	0,4								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,2	7,0	7,1	7,0	7,1								

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



Deutschlands Hauspreise in internationaler und historischer Perspektive

- Mit dem Anstieg der deutschen Hauspreise haben die Bedenken zugenommen, dass ein Immobilienboom begonnen hat, der mit spürbaren negativen Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft enden könnte.
- Unsere Analyse der Hauspreiszyklen der OECD-Länder zeigt, dass der augenblickliche Preisanstieg in Deutschland verglichen mit vergangenen Anstiegen moderat ausfällt. Verglichen mit anderen OECD-Staaten weist Deutschland sogar eine merklich unterdurchschnittliche Preisentwicklung auf.
- Wir erwarten, dass sich die Immobilienpreise in Deutschland auch in den kommenden Jahren weiter erhöhen. Dabei scheint die Bildung einer Blase aber eher unwahrscheinlich. So zeigen die für den Wohnungsmarkt relevanten Größen, wie beispielsweise der Arbeitsmarkt und die Kreditentwicklung, keine Anzeichen einer Überhitzung. Zudem stabilisieren institutionelle Faktoren, wie z.B. hohe Eigenkapitalanforderungen und Vorfälligkeitsentschädigungen. Aber auch der demographische Wandel und mögliche Eingriffe seitens der Regulierungsbehörden und der Regierung sollten einer Überhitzung entgegenwirken. Hinzu kommt, dass die Erschwinglichkeitsmaße, trotz Bewertungsschwierigkeiten, nicht auf den Beginn einer Blase hindeuten. Daher betrachten wir die Preisanstiege insgesamt als Normalisierung des Wohnimmobilienmarktes.

Der Anstieg der Preise auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt seit Anfang 2008, besonders in den Ballungszentren der Großstädte¹, löste Bedenken bezüglich des Beginns eines Immobilienbooms aus, vor allem vor dem Hintergrund der jüngsten Entwicklungen in den USA, Spanien und Irland. Sicherlich sind die Voraussetzungen für einen Boom in Deutschland im Augenblick gegeben: historisch niedrige Kreditzinsen, Angst vor einem Inflationsanstieg und, verglichen mit anderen Ländern, niedrige Immobilienpreise.

Die folgende Analyse der OECD-Immobilienpreiszyklen zeigt, dass der Anstieg der realen deutschen Immobilienpreise seit 2008 mit 1,7% jährlich nicht nur moderat verglichen mit den Anstiegen in den vergangenen deutschen Zyklen ist, sondern auch deutlich unter dem in anderen OECD-Ländern liegt. Aus einem solchen Vergleich kann zwar nicht die künftige Entwicklung abgeleitet werden, er hilft aber den Status quo des deutschen Zyklus einzuordnen.

Auch wenn wir einen Anstieg des realen Preisniveaus in den nächsten Jahren erwarten, halten wir die Bildung einer Blase in Deutschland für unwahrscheinlich. Bisher sehen wir keine Überhitzungsanzeichen der Wirtschaft und die besonderen institutionellen Merkmale, der anstehende demographische Wandel und die Möglichkeiten der Aufsichtsbehörden und der Regierung, bei Bedarf einzugreifen, sollten die Preisanstiege allerdings moderat ausfallen lassen. Daher betrachten wir den seit 2008 zu beobachtenden Preisanstieg als einen Normalisierungsprozess.²

¹ Gemäß Berechnungen der Deutschen Bundesbank könnten Hauspreise in den wichtigen Metropolregionen 10% überbewertet sein, wobei die fairen Werte demographische Entwicklungen und ökonomische Variablen berücksichtigen. In den großen attraktiven deutschen Städten könnten die Überbewertungen in einigen Fällen bis zu 20% betragen. Vergleiche Deutsche Bundesbank (2013) „Die Preissteigerungen bei Wohnimmobilien seit dem Jahr 2010: Einflussfaktoren und regionale Abhängigkeiten“. Monatsbericht Oktober 2013.

² Vergleiche auch Ausblick Deutschland: BIP-Prognose: Leichter Anstieg in Q1, Verlangsamung in Q2. April 2013. Ausblick Deutschland: Langsam aufwärts in 2013. Januar 2013. Ausblick Deutschland: Deutsche Konjunktur am Wendepunkt? Dezember 2012. Ausblick Deutschland: Ein riesiger Schritt für die EWU oder Echternacher Springprozeption? Oktober 2012. Global Economic Perspectives: Euro area property prices: Germany versus the rest. Juni 2012.



Identifizierung der Preiszyklen im Wohnimmobilienbereich

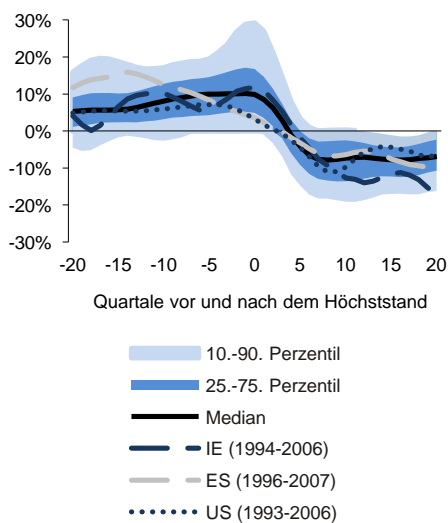
Um einen Immobilienpreiszyklus zu identifizieren, verwenden wir einen methodisch relativ einfachen Ansatz.³ Ein Aufschwung der Immobilienpreise ist definiert als ein Preisanstieg über mindestens sechs aufeinanderfolgende Quartale, wobei bei dieser Definition die Höhe des Preisanstiegs unberücksichtigt bleibt. Im Gegensatz dazu spricht man von einem Abschwung, wenn das Preisniveau in mindestens sechs aufeinanderfolgenden Quartalen fällt. Unter Verwendung der OECD-Immobilienpreisdaten analysieren wir die Entwicklung von 27 Industrieländern auf Quartalsbasis bis 1970 zurück.⁴ In unserem Datenbestand identifizieren wir unter Berücksichtigung dieser Definition 92 Aufschwünge und 74 Abschwünge.

Da wir besonders an der Entwicklung der Wirtschaft in extremen Zyklen (Immobilienboom und anschließender Krise, sogenannte Boom-Bust-Zyklen) interessiert sind, haben wir unsere Stichprobe weiter aufgeteilt. Um die moderaten Zyklen von den Boom-Bust-Zyklen abzugrenzen, verwenden wir den Medianpreisanstieg aller Aufschwünge, der im Durchschnitt der OECD-Länder 6,9% pro Jahr betrug, als Maß. Preisanstiege unterhalb des Wertes definieren wir als „moderat“ und Preisanstiege darüber als „Boom“.

Realer Hauspreisanstieg
(Boom-Bust Zyklen)

1

Annualisierte Quartals-Wachstumsraten



Quellen: OECD, DB Research

Größe und Dauer internationaler Hauspreiszyklen

Der internationale Hauspreiszyklus offenbart interessante Unterschiede zwischen Boom-Bust- und moderaten Zyklen. Im Vergleich zu früheren Zyklen der OECD-Länder ist die Amplitude des gegenwärtigen deutschen Zyklus äußerst moderat.

International stiegen die nominalen Hauspreise um jährlich 13,3% während eines Booms und 7,6 % während eines moderaten Zyklus, real stiegen sie um 9,2% bzw. 3,6% (Abbildungen 1 und 2). Während der Krise fielen die realen Preise um 7,2% jährlich und 3,2% während eines moderaten Preissenkungszyklus. Die Median-Dauer eines Booms beträgt 17 Quartale (Mittelwert: 25) und ist damit etwas länger als die Dauer der Preisrückgänge (Median: 14 Quartale, Mittelwert: 17). Der hohe Durchschnittswert für die Boomzyklen verglichen mit dem Medianwert resultiert aus einigen besonders langen Boomphasen (Abbildung 3). Darunter waren Irland, Spanien und die USA mit 50 Quartalen (1994-2007), 45 Quartalen (1996-2007) und 56 Quartalen (1993-2006). Während dieser Boomphasen stiegen die Preise in den Vereinigten Staaten um insgesamt 62%, in Spanien um 121% und in Irland sogar um 251%. Die sich anschließende Krise führte dann zu Preisrückgängen um 28% in den Vereinigten Staaten, um 35% in Spanien und um 50% in Irland. Diese Preiskorrekturen hatten starke negative Auswirkungen auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft.

³ Vergleiche Harding, D. (2003) Towards an econometric foundation for turning point based analysis of dynamic processes, Yale PhD dissertation, Chapter 4; Cunningham, R.; Kolet, I. (2007). Housing Market Cycles and Duration Dependence in the United States and Canada. Bank of Canada Working Paper 2007-2.

⁴ Länder in unserem Datenbestand sind Australien, Österreich, Belgien, Kanada, Tschechien, Dänemark, Finnland, Frankreich, Deutschland, Großbritannien, Griechenland, Island, Irland, Israel, Italien, Japan, Korea, Niederlande, Neuseeland, Norwegen, Portugal, Slowakei, Slowenien, Spanien, Schweden, Schweiz, USA.



Ausblick Deutschland

OECD-Länder: Unterschiedliche Entwicklung ökonomischer Indikatoren in Boom-Bust- und moderaten Zyklen

2

	Preise ↑	Preise ↓	Vergleichstests der Mittelwerte (Preise ↑ vs. Preise ↓)
Durchschnitt des realen Median-Hauspreiswachstums (gg. Vq., annualisiert)			
Boom-Bust Zyklen	9.2%	-7.2%	***
Moderate Zyklen	3.6%	-3.2%	***
Durchschnitt des nominalen Median-Hauspreiswachstums (gg. Vq., annualisiert)			
Boom-Bust Zyklen	13.3%	-0.6%	***
Moderate Zyklen	7.6%	0.4%	***
Durchschnitt des realen Median-BIP-Wachstums (gg. Vq., annualisiert)			
Boom-Bust Zyklen	3.2%	0.8%	***
Moderate Zyklen	2.8%	1.6%	***
Vergleichstests der Mittelwerte (Boom-Bust vs. moderate Zyklen)	**	***	
Durchschnitt des Median-Kreditwachstums (gg. Vq., annualisiert)			
Boom-Bust Zyklen	12.0%	8.0%	***
Moderate Zyklen	9.2%	8.0%	**
Vergleichstests der Mittelwerte (Boom-Bust vs. moderate Zyklen)	***		
Durchschnitt der Median-Arbeitslosenquoten			
Boom-Bust Zyklen	5.3%	6.2%	***
Moderate Zyklen	6.1%	7.2%	***
Vergleichstests der Mittelwerte (Boom-Bust vs. moderate Zyklen)	***	***	

Anmerkung: Boom-Zyklen sind definiert als Phasen mit Hauspreisanstiegen über dem Median und Bust-Zyklen als die sich daran anschließenden Preisrückgangsperioden. Die moderaten Zyklen erstrecken sich über die Preisanstiegsperioden unter dem Median und die sich daran anschließenden Preisrückgangsperioden. Die Gleichheit der Mittelwerte wurde mit einem einfachen t-Test getestet. Gleichheit der Mittelwerte kann zum 1% (***), 5% (**) und 10% (*) Signifikanzniveau abgelehnt werden.

Quellen: OECD, DB Research

Besonders lange Boomphasen

3

Land	Zeitpunkt des Hauspreishöhepunkts	Preisanstiege pro Jahr	Dauer (Quartale)
Belgien	2010 Q4	7,7%	103
Niederlande	2008 Q4	9,6%	72
Norwegen	2007 Q3	13,3%	59
Dänemark	2007 Q1	12,7%	56
USA	2006 Q4	4,5%	56
Irland	2007 Q1	20,1%	50
Schweden	2007 Q4	10,9%	49
Großbritannien	2007 Q4	14,6%	47
Spanien	2007 Q3	10,8%	45

Quellen: OECD, DB Research

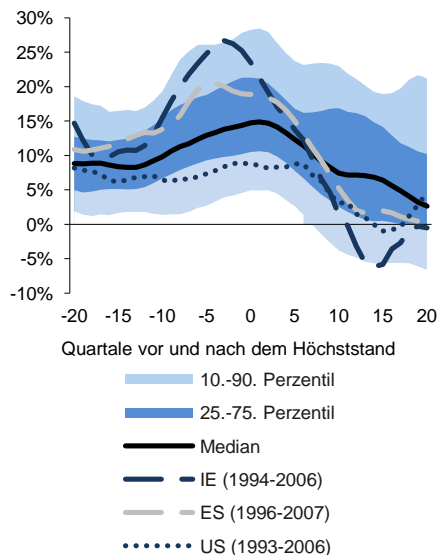
Vielfältige Wechselwirkungen zwischen Häuserpreisen, Finanzmärkten und der Realwirtschaft in Boom-Bust Zyklen

Die Veränderung der Häuserpreise hat signifikante Effekte auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft während Boom-Bust Zyklen (Abbildung 2). Die Kausalität ist allerdings nicht eindeutig. So gibt es sicherlich auch Rückwirkungen von den Finanzmärkten und der Realwirtschaft auf die Häuserpreise. Im Folgenden betrachten wir die Entwicklung von für den Häusermarkt wichtigen ökonomischen Indikatoren (Kreditwachstum, Wirtschaftswachstum und die Arbeitslosenquote) in Boom-Bust Zyklen genauer und legen den Fokus insbesondere auf die Immobilienbooms in Irland, Spanien und den Vereinigten Staaten (Abbildungen 3-6). Die Entwicklung dieser drei Variablen wird für den Zeitraum von 20 Quartalen vor dem Höhepunkt der Immobilienpreise (Boom-Phase) bis 20 Quartale danach (Bust-Phase) in den Abbildungen 4-6 dargestellt. Für die Boom-Bust

Kreditwachstum (Boom-Bust Zyklen)

4

Annualisierte Quartals-Wachstumsraten



Quellen: OECD, DB Research

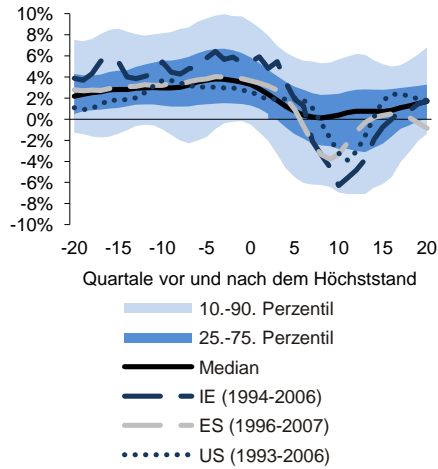


Ausblick Deutschland

Reales BIP Wachstum
(Boom-Bust Zyklen)

5

Annualisierte Quartals-Wachstumsraten



Quellen: OECD, DB Research

Zyklen in den OECD-Ländern werden die Entwicklungen der gesamten Verteilung jeder Variable abgebildet, was die unterschiedliche Entwicklung in den einzelnen Ländern verdeutlicht.

Ein Haupttreiber des Immobilienbooms war ein kräftiges Kreditwachstum. Im Verlauf vergangener Booms stieg das Kreditwachstum in den OECD-Ländern kontinuierlich auf 15% zum Zeitpunkt des Höhepunkts der Booms an und betrug im Durchschnitt 12% p.a. (Abbildung 3) Damit einher ging ein relativ kräftiges Wirtschaftswachstum, das allerdings nicht nachhaltig war. Während der Bust-Phase kühlte sich das Kreditwachstum innerhalb von fünf Jahren deutlich auf nur noch 2,5% ab. Dies hatte negative Effekte auf die Finanzmärkte und die Realwirtschaft. Zudem stieg die Verschuldung durch die massiven Interventionen der Staaten und der Zentralbanken erheblich an. Prominente Beispiele sind die Zyklen in den Vereinigten Staaten, Spanien und Irland.

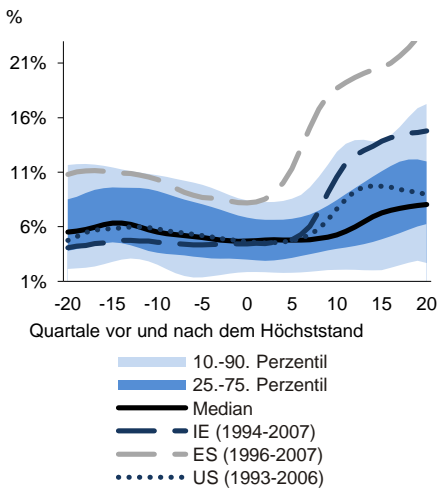
Während das reale Wirtschaftswachstum im Verlauf der Boom-Phasen in den OECD-Ländern bei 3,2% pro Jahr lag, waren dies in Bust-Phasen nur noch 0,8%. In den am stärksten betroffenen Ländern (25. Perzentil) ging die Wirtschaftsaktivität sogar zurück und es dauerte rund 5 Jahre bis diese sich wieder erholte. Mit der Wachstumsverlangsamung erhöhte sich die Arbeitslosenquote kontinuierlich von etwa 5% im Jahr des Höhepunkts der Häuserpreise auf 8% fünf Jahre danach. Dabei stieg die Arbeitslosenquote in den besonders betroffenen Ländern sogar um 5%-Punkte auf 12% an (75. Perzentil).

Interessanterweise liegt das durchschnittliche BIP-Wachstum über dem gesamten Boom-Bust Zyklus unter dem eines moderaten Zyklus. Dies verdeutlicht, dass Boom-Bust Zyklen negative ökonomische als auch gesellschaftliche Auswirkungen mit sich bringen.

Bis zum Jahr 2006/07 waren die jährlichen BIP-Wachstumsraten in den Vereinigten Staaten (2%), Spanien (3%) und Irland (5%) relativ konstant. Mit dem Einbruch der Häuserpreise fiel das Wachstum – insbesondere zwischen dem ersten und dritten Jahr – rapide. In den Vereinigten Staaten ging das reale BIP zeitweise um 3,8%, in Spanien um 3,7% und in Irland sogar um 7,1% zurück. 20 Quartale nach dem Höhepunkt der Häuserpreise und anschließender Korrektur expandierten die Volkswirtschaften wieder. Das BIP-Niveau lag allerdings immer noch unter dem vor dem Platzen der Blase. Besonders ausgeprägt war der Anstieg der Arbeitslosenquote in Spanien, die von 8% auf 26% zunahm. In Irland erhöhte sie sich von 4% auf 14% und in den USA verdoppelte sie sich von 5% auf 10%. Die Erholung auf dem Arbeitsmarkt setzte in den USA allerdings durch die schneller beginnende und stärkere Erholung der Realwirtschaft sowie dem wohl flexibleren Arbeitsmarkt früher als in Irland und Spanien ein. Zudem nahm die Bedeutung des Bausektors an der Gesamtwirtschaft in den Vereinigten Staaten während des Booms geringer zu als in Spanien und Irland (Abbildung 7). Daher war der Effekt der sektoralen Anpassungen, die die strukturelle Arbeitslosigkeit in die Höhe treiben, in den Vereinigten Staaten geringer.

Arbeitslosenquote (Boom-Bust Zyklen)

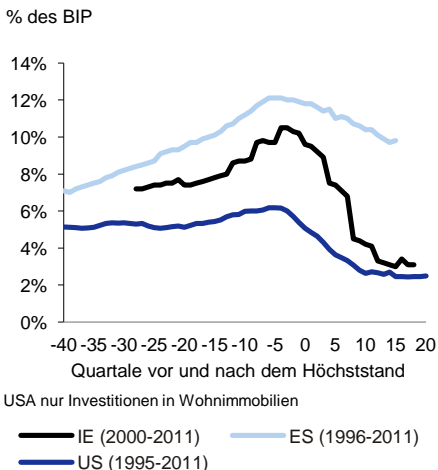
6



Quellen: OECD, DB Research

Bauinvestitionen

7



USA nur Investitionen in Wohnimmobilien

US (1995-2011)

Quellen: OECD, DB Research

Internationaler Vergleich von Hauspreiszyklen: Moderate deutsche Amplituden

Einfache Mittelwerttests zwischen den deutschen und den internationalen Hauspreiszyklen zeigen, dass die Preisbewegungen in Deutschland deutlich geringer waren (Abbildung 2). Während Aufschwüngen, also während der von uns definierten Booms sowie in Perioden mit moderaten Preisanstiegen, verteuerten sich die realen Hauspreise um 2,6% pro Jahr in Deutschland und um 6,9% in den OECD-Ländern. In den darauffolgenden Abschwungphasen fielen die Preise um 2,3% in Deutschland und um 5,2% in den OECD-Ländern.



Die Entwicklung des Wirtschaftswachstums, der Arbeitslosigkeit und der Kredite war ebenfalls deutlich unterschiedlich. In Preisanstiegsphasen expandierten die OECD-Länder um durchschnittlich 3% pro Jahr, und das Kreditwachstum lag bei etwa 11% p.a. In Abschwungphasen verlangsamte sich das Wachstum auf 1% und die Kreditvergabe auf 8% pro Jahr. Die Arbeitslosenquote stieg in der OECD um etwa 1 %-Punkt. In Deutschland ist eine so unterschiedliche Entwicklung nicht sichtbar, da es bisher in Deutschland keinen Boom-Bust-Zyklus gegeben hat, der üblicherweise zu solchen Ausschlägen führt. In Deutschland war das Wirtschaftswachstum in vergangenen Abschwungphasen der Hauspreise sogar höher als in Aufschwungphasen. Dagegen waren das Kreditwachstum und die Entwicklung der Arbeitslosenquote nicht signifikant unterschiedlich in den beiden Phasen.

Entwicklungen in Preisaufschwungs- und -abschwungsphasen: OECD-Länder ggü. Deutschland

8

	Preise ↑	Preise ↓	Vergleichstests der Mittelwerte (Preise ↑ vs. Preise ↓)
Durchschnitt des realen Median-Hauspreiswachstums (gg. Vq., annualisiert)			
Gesamte Stichprobe	6.9%	-5.2%	***
Deutschland	2.6%	-2.3%	***
Vergleichstests der Mittelwerte (Deutschland vs. gesamte Stichprobe)			
Deutschland 2008-12	1.7%	-	
Durchschnitt des realen Median-BIP-Wachstums (gg. Vq., annualisiert)			
Gesamte Stichprobe	3.0%	1.1%	***
Deutschland	1.8%	2.4%	***
Vergleichstests der Mittelwerte (Deutschland vs. gesamte Stichprobe)			
Deutschland 2008-12	1.8%	-	
Durchschnitt des Median-Kreditwachstums (gg. Vq., annualisiert)			
Gesamte Stichprobe	10.6%	7.7%	***
Deutschland	8.7%	8.4%	
Vergleichstests der Mittelwerte (Deutschland vs. gesamte Stichprobe)			
Deutschland 2008-12	1.8%	-	
Durchschnitt der Median-Arbeitslosenquoten			
Gesamte Stichprobe	5.4%	6.4%	***
Deutschland	5.1%	6.0%	
Vergleichstests der Mittelwerte (Deutschland vs. gesamte Stichprobe)			
Deutschland 2008-12	6.8%	-	

Anmerkung: Die Gleichheit der Mittelwerte wurde mit einem einfachen t-Test getestet. Gleichheit der Mittelwerte kann zum 1% (***) , 5% (**) und 10% (*) Signifikanzniveau abgelehnt werden.
Quellen: OECD, DB Research

Aktuelle deutsche Hauspreisanstiege unter denen in vergangenen Aufschwungphasen

In der Vergangenheit kam es in Deutschland nur dann zu Anstiegen der realen Hauspreise, wenn sich die Einkommens- und Inflationserwartungen signifikant änderten (Abbildung 9). In der ersten Phase Anfang der 1970er Jahre boomte die deutsche Wirtschaft und es herrschte Vollbeschäftigung. Die Phase Ende der 1970er Jahre fiel zusammen mit der Ölpreiskrise, die für ein Anziehen der Inflationsraten sorgte. Der Anstieg der realen Hauspreise ab Anfang der 1990er Jahre wurde durch den deutschen Wiedervereinigungsboom getrieben, wobei attraktive Abschreibungsbedingungen zu hohen Bauinvestitionen in Ostdeutschland führten. Die jüngste Phase begann mit dem Ausbruch der globalen Wirtschaftskrise im Jahr 2008, wobei historisch niedrige Geldmarkt- und Kapitalmarkt-zinsen, aufkommende Inflationssorgen und eine verglichen zu anderen Ländern niedrige Bewertung die Preisentwicklung begünstigte.



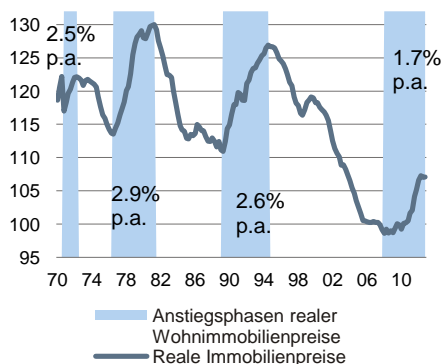
Im Vergleich zu vergangenen deutschen Phasen realer Hauspreisanstiege ist die aktuelle Preisentwicklung bis jetzt als äußerst moderat zu bezeichnen (Abbildung 8). Während die realen Preise seit Anfang 2008 nur um 1,7% pro Jahr stiegen, verteuerten sich diese in vergangenen Aufschwungphasen mit 2,6% pro Jahr signifikant höher.

Schlussfolgerungen

Reale Immobilienpreise in Deutschland

9

Index 2010 = 100



Quellen: OECD, DB Research

Unsere Untersuchung zeigt starke negative Auswirkungen von platzenden Häuserblasen auf die Finanzmärkte und die Realökonomie. Nicht nur war die Realwirtschaft in diesen Zeiten volatiler, sondern auch das Wachstum war in Boom-Bust-Zyklen niedriger als in moderaten Hauspreiszyklen. Die negativen Konsequenzen platzender Hauspreisblasen waren besonders tiefgreifend in den USA, Spanien und Irland. Darüber hinaus zeigte sich, dass hohe Schuldenstände und der Anstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit das längerfristige Wachstum dämpften.

Im Vergleich zu internationalen Hauspreiszyklen waren deutsche Zyklen in den 1970er Jahren und am Ende der 1980er Jahre eher durch moderate Entwicklungen gekennzeichnet. Diese begannen dann, wenn sich Einkommens- und Inflationserwartungen merklich änderten. Richtige Boom-Bust-Zyklen mit im internationalen Vergleich überdurchschnittlichen Preisanstiegen und –rückgängen gab es in Deutschland nicht.

Der von uns durchgeführte Vergleich mit früheren Zyklen sowie der Entwicklung in anderen Ländern kann zwar die Frage nicht beantworten, ob die deutsche Entwicklung in einen Boom mit anschließender schmerzhafter Korrektur endet. Wenn, dann steht Deutschland überhaupt erst am Anfang einer solchen Entwicklung. Unsere Analyse liefert aber eine recht gute Einschätzung der gegenwärtigen Marktlage, die von einigen Beobachtern schon als Hauspreisboom bezeichnet wird.

Folgende Schlussfolgerungen lassen sich ziehen:

1. Der aktuelle Preisanstieg in Deutschland ist eher moderat relativ zur eigenen Historie und insbesondere zu früheren internationalen Entwicklungen. Er konzentriert sich zudem vor allem auf Metropolregionen, wo die Preise überdurchschnittlich gestiegen sind und insbesondere Wohnungen gemäß einer Studie der Bundesbank rund 10% überbewertet sein könnten.
2. Die positive Interaktion von Preiserwartungen, Kreditentwicklung und Realwirtschaft, die die Boom-Bust-Zyklen in vielen OECD-Ländern charakterisierten, sind in Deutschland nicht vorhanden. Aktuell wächst Deutschlands Wirtschaft in etwa mit der Potenzialrate und das Kreditwachstum ist eher moderat. Ebenso sind die Kreditstandards laut Bank Lending Survey straffer geworden. Lediglich der Arbeitsmarkt mit einer Beschäftigung auf historischem Hoch deutet auf ein relativ dynamisches makroökonomisches Umfeld hin.
3. Wir erwarten, dass der seit vier Jahren andauernde deutsche Hauspreiszyklus sich noch einige Zeit fortsetzen dürfte, da die Zinssätze wahrscheinlich noch eine Zeit recht niedrig bleiben dürften, die Nettozuwanderung nach Deutschland auf hohem Niveau bleiben könnte und Deutschlands Wirtschaft seinen robusten Wachstumskurs in den nächsten Jahren fortsetzen sollte. Darüber hinaus könnten negative Entwicklungen in den Peripherieländern der Eurozone und ein Wiederaufleben der Unsicherheit an den Finanzmärkten zu zusätzlicher Nachfrage nach deutschen Wohnimmobilien führen.
4. Wir erwarten allerdings weiterhin keine Blase auf dem deutschen Wohnimmobilienmarkt. Dafür sprechen das institutionelle Umfeld, die demografische



Entwicklung und, falls notwendig, Eingriffe von Regulierungsbehörden und der Regierung. Angesichts des zuvor 15 Jahre andauernden Rückgangs der realen Hauspreise ist der gegenwärtige Anstieg der Hauspreise daher insgesamt eher als Normalisierung zu interpretieren.

Marie Lechler

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

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



Neues IAB-Arbeitsmarktbarometer: Nützlich, aber kein Ersatz für ifo und PMI

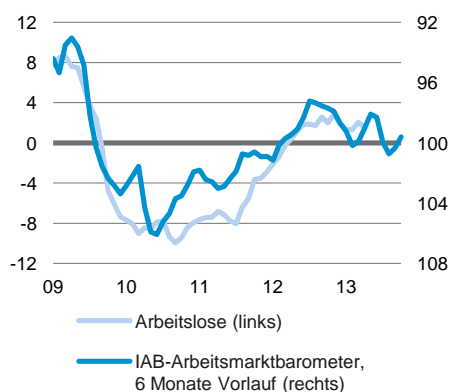
- Die Forschungseinrichtung der Bundesagentur für Arbeit (IAB) hat im Oktober einen neuen Frühindikator für die kurzfristige Entwicklung des deutschen Arbeitsmarktes vorgestellt. Dieser basiert auf einer Vollerhebung unter den Geschäftsführern aller Arbeitsagenturen.
- Im Gegensatz zu anderen Arbeitsmarkt-Frühindikatoren (ifo-Beschäftigungsbarometer und PMI-Beschäftigungskomponente) zielt er auf die Entwicklung der Arbeitslosigkeit und nicht der Beschäftigung ab. Künftig soll der Index gegen Ende jedes Monats veröffentlicht werden, wenige Tage vor dem aktuellen Arbeitsmarktbericht.
- Mit einem Wert von 99,6 im Oktober deutet der IAB-Index wie die anderen Indikatoren auf eine anhaltende Seitwärtsbewegung des Arbeitsmarktes über die nächsten Monate hin, was sich mit unserer Einschätzung deckt.
- Zwar beschreibt der neue Indikator die Entwicklung der monatlichen Arbeitslosigkeit mit einem Monat Vorlauf relativ gut, da er aufgrund der breiten Informationsbasis aus den Regionen Sonderentwicklungen besser aufgreift. Allerdings ist aus wachstumsanalytischer Sicht die Beschäftigung der wichtigere Indikator, wozu der IAB-Indikator naturgemäß weniger aussagekräftig ist. Als zusätzliche Informationsquelle ist der IAB-Index gut geeignet. Ersetzen kann er aber weder das ifo-Beschäftigungsbarometer noch die Einkaufsmanagerumfragen.

Mit ihrem neuen IAB-Arbeitsmarktindikator bringt die Forschungseinrichtung der Bundesagentur für Arbeit einen weiteren Frühindikator für den deutschen Arbeitsmarkt auf den Markt.⁵ Der Index soll einmal im Monat etwa zwei Tage vor dem aktuellen Arbeitsmarktbericht der Bundesagentur für Arbeit veröffentlicht werden und die Entwicklung der Arbeitslosenzahl auf eine Sicht von rund drei Monaten beschreiben. Der entscheidende Unterschied zu den vorhandenen Indikatoren ist das Abzielen auf die Entwicklung der Arbeitslosigkeit und nicht der Beschäftigung. Die wohl gebräuchlichsten und nützlichsten Indikatoren für die Beschäftigungsentwicklung sind das ifo-Beschäftigungsbarometer und die Beschäftigungskomponente des Einkaufsmanagerindex (PMI).

IAB-Arbeitsmarktbarometer deutet auf stabile Arbeitslosigkeit hin

1

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



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, IAB

Arbeitsmarktindikator mit Mehrwert

Für den IAB-Indikator werden alle Geschäftsführer der über 150 lokalen Arbeitsagenturen befragt, wie sich die Arbeitslosigkeit (unabhängig von den saisonalen Schwankungen) in ihrem eigenen Bezirk in den nächsten drei Monaten entwickeln wird. Die Antwortmöglichkeiten sind: „viel mehr“, „mehr“, „gleich“, „weniger“ und „viel weniger“. Die Antworten werden in einen Index übersetzt, wobei ein Wert von 100 auf eine konstante Arbeitslosenzahl hindeutet. Werte über 100 signalisieren eine sinkende Arbeitslosenzahl. Bei der Umfrage handelt es sich um eine Vollerhebung. Die Umfrage wird allerdings erst seit November 2008 durchgeführt. Der Stützzeitraum ist dadurch bislang noch recht kurz und überdies durch die Auswirkungen der Finanz- und Staatsverschuldungskrise geprägt.

Zu den Vorteilen der neuen Umfrage gehören laut IAB zum Beispiel, dass lokale Gegebenheiten und Informationen schnell aufgegriffen werden können. So ste-

⁵ Siehe Hutter, Christian, Enzo Weber, Katrin Schmidt und Silke Delfs (2013). Neuer Frühindikator für die Entwicklung der Arbeitslosigkeit: Startschuss für das IAB-Arbeitsmarktbarometer. IAB-Kurzbericht, 20/2013. bzw. Hutter, Christian und Enzo Weber (2013). Constructing a New Leading Indicator for Unemployment from a Survey among German Employment Agencies. IAB-Discussion Paper Nr. 17. Nürnberg.



Ausblick Deutschland

Prognosen: IAB-Index besser als ifo

2

Veränderung gg. Vm., Tsd.



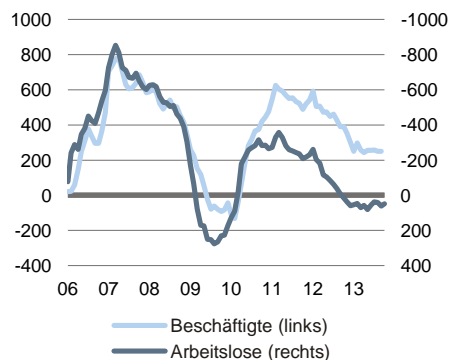
* Einfache lineare Prognose der Änderung der Arbeitslosenzahl basierend auf den Arbeitsmarktindizes (1 bzw. 2 Monate verzögert).

Quelle: ifo, IAB, Bundesagentur für Arbeit

Entkopplung der Beschäftigten- von der Arbeitslosenzahl seit 2010

3

Tsd., gg. Vj.

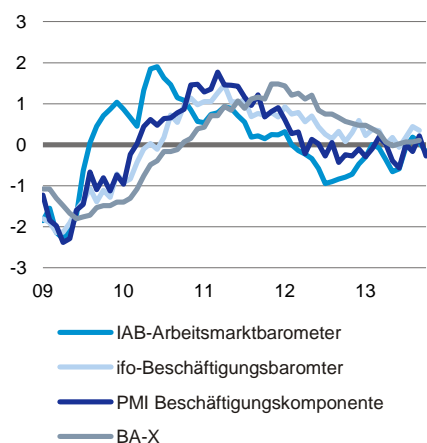


Quellen: Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit

Arbeitsmarktindikatoren: Keine fundamental unterschiedliche Botschaft

4

Standardisierte Werte



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, ifo, IAB, Markt

hen Arbeitsagenturen bspw. oft im Kontakt zu den lokalen Handwerkskammern und Firmen. Größere Firmenschließungen oder Neugründungen werden so erfasst. Umgekehrt sollten diese aber auch in den Beschäftigungsabsichten der Unternehmen (ifo/PMI) reflektiert sein. Wichtiger könnte daher sein, dass auch das Ende von Arbeitsmarktmaßnahmen im Gegensatz zu den Beschäftigungsindikatoren in den IAB-Index einfließt. Zudem müssen sich Arbeitslose in Deutschland spätestens drei Monate vor einem anstehenden Arbeitsplatzverlust bei der Arbeitsagentur melden. Dadurch kann ein Vorlauf gegenüber der Entwicklung der Arbeitslosigkeit entstehen.

Hohe Prognosegüte der monatlichen Arbeitsmarktzahlen

Die Veröffentlichung der monatlichen Arbeitsmarktzahlen produziert immer wieder gewisse Überraschungen. So führte das Auslaufen von Arbeitsmarktprogrammen im September zu einem ungewöhnlich hohen Anstieg der saisonbereinigten Arbeitslosenzahl um 25 Tsd., wohingegen der Durchschnitt der Analysten einen Rückgang um 5 Tsd. erwartet hatte. Eine einfache Prognose auf Basis des IAB-Index war in diesem Fall zwar auch nicht viel näher an der Realität als Prognosen auf Basis des ifo und PMI. Auf den gesamten vorliegenden Zeitraum zeigt sich aber, dass der IAB-Index bei einem Monat Vorlauf immerhin 67% der Schwankung der Arbeitslosenzahl erklären kann (Grafik 2). Beim ifo-Beschäftigungsbarometer sind es 32% und beim PMI 44% (je zwei Monate Vorlauf). Damit liefert der neue Arbeitsmarktindikator für diese spezifische Aufgabe einen merklichen Mehrwert.

Konjunkturrelevanz weniger ausgeprägt

Für die Wachstumsanalyse ist die Beschäftigung (derzeit) ein aussagefähigerer Indikator als die Arbeitslosigkeit. So besteht dank hoher Zuwanderungszahlen und steigender Erwerbsquoten von Älteren und Frauen derzeit eine Diskrepanz zwischen der Entwicklung der Arbeitslosen- und Beschäftigtenzahl. So lag die Beschäftigtenzahl zuletzt gut 250 Tsd. höher als im letzten Jahr, während die Arbeitslosenzahl um 50 Tsd. höher lag und damit ein negativeres Bild zeichnet. Aufgrund der Einkommens- und Wertschöpfungseffekte durch die anhaltend steigende Beschäftigung überwiegt der Konjunkturimpuls aus dieser Richtung die (leicht) negativen Effekte der steigenden Arbeitslosigkeit deutlich.

Aufgrund der Konstruktion und des Zwecks des IAB-Indikators ist er weniger gut geeignet, die Beschäftigungsentwicklung zu prognostizieren als zum Beispiel das ifo-Beschäftigungsbarometer und der PMI, für die die Unternehmen nach ihren Beschäftigungsabsichten befragt werden. Der PMI kann gut 80% der Veränderung der Beschäftigung erklären. Beim Index vom ifo-Institut und dem IAB liegt der Wert bei etwa der Hälfte.

Unabhängig von der spezifischen Prognosegüte für die monatlichen Schwankungen der Beschäftigten- und Arbeitslosenzahl sprechen aber alle Arbeitsmarktindikatoren für eine fortgesetzte Stabilität am deutschen Arbeitsmarkt mit teilweise leichten Aufwärtstendenzen. Mit dem IAB-Arbeitsmarktindikator steht nun ein weiter valider Index zur Verfügung, der diese Erwartung stützt.

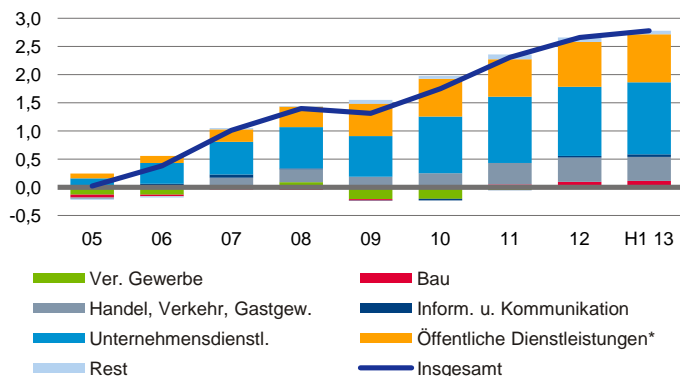
Oliver Rakau (+49 69 910-31875, oliver.rakau@db.com)



Grafik des Monats

Unternehmensdienstleister und öffentlicher Sektor treiben Beschäftigungsaufbau

Kumulierter Stellenaufbau seit Anfang 2005 nach Sektoren, Mio. Erwerbstätige



* Öffentliche Dienstleister, Erziehung und Gesundheit

Quelle: Statistisches Bundesamt

Beschäftigungsentwicklung nach Sektoren

	Anteil, %			Veränd., Tsd.
	1995	2005	H1 2013	
Land- u. Forstwirtschaft, Fischerei	2.3	1.7	1.6	-38
Prod. Gewerbe ohne Bau	23.4	19.9	18.8	5
Ver. Gewerbe	21.3	18.4	17.5	33
Baugewerbe	8.9	6.0	5.9	83
Handel, Verkehr, Gastgewerbe	22.8	23.4	22.9	425
Information u. Kommunikation	2.7	3.2	3.0	44
Finanz- und Versicherungsdienstl.	3.3	3.2	2.9	-69
Grundstücks- und Wohnungswesen	0.8	1.1	1.1	21
Unternehmensdienstleister	7.5	11.1	13.2	1281
Öffentliche Dienstl., Erziehung, Gesundheit	21.7	23.0	23.3	850
Sonstige Dienstleister	6.5	7.4	7.3	170

Quelle: Statistisches Bundesamt

Beschäftigungs“wunder“ dank Demografie und Unternehmensdienstleistungen

Mit 41,84 Mio. hat die Zahl der Erwerbstätigen im September saisonbereinigt wieder ein neues Rekordniveau erreicht. Von Anfang 2005 bis Mitte 2013 wurden insgesamt 2,8 Mio. Stellen in Deutschland geschaffen. **Unternehmensdienstleister** (+1,3 Mio.) und **öffentliche Dienstleister** (inkl. Erziehung u. Gesundheit, +850 Tsd.) trugen drei Viertel des Anstieges, obwohl sie nur etwa ein Drittel aller Beschäftigten stellen.

Rund 46% des gesamten Beschäftigungsaufbaus kamen aus dem Bereich **Unternehmensdienstleister**, wovon wiederum mehr als 40%⁶ auf die Vermittlung und Überlassung von Arbeitnehmern (Zeitarbeit) entfielen. Nicht näher spezifizierte Unternehmensdienstleister stehen für fast ein Viertel und Rechts-, Steuer- und Unternehmensberatung für gut 15% des Anstiegs der Arbeitnehmerzahl.

Im **öffentlichen Sektor** konzentrierte sich der Beschäftigungsanstieg auf die Bereiche Gesundheits- und Sozialwesen sowie auf (Alten-)Heime (insgesamt +690 Tsd.). Dieser Sektor sollte auch künftig deutlich von dem fortschreitenden demografischen Wandel profitieren. Auch im Erziehungs- und Bildungsbereich (+290 Tsd.) wurden Stellen geschaffen, davon mehr als ein Drittel in der Kindertagesbetreuung. Bei der öffentlichen Verwaltung, Verteidigung und der Sozialversicherung verschwanden hingegen gut 200 Tsd. Stellen, was fast zur Hälfte aus dem Abbau bei der Bundeswehr und insbesondere der abgeschafften Wehrpflicht resultierte.

Der Sektor **Handel, Verkehr und Gastgewerbe** (Anfang 2005 bis Mitte 2013: +425 Tsd.) war der dritte wichtige Wachstumstreiber. Fast 60% des Beschäftigungsanstiegs des Sektors kamen dabei vom Gastgewerbe, rd. 30% vom Verkehr und 10% vom Handel.

Nur ein geringes Stellenplus gab es dagegen im **verarbeitenden Gewerbe** (+33 Tsd.) und im **Bau** (+83 Tsd.). Im verarbeitenden Gewerbe dürften das fortschrei-

⁶ Tiefer gegliederte Daten werden nur auf Jahresbasis veröffentlicht und beziehen sich weitgehend auf den Vergleich 2012 gg. 2004.



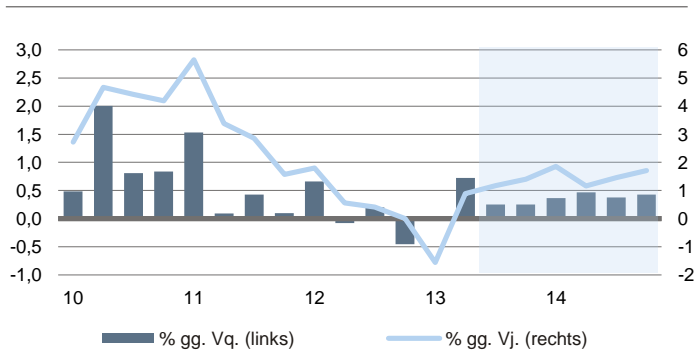
tende Ausgliedern von nicht den Kernaufgaben zuzurechnenden Tätigkeiten, das Nutzen internationaler Wertschöpfungsketten und das Zurückgreifen auf z.B. Zeitarbeiter das Beschäftigungsplus trotz kräftiger Produktionsausweitung gebremst haben. Im Bausektor zeigte sich zwar zuletzt ein kräftiger Beschäftigungsanstieg, aufgrund des Rückgangs vor allem im Jahr 2005 blieb der Beitrag zum Anstieg der Gesamtbeschäftigtenzahl im betrachteten Zeitraum aber gering.

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



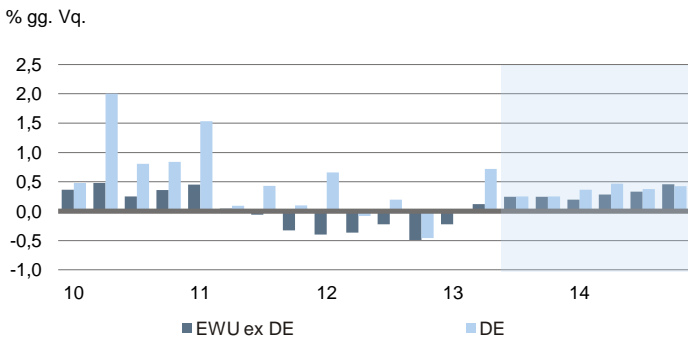
Chartbook: Konjunktur (1)

Entwicklung des realen BIP



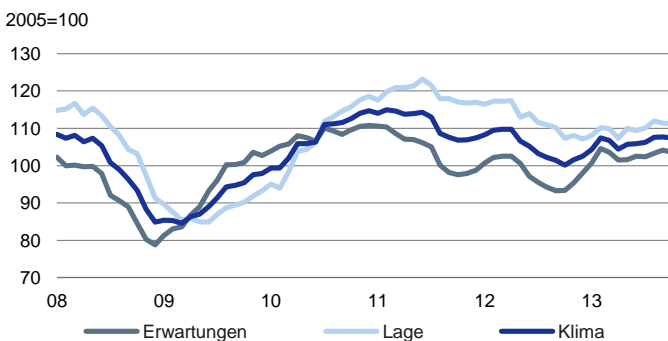
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

BIP-Entwicklung: DE vs. EWU



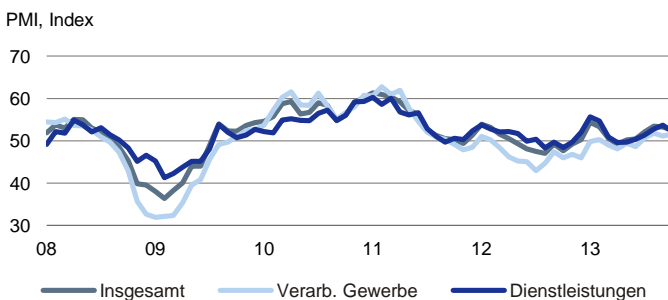
Quelle: Eurostat

Ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt



Quelle: ifo

Einschätzung der Einkaufsmanager



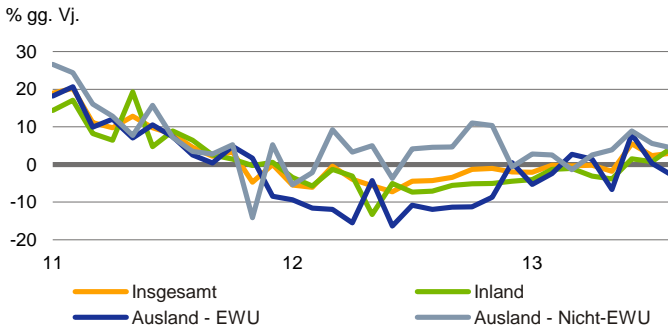
Quelle: Markit

- In Q2 stieg das BIP um 0,7% gg. Vq. und beendete damit die Schwächephase des Winterhalbjahres. Das recht starke Wachstum ging teilweise auf Nachhol- und Sondereffekte zurück.
- Im laufenden dritten Quartal dürfte das BIP weniger stark zulegen. Wir erwarten ein Wachstum von etwa 0,3% gg. Vq. Der Auftragseingang und die Industrieproduktion legten im Juli/August weniger stark zu als im zweiten Quartal. Das Niveau des Einkaufsmanagerindex in Q3 stützt unsere Wachstumserwartung ebenfalls, während der ifo-Index sogar ein etwas positiveres Bild zeichnet.
- Für 2013 erwarten wir ein Wirtschaftswachstum von 0,5%. 2014 könnte das Plus dann 1,5% betragen.
- Das BIP der Eurozone wuchs in Q2 2013 um 0,3% gg. Vq. Damit endete die 6 Quartale dauernde Rezession. Neben Deutschland (+0,7%) trug auch Frankreich (+0,5%) deutlich zum Wachstum bei. In Italien (-0,3%) und Spanien (-0,1%) schrumpfte das BIP langsamer.
- Angesichts des verbleibenden Anpassungsbedarfs in einigen EWU-Ländern und des schwachen Welthandels (August: +2,2% gg. Vj., gl. 3M-Schnitt) dürfte das EWU-BIP in H2 nur leicht wachsen.
- Das EWU-BIP dürfte in 2013 trotz des positiven Wachstums in H2 erneut sinken. Vor allem wegen des stärker als erwarteten Wachstums in Q2 13 haben wir allerdings die Prognose von -0,6% auf -0,2% erhöht (2012: -0,6%).
- Nach fünf Anstiegen in Folge fiel der ifo-Index im Oktober (107,4 nach 107,7) vor allem aufgrund niedrigerer Erwartungen (103,6 nach 104,2) etwas. Bei den Erwartungen dürfte der Streit um die US-Schuldenobergrenze eine Rolle gespielt haben. Der Index blieb aber über seinem Q3-Schnitt und auf ihrem derzeitigen Niveau deuten die ifo-Erwartungen weiter auf ordentliches BIP-Wachstum hin. Zudem stiegen die Exporterwartungen auf ein neues Jahreshoch.
- Zwar fiel der Index für das wichtige Verarbeitende Gewerbe (103,0 nach 103,5) und den Einzelhandel. Der Bauindex blieb hingegen unverändert und der ifo-Index für den Großhandel glich den Vormonatsrückgang aus.
- Der Composite Einkaufsmanagerindex fiel im Okt. zwar moderat (52,6 nach 53,2). Trotz des zweiten Rückgangs in Folge blieb er aber in etwa auf dem Q3-Durchschnitt und deutet damit auf moderates BIP-Wachstum hin.
- Der Rückgang des Gesamtindex ging auf den Dienstleistungssektor zurück. Mit 52,3 nach 53,7 zuvor deutet dessen Index aber auf eine intakte inländische Konjunktur hin. Zudem blieben die Geschäftserwartungen auf hohem Niveau stabil. Der Index für das verarbeitende Gewerbe verbesserte sich dagegen leicht und stützt die Erwartung eines moderaten Aufwärtstrends des industriellen Sektors.



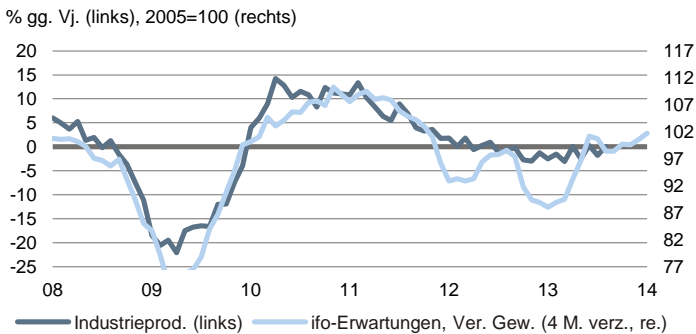
Chartbook: Konjunktur (2)

Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe



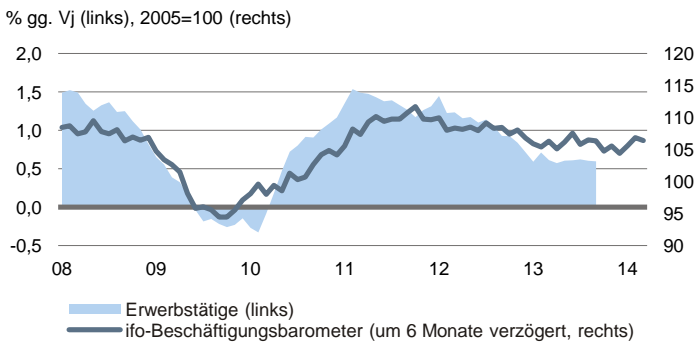
Quelle: Statistisches Bundesamt

Industrieproduktion und ifo-Erwartungen



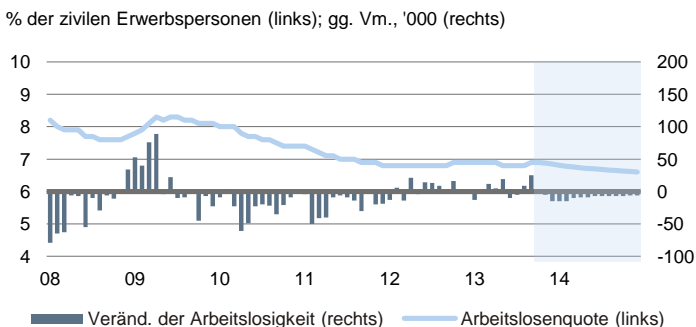
Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Erwerbstätige und ifo-Beschäftigungsbarometer



Quellen: ifo, Bundesagentur für Arbeit

Arbeitslosigkeit



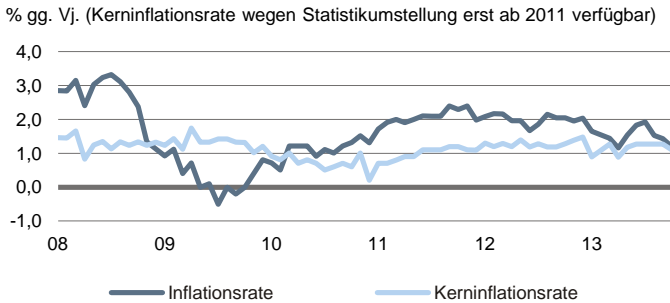
Quelle: Bundesagentur für Arbeit, DB Research

- Der Auftragseingang folgt einem moderaten (und aufgrund von Großaufträgen volatilen) Aufwärtstrend. In den letzten drei Monaten lag er im Schnitt 3,5% über Vorjahr. Ohne die Großaufträge von der Luftfahrtmesse in Paris im Juni/Juli beträgt das Plus 1,3%. Insgesamt ist das Niveau also noch niedrig.
- Im August (-0,3% gg. Vm.) und Juli (-1,9%) fiel der Auftragseingang zwar. Im Vergleich zum Vorquartal liegt er aber noch 0,7% höher. Rechnet man Großaufträge heraus, betrug das Plus im August 2,9% nach -1,8% im Juli.
- Ifo und PMI deuten für die nächsten Monate auf eine aufwärtsgerichtete Auftragsentwicklung hin.
- Mit +1,4% gg. Vm. im August glich die Industrieproduktion den schwachen Vormonat aus (1,1%). Dies ging vor allem auf Investitionsgüter zurück (+4,4%).
- Blicke die Produktion im September unverändert, würde das Produktionsplus in Q3 0,8% gg. Vq. betragen. Damit würde der Industriesektor erneut, allerdings weniger stark als im Vorquartal, zum BIP-Wachstum beitragen. Insgesamt ist die Produktion noch niedrig. In den letzten drei Monaten lag sie noch knapp 1% unter Vorjahr.
- Stimmungsindikatoren, die Kapazitätsauslastung und die etwas positivere globale Konjunktur deuten darauf hin, dass die Industrie in Q4 weiter moderat zulegen sollte.
- Die Beschäftigung legt dank Zuwanderung und steigender Erwerbsquoten weiterhin ordentlich zu. Im September war sie rd. 250 Tsd. höher als im Vorjahr, während die Arbeitslosigkeit um etwa 50 Tsd. über dem Vorjahreswert lag und damit ein negatives Bild zeichnet.
- Im September 2013 lag die Beschäftigung wie im Vormonat um 0,6% über Vorjahr. Damit setzt sich der moderate Beschäftigungsaufbau fort. Die Zahl der sozialvers. Beschäftigten lag zuletzt 1,2% über Vj.
- Trotz des nur leichten Anstiegs um 2 Tsd. gg. August markiert die Zahl der Erwerbstätigen weiter historische Höchststände (saisonbereinigt 41,8 Mio.).
- Die übliche Erholung des Arbeitsmarktes im Herbst scheint dieses Jahr etwas schwächer auszufallen, so stieg die Arbeitslosigkeit im Oktober um 2 Tsd. gegenüber September, der dritte Anstieg in Folge. Das starke Einmaleffekten geschuldete Plus im September (+25 Tsd.) wiederholte sich aber nicht. Die Arbeitslosenquote blieb konstant bei 6,9%.
- Frühindikatoren deuten derzeit leichte Aufwärtstendenzen für den Arbeitsmarkt an. Wir erwarten für das laufende Jahr eine Arbeitslosenquote von 6,9%, die im Jahr 2014 dank der stärkeren Konjunktur auf 6,7% sinken sollte.



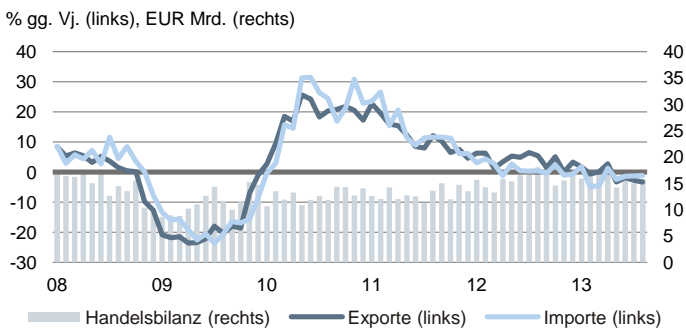
Chartbook: Konjunktur (3)

Inflationsrate und Kerninflationsrate



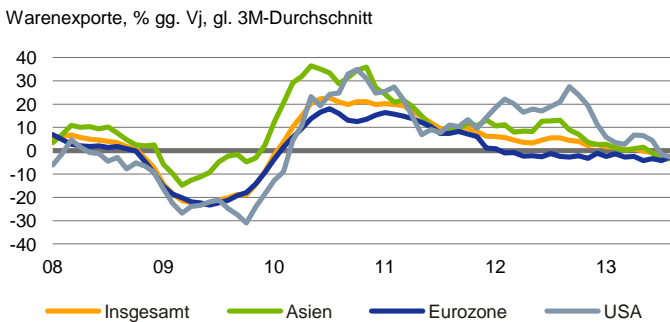
Quellen: Statistisches Bundesamt

Warenhandel



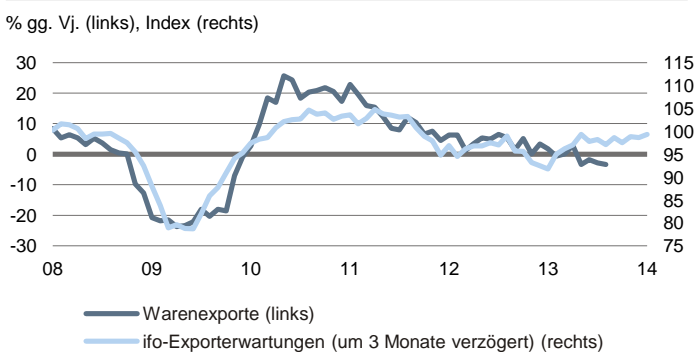
Quelle: Deutsche Bundesbank

Deutsche Warenexporte



Quelle: Deutsche Bundesbank

Exporte & ifo-Exporterwartungen



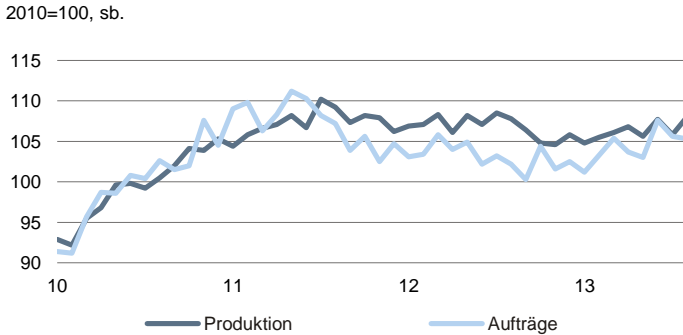
Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo

- Die Inflation ging im Oktober weiter zurück von 1,4% gg. Vj. auf 1,2%. Dazu trugen Energie- (-0,5% nach -0,2%), Nahrungsmittelpreise (+4,1% nach +4,7%) und die Kerninflation (+1,1% nach +1,3%) bei. Damit spiegeln Energie- und Nahrungsmittelpreise die rückläufigen Weltmarktpreise und den relativ starken EUR. Bei der Kerninflation dürfte die Abschaffung der Studiengebühren in Bayern eine Rolle gespielt haben.
- Wir senken unsere Inflationsprognose für 2013 von 1,6% auf 1,5%. Seit Jahresbeginn liegt die Inflation bei 1,5%. Angesichts des moderaten BIP-Wachstums, der Erwartung stabiler Rohstoffpreise und geringerer Lohnsteigerungen sollte die Inflation gedämpft bleiben.
- Der Handelsbilanzüberschuss erholte sich im August wieder etwas (EUR 15,8 Mrd. nach EUR 15,0 Mrd. im Juli). Dabei stiegen die Exporte um 1,0% gg. Vm. und die Importe um 0,1%.
- Im laufenden Quartal lag der Handelsbilanzsaldo allerdings bislang leicht unter dem Vorquartal, da sich die Exporte etwas schwächer als die Importe entwickelten.
- Die Außenhandelsdynamik war in H1 insgesamt gering und der Vorjahresvergleich der deutschen Im- und Exporte fiel zuletzt in den leicht negativen Bereich. Der Welthandel wuchs in H1 mit im Schnitt 1,8% gg. Vj. auch nur schwach (2012: +2,0%; 2011: 6,2%).
- In den letzten drei Monaten fiel der Vorjahresvergleich der Exporte in den negativen Bereich (August: -2,3%, gl. 3-Monatsschnitt), da selbst die Exporte in die USA im Juli unter das Vorjahresniveau gefallen waren. Die Exporte in die EWU-Länder sinken schon seit Anfang 2012.
- Seit dem Beginn der Eurokrise ist der Anteil der EWU-Exporte an den gesamten deutschen Exporten um nahezu 10%-Punkte auf zuletzt etwa 37% gefallen (Asien 16% und USA 8%), da die Krisenländer ihre Importe stark einschränkten: Spanien -36%; Italien -10%; Portugal -24% (2012 gg. 2008).
- Die Exporterwartungen bewegen sich seit Anfang 2013 in etwa seitwärts und befinden sich aktuell auf einem Niveau etwas über dem langfristigen Durchschnitt. Auch die Exportaufträge laut PMI befinden sich im Expansionsbereich. Seit Anfang 2013 überzeichnen die ifo-Erwartungen die tatsächliche Exportentwicklung aber merklich. Die Exportdynamik dürfte in den nächsten Monaten somit kaum zulegen.
- Die deutschen Importe dürften bei einer gedämpften Erholung der Rohstoffpreise, dem Ende des Lagerabbaus sowie einem recht hohen Beschäftigungsniveau und realem Einkommensplus etwas stärker als der Export wachsen.



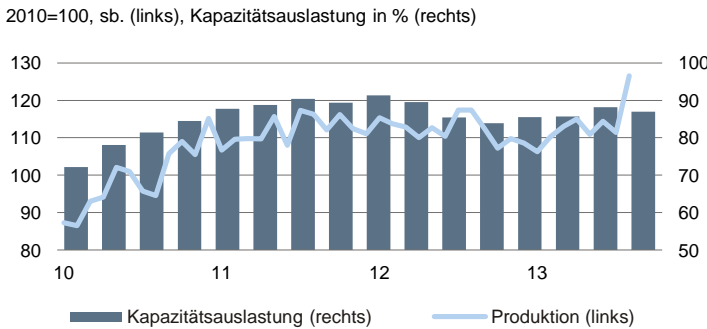
Chartbook: Branchen

Verarbeitendes Gewerbe: Produktion und Aufträge



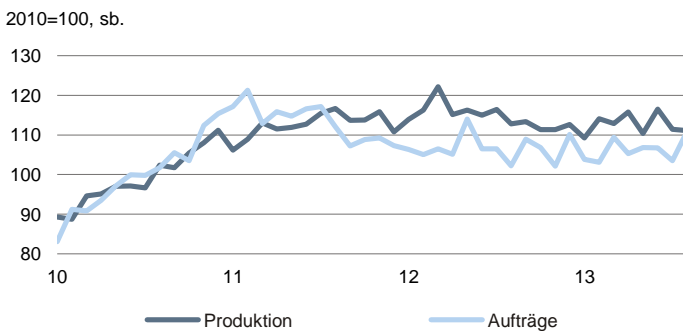
Quelle: Statistisches Bundesamt

Automobilindustrie: Produktion & Kapazitätsauslastung



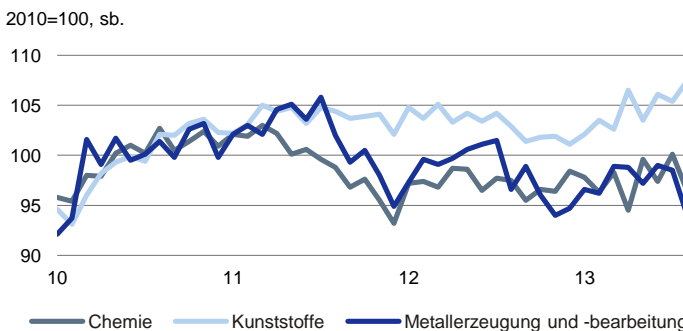
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Maschinenbau: Produktion und Aufträge



Quelle: Statistisches Bundesamt

Frühzyklische Branchen: Produktion



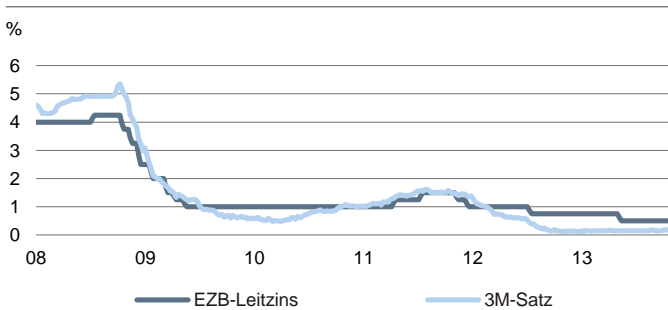
Quelle: Statistisches Bundesamt

- Die reale Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland lag im Zeitraum Juni-August um 0,9% über dem Niveau der drei Monate zuvor. Gerade für den Monat August wurde ein merkliches Plus berichtet. Die Auftragseingänge überstiegen im gleichen Zeitraum das Niveau der Vorperiode um real rd. 2%.
- Die Aufträge von außerhalb Europas entwickeln sich seit geraumer Zeit besser als jene aus der EWU. Am aktuellen Rand kam es jeweils zu einem Rückgang.
- Im Jahresdurchschnitt von 2013 erwarten wir eine Stagnation der Produktion (2012: -1%). Für 2014 sind wir optimistischer und rechnen mit einem Plus von 4%.
- Die Automobilindustrie berichtete für August 2013 einen deutlichen Zuwachs der inländischen Produktion. Nachdem fehlerhafte Meldungen zu einer deutlichen Abwärtsrevision der Vormonate geführt haben, bleiben wir für das Gesamtjahr 2013 daher bei unserer Prognose einer stagnierenden Automobilproduktion.
- 2014 könnte die inländische Produktion in der Autoindustrie um real etwa 6% zulegen. Treiber ist unter anderem die wieder steigende Autonachfrage in Westeuropa.
- Die Geschäftserwartungen in der Autoindustrie sanken zuletzt in den negativen Bereich. Auch Kapazitätsauslastung gab im 4. Quartal leicht nach.
- Die Auftragseingänge im Maschinenbau sendeten zuletzt uneinheitliche Signale, zogen am aktuellen Rand jedoch an. Auch im Rest von 2013 sowie 2014 könnte sich die Auslandsnachfrage aufgrund einer Stabilisierung der Eurozone und einer erwarteten Wachstumsbeschleunigung in China beleben. Im Inland dürften 2014 wieder Impulse von den Ausrüstungsinvestitionen ausgehen.
- Für 2013 rechnen wir noch mit einem Rückgang der Produktion im Maschinenbau um 1,5% (2012: +1,3%). Dabei wird für den Rest von 2013 eine aufwärts gerichtete Produktionsentwicklung unterstellt. Für 2014 erwarten wir ein Produktionsplus in Höhe von rd. 4%.
- In den frühzyklischen Branchen fallen die Konjunkturimpulse sehr unterschiedlich aus.
- Die Produktion in der Kunststoffindustrie tendiert in den letzten Monaten nach oben. Hier dürfte die Produktion 2013 um 1,5% wachsen.
- Die Metallerzeugung musste am aktuellen Rand aber einen spürbaren Dämpfer hinnehmen. Im Gesamtjahr 2013 dürfte Produktion nur in etwa stagnieren.
- In der Chemieindustrie dürfte die Fertigung 2013 um 1% zunehmen (2012: -2,6%). Zuletzt tendierte die Produktion aber wieder etwas schwächer.



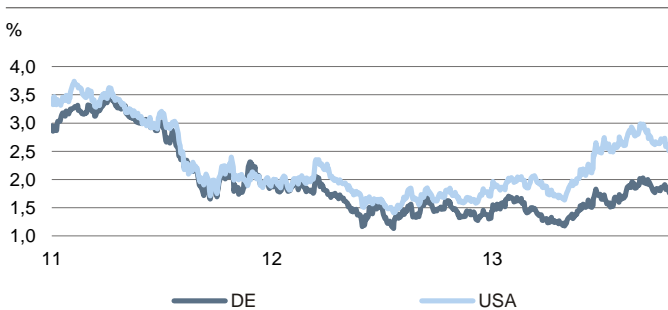
Chartbook: Finanzmärkte (1)

EWU: Leitzins & 3M-Satz



Quellen: EZB, Global Insight

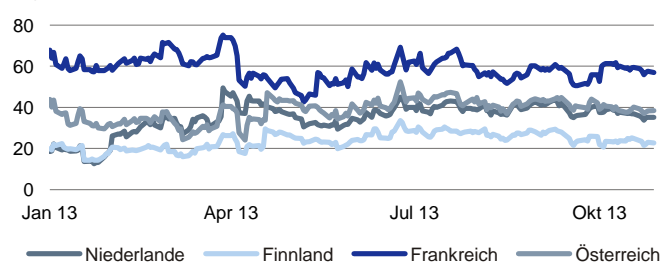
Rendite 10-jähriger deutscher und amerikanischer Staatsanleihen



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände (i)

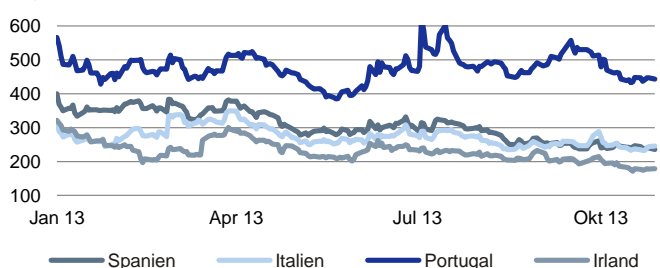
Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände (ii)

Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



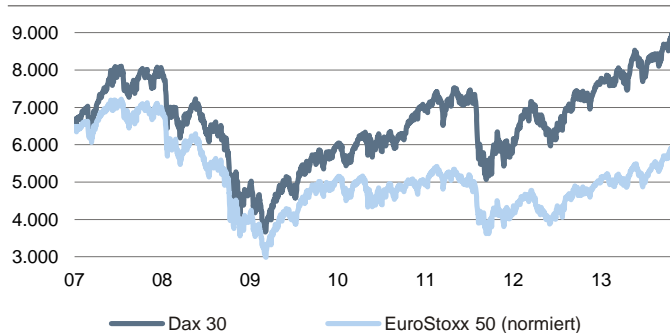
Quelle: Global Insight

- Laut der Aussagen von EZB-Präsident Draghi setzt sich die moderate konjunkturelle Erholung fort. Die Abwärtsrisiken überwiegen bei der BIP-Prognose der EZB (2013: -0,4% gg. Vj., 2014: +1,0% gg. Vj.).
- Zudem wies Draghi darauf hin, dass die fallende Überschussliquidität zwar ein positives Signal und Ausdruck der geringeren Fragmentierung der Finanzmärkte sei. Sollte sie „zu weit“ gehen, stünde die EZB aber bereit, ihren vollen Instrumentenkasten einzusetzen. Wir erwarten, dass die EZB dann wohl einen neuen LTRO begibt.
- Die Botschaft, dass die EZB ihre akkomodierende Politik auf absehbare Zeit beibehalten dürfte, blieb bestehen.
- In den USA wurde in letzter Minute der Übergangshaushalt bis zum 15. Januar verlängert und die Schuldengrenze bis zum 7. Februar ausgesetzt. Die damit weiter bestehende Unsicherheit über den fiskalischen Kurs und zuletzt relativ schwache Arbeitsmarktzahlen dürften dazu führen, dass **die Fed die Reduzierung der Assetkäufe wahrscheinlich erst im März 2014 beginnt und im zweiten Halbjahr 2014 beendet.**
- Daher fielen die Renditen 10-jähriger US-Treasuries zuletzt wieder und liegen momentan bei 2,5%.
- Dies zog die Rendite 10-jähriger deutscher Anleihen nach unten. Die Rendite liegt momentan bei rund 1,8%. Der Renditeabstand zwischen US- und deutschen Anleihen hat sich seit Mitte September um 25 Bp. auf 75 Bp. eingengt.
- Ausgehend von der Erwartung, dass die Fed erst später mit dem QE3-Ausstieg beginnt, fielen die globalen Zinsen wieder moderat.
- Die Renditen der anderen Kernländer der Eurozone sind etwa in gleichem Umfang gefallen, so dass der Renditeabstand gegenüber Deutschland nahezu konstant blieb.
- Die Renditeabstände der Peripherieländer sind seit Mitte Juli gesunken. Hier haben bessere Konjunkturindikatoren und die Hoffnung auf eine sich fortsetzende Erholung in der EWU wohl dämpfend gewirkt.
- Während der Abstand Spaniens, Italiens und Irlands relativ kräftig gefallen ist, war der Rückgang im Falle Portugals geringer. Die positive Beurteilung durch die Troika und die Freigabe der nächsten Tranche sorgte Anfang Oktober aber für einen Rückgang des Renditeabstands unter 500 Bp. Nach Angaben der irischen Regierung plant Irland am 15. Dezember wieder komplett an den Markt zurückzukehren. Hier liegt der Renditeabstand bei unter 200 Bp.



Chartbook: Finanzmärkte (2)

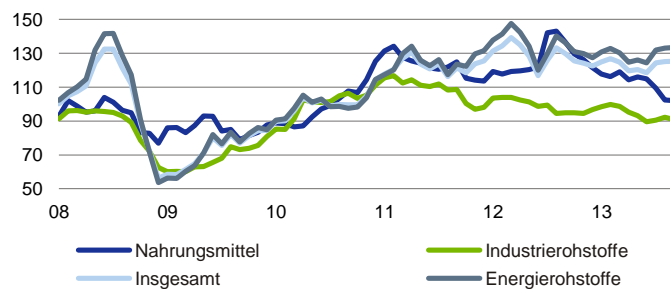
Aktienindizes



Quellen: Global Insight, DB Research

Rohstoffpreise

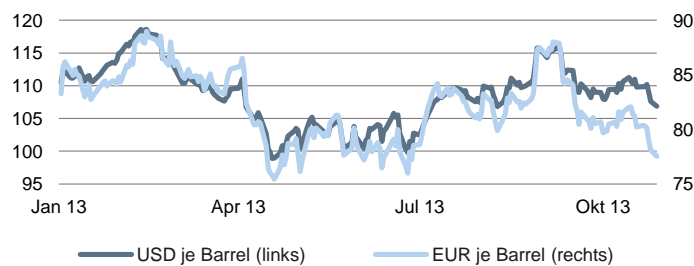
HWWI Index, 2010=100, EUR-Basis



Quelle: HWWI

Ölpreis

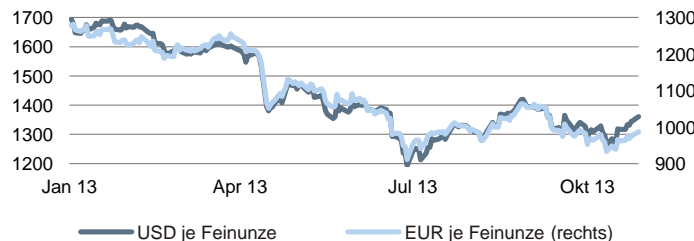
Brent Blend, USD oder EUR je Barrel



Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

Goldpreis

USD oder EUR je Feinunze



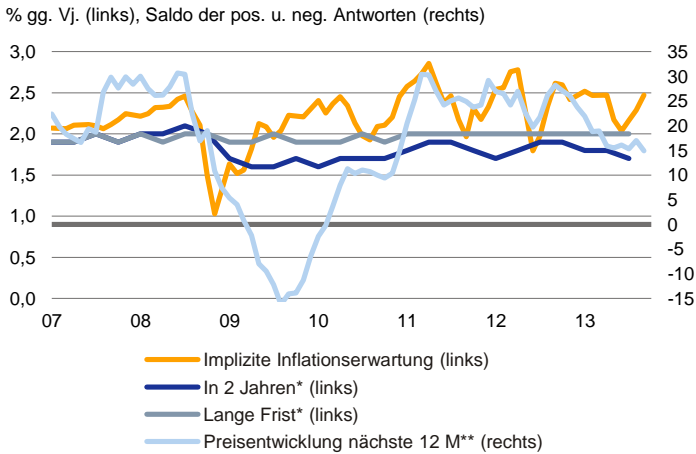
Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

- Unsere Aktienstrategien haben ihre DAX-Prognose für das Jahresende von 8000 auf 8400 Punkte angehoben. Der Rückgang relativ zum aktuellen Stand von rund 9000 Punkten wird damit begründet, dass die Margen durch geringere Preissetzungsmacht unter Druck bleiben und die Gewinnerwartungen für 2013 in der Q3-Berichtssaison reduziert werden dürften.
- Bis Ende 2014 dürfte der DAX mit der Erholung der Weltwirtschaft mit seiner Trendwachstumsrate zulegen und auf 9700 Punkte steigen.
- Für den Stoxx Europe 600 erwarten unsere Aktienstrategien 315 zum Jahresende 2013. Momentan steht dieser bei etwa 320 Punkten.
- Die Rohstoffpreise zeigten 2013 zunächst wegen Sorgen über das Wachstum in China und später wegen der Debatte über den QE3-Ausstieg der Fed eher nach unten. Anzeichen, dass das Wachstum in China und der Welt in H2 anzieht und die Fed ihre Assetkäufe bisher nicht reduziert hat, haben die Rohstoffpreise zuletzt generell wieder ansteigen lassen.
- Im Gegensatz dazu fielen die Nahrungsmittelpreise seit dem Höhepunkt im Aug. 2012 kräftig. Der Rückgang hat sich Mitte 2013 wieder beschleunigt, nachdem er in H1 gebremst verlief. Aktuell liegen die Preise 25% unter dem Vorjahresniveau.
- Mittelfristig dürften die Preise laut der OECD anziehen.
- Seit Ende September fiel der Ölpreis aufgrund der abnehmenden Sorgen um Syrien wieder merklich. Zuletzt sorgten etwas schwächere US-Daten für einen weiteren Rückgang. Aktuell liegt der Ölpreis bei knapp unter USD 110 per Barrel.
- Unsere Rohstoffstrategien erwarten einen Ölpreis von USD 110 per Barrel in Q4 2013. Die deutliche Ausweitung des Angebots – insb. durch die höhere Produktion an Schieferöl in den USA – und die erhöhte Nachfrage mit der fortschreitenden Erholung der Weltwirtschaft dürften sich in etwa ausgleichen.
- Der Goldpreis ist von USD 1400 per Feinunze Ende August auf zwischenzeitlich unter USD 1300 per Feinunze gefallen. Die Änderung der Erwartung, dass die Fed die Rückführung der Assetkäufe später starten dürfte, sorgte zuletzt wieder für einen Anstieg des Goldpreises auf aktuell etwa USD 1350 per Feinunze. Der Goldpreis liegt etwa 25% unter dem Höchststand des vergangenen Jahres (4. Okt. 2012: USD 1.792 per Feinunze).
- Unsere Rohstoff-Analysten erwarten einen Goldpreis von USD 1.350 per Feinunze in Q4 2013. Dies wäre der größte Preisrückgang gg. Vj. (eop) seit dem Jahr 1997.



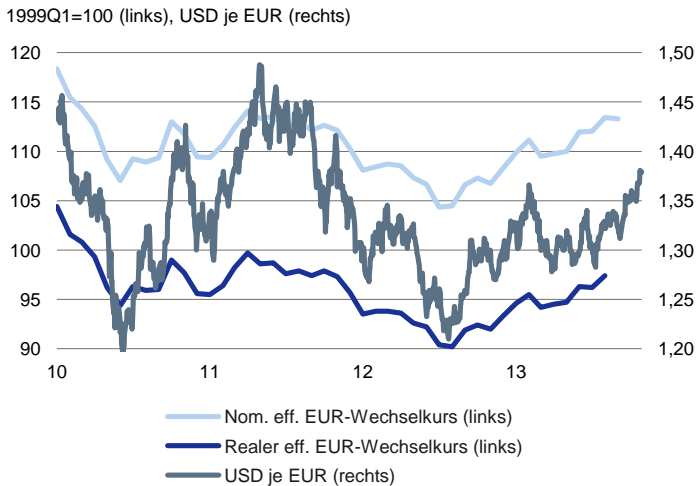
Chartbook: Finanzmärkte (3)

Inflationserwartungen Eurozone



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

Wechselkursentwicklung des Euro



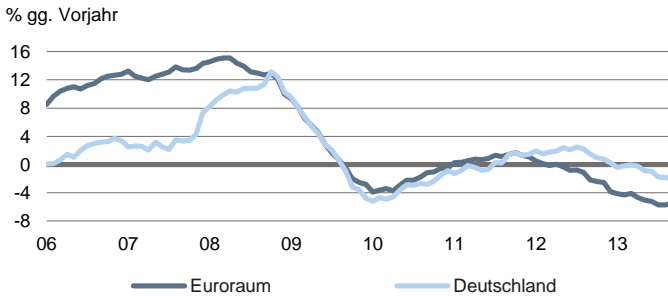
Quellen: EZB, Reuters

- Im Gegensatz zu der (zuletzt geringeren) öffentlichen Sorge über Inflationsgefahren, erwarten die von der EZB befragten privaten Prognostiker keinen Anstieg der Inflation. In zwei Jahren sehen sie die Inflationsrate (EWU) bei 1,7% (zuvor 1,8%). Unverändert wird in 5 Jahren eine Inflationsrate von 2,0% erwartet.
- Die aus der Differenz 10-jähriger nomineller deutscher Staatsanleihen und der Rendite inflationsgeschützter Anleihen berechnete Inflationserwartung für die nächsten 10 Jahre schwankt seit Anfang 2011 zwischen knapp 2 und gut 2 ½%.
- Allerdings dürfte diese „implizite Inflationserwartung“ verzerrt sein. Zum einen ist der derzeitige Realzins von knapp ½% ökonomisch nur schwer zu erklären. Zum anderen sind die Anleiherenditen durch massive Käufe einiger großer Zentralbanken (v.a. USA, UK, JP) und bestehender „Safe haven“-Käufe wohl nach unten verzerrt.
- Nachdem der EUR/USD im Februar das Hoch von 1,37 erreicht hatte, bewegte sich der EUR/USD in Q2 in dem relativ engen Band von 1,28 bis 1,35. Zuletzt sorgten der US Haushaltsstreit und der wahrscheinlich spätere Start der Reduzierung der QE3-Käufe der Fed sowie etwas schwächere US-Daten dafür, dass der EUR gg. dem USD auf 1,38 aufwertete.
- Unsere Strategen sehen die fundamentalen Treiber für eine kräftige Aufwertung des USD weiterhin intakt, auch wenn sie von der anhaltenden Schwäche der Währung gg. dem EUR überrascht wurden. Weder die relative Wachstumsdynamik noch die Kapitalflüsse stützten die aktuelle Stärke des EUR. Daher halten sie an der Erwartung fest, dass der EUR/USD-Wechselkurs Ende Q4 auf 1,25 fällt und Ende Q1 2014 bei 1,23 liegt. Sie sehen die erwartete Festigung des USD als Beginn eines mehrjährigen USD-Aufwertungszyklus und prognostizieren das Erreichen der USD/EUR-Parität im Jahr 2017.



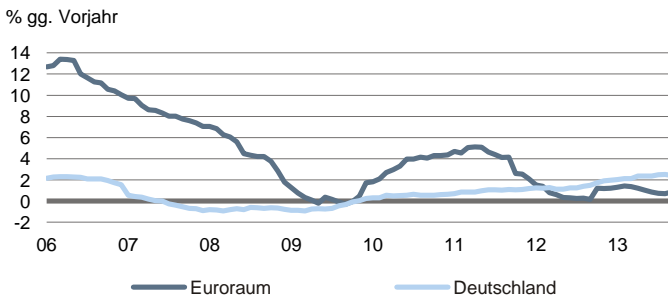
Chartbook: Finanzmärkte (4)

Kredite an Unternehmen



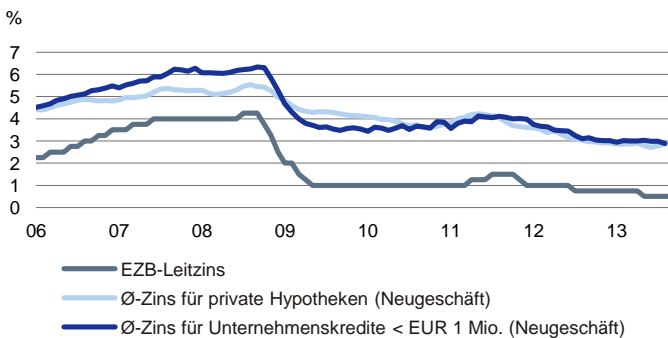
Quellen: EZB, DB Research

Privates Hypothekenvolumen



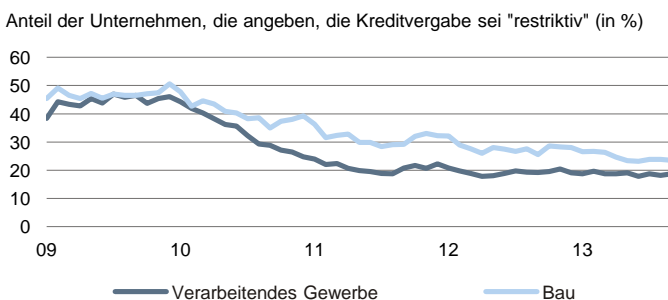
Quellen: EZB, DB Research

Zinsen für Kredite



Quellen: EZB, Bundesbank

Kredithürde



Quelle: ifo

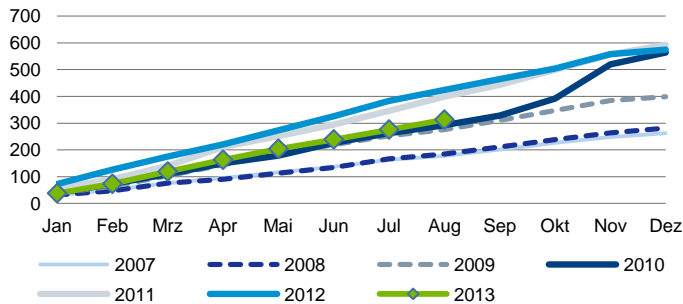
- Im September setzte sich der Rückgang bei Unternehmenskrediten fort. Im Euroraum nach wie vor wesentlich stärkere Schrumpfungsprozesse (-5,5% gg. Vj.) bedingt durch anhaltendes Deleveraging sowie die makroökonomische Gesamtsituation. Allerdings verlangsamte sich der Rückgang leicht (August: -5,7%).
- In Deutschland seit Jahresbeginn Schrumpfung. Im dritten Quartal deutlicher und zuletzt im September bei -2% (gg. Vj.).
- In den Kreditvolumina scheinen sich Substitution über Anleiheemission – der Anstieg von nicht-MFI-Krediten und Intra-Firmenkrediten – sowie die niedrige Investitionstätigkeit widerzuspiegeln.
- Entwicklung der Hypothekarkredite im Euroraum im September mit leicht gesteigerten Zuwächsen: +0,9% gg. Vj. (Aug: +0,7%).
- In Deutschland weiter moderates Wachstum bei Hypothekarkrediten, das inzwischen stabil über 2%-Marke liegt und Vorkrisenniveau erreicht hat. Im September setzte sich Trend stetig steigender Wachstumsraten im Jahresverlauf allerdings nicht fort: +2,4% gg. Vorjahr (Aug.: +2,5%).
- Niedrige Zinsen verknüpft mit positiven Einkommens- und Arbeitsmarktbedingungen stärken die Immobiliennachfrage deutscher Haushalte.
- Die Zinsen für Hypothekar- und Unternehmenskredite sind nach wie vor auf historisch niedrigem Niveau: Unternehmens- und Hypothekarkredite im August bei 2,9%.
- Unternehmenskredite verbilligten sich dabei leicht (-0,1 Prozentpunkte gg. Juli) während Hypothekenzinsen den zweiten Monat in Folge wieder geringfügig anzogen (erneut +0,1 Prozentpunkt gg. Vormonat; Tiefststand im Juni bei 2,7%).
- Das niedrige Leitzinsniveau bedeutet niedrige Refinanzierungskosten der Banken, die diese auch an Kunden weitergeben.
- Unternehmen schätzen Kreditvergabe weiter als unproblematisch ein. Auch im September verblieb der Anteil an Unternehmen, die Kreditvergabe als restriktiv einstufen, auf sehr niedrigem Niveau. Dabei leichte Bewegung in unterschiedliche Richtung nach Sektoren.
- Während im Bausektor ein leichter Rückgang zu verzeichnen war (-0,4 Prozentpunkte gg. Vormonat), stieg die Kredithürde im verarbeitenden Gewerbe um 0,6 Prozentpunkte im Vergleich zum August.



Chartbook: Finanzmärkte (5)

Bruttoemissionen von Staatsanleihen

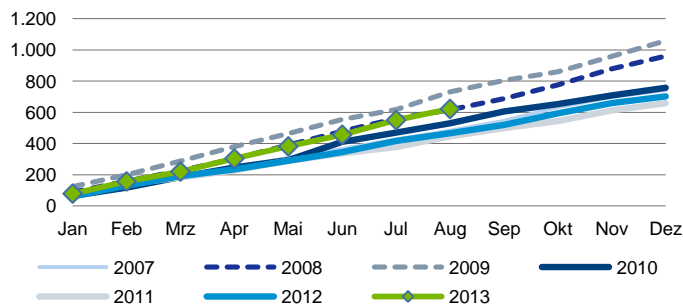
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Bankanleihen

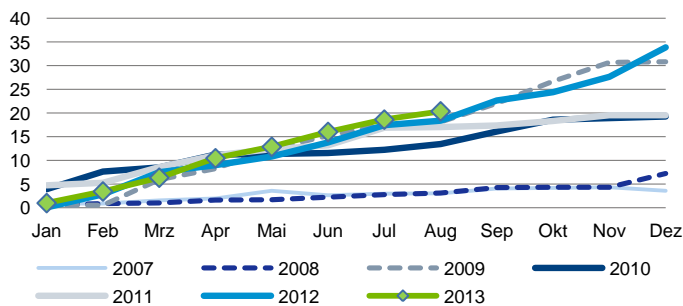
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Unternehmensanleihen

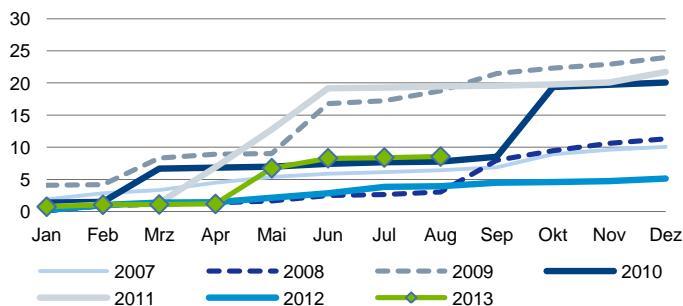
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Aktien

Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



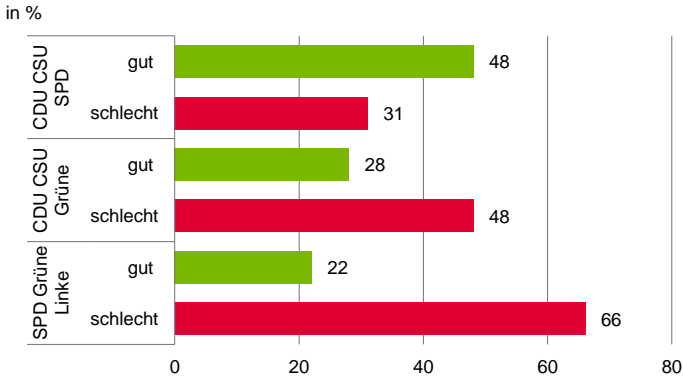
Quellen: Bundesbank, DB Research

- Die Ausgabe von Schuldverschreibungen des öffentlichen Sektors in Deutschland ist zum zweiten Mal in Folge gestiegen und hat zum langfristigen Jahrestrend aufgeschlossen. Bund und Länder haben im August Anleihen im Wert von circa EUR 37 Mrd. ausgegeben.
- Die kumulierten Emissionen liegen bisher bei EUR 313 Mrd. und sind damit niedriger als in den vergangenen beiden Jahren.
- Durch die Normalisierung von Zinssätzen auf globalen Märkten scheint der „Safe-haven“-Effekt, von dem der deutsche öffentliche Sektor in den letzten Jahren profitiert hat, etwas abzuklingen.
- Das Emissionsvolumen von Bankanleihen lag im August bei rund EUR 71 Mrd. und damit leicht unter dem bisherigen Jahresdurchschnitt von 2013.
- Die traditionelle Sommerflaute hat den Anstieg der Emissionen von Bankanleihen verlangsamt. Die Diskussion über ein „tapering“ der Fed, und die daraus resultierende Volatilität in Anleihemärkten, hat diesen Effekt weiter verstärkt.
- Deutsche Banken haben in den ersten acht Monaten des Jahres 2013 EUR 621 Mrd. auf dem Anleihemarkt generiert, den für diesen Zeitraum höchsten Betrag seit 2009.
- Verglichen mit den vorherigen Monaten sind die Emissionen von Unternehmensanleihen im August weniger stark angestiegen. Das Emissionsvolumen lag im August bei EUR 1,7 Mrd. und markiert damit den zweitniedrigsten Wert des Jahres 2013.
- Durch die starken Emissionen im ersten Halbjahr beläuft sich die kumulierte Emissionsaktivität 2013 bisher auf EUR 20,3 Mrd. und markiert damit einen Rekordwert für den Zeitraum von Jan.- Aug.
- Eine saisonale Flaute, in Kombination mit der möglichen Reduzierung des Anleihekaufs durch die Fed („tapering“) scheint die Emissionsbereitschaft der Unternehmen am Anleihemarkt zu dämpfen.
- Die Emissionstätigkeit am Aktienmarkt blieb auch im August moderat. Unternehmen haben EUR 158 Mio. Eigenkapital auf den Aktienmärkten aufgenommen und bleiben damit unter dem mehrjährigen Monatsmittel, wenn auch über Vorjahresniveau.
- Insgesamt hat durch den deutlichen Rückgang im Juli und den eher ruhigen August die Emissionstätigkeit an Schwung verloren und lag bislang (Jan.-Aug.) bei etwa EUR 8,5 Mrd.



Chartbook: Wirtschaftspolitik

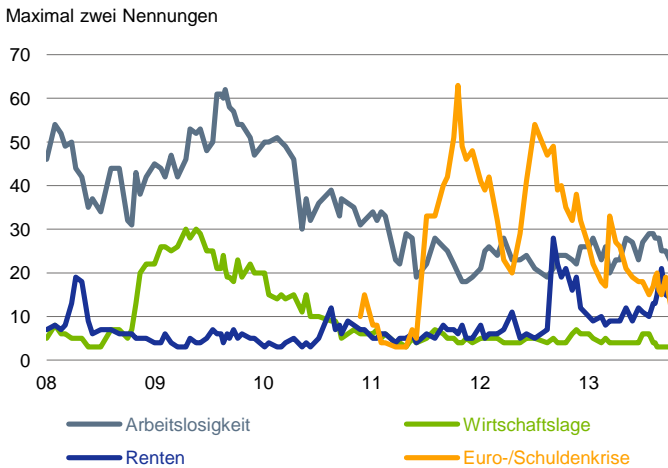
Bewertung möglicher Regierungskoalitionen



Quellen: Politbarometer, Forschungsgruppe Wahlen und ZDF

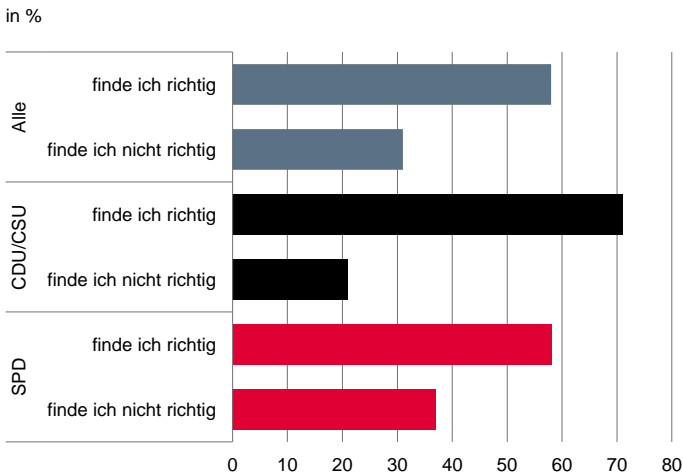
- Aktuelle Umfragen nach der Wahl belegen, dass die große Koalition die beliebteste Regierungskoalition geblieben ist.
- Die Zustimmungswerte haben sich jüngst jedoch etwas abgeschwächt. Gleichwohl geben über 60% der Befragten an, dass eine Große Koalition die Probleme in Deutschland am ehesten lösen kann.
- Fast 60% der Befragten sind der Auffassung, dass sich die Grünen längerfristig für eine Zusammenarbeit mit der CDU/CSU öffnen sollten. Bei den jeweiligen Anhängern ist dieser Wert sogar noch größer. Ein erster Versuch in einem Flächenland könnte aufgrund des Ergebnisses der Landtagswahl in Hessen möglich sein.

Die wichtigsten Probleme in Deutschland



Quelle: Forschungsgruppe Wahlen

Verzicht auf ausdrückliche Forderung nach Steuererhöhungen: Finden Sie das Zugehen der SPD auf CDU/CSU hier richtig?



Quellen: Infratest dimap, ARD Morgenmagazin

- Während die Eurokrise bis Anfang 2013 das beherrschende Thema für die deutschen Wähler war, ist sie zuletzt wieder in den Hintergrund getreten.
- Bei der Frage nach den beiden größten Problemen, denen sich Deutschland aktuell stellen muss, wurde – trotz der aktuell niedrigen Erwerbslosenquote – von 22% der Befragten die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit genannt.
- Am zweithäufigsten wurden die Sicherung des Renten-niveaus (14%) und erst danach die Eurokrise (11%) als dringendste Probleme des Landes genannt.
- Vor Beginn der Koalitionsverhandlungen hat die SPD auf ausdrückliche Forderungen nach Steuererhöhungen verzichtet.
- Dieses Zugehen auf die Union findet eine deutliche Mehrheit der Wähler richtig.
- Bei den Unionsanhängern ist die Zustimmung naturgemäß noch deutlicher – aber auch die Mehrheit der SPD-Anhänger findet das Zugehen auf die Union richtig.



Ausblick Deutschland

Ansprechpartner für die Chartbooks:

Konjunktur und Finanzmärkte:

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

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

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

Branchen:

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

Wirtschaftspolitik:

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

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

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
7. Nov.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
14.-16. Nov.	Ordentlicher Parteitag der SPD in Leipzig	Auf dem Parteitag wird u.a. der Parteivorstand neu gewählt.
14./15. Nov.	Eurogruppe/ECOFIN-Sitzung	Diskussion der EU-Herbstprognosen, Umsetzungsstand ESM-Bankenrekapitalisierung und Roadmap SSM.
2. Hälfte Nov.	Wahrscheinlicher Abschluss der Verhandlungen von CDU/CSU und SPD über den Koalitionsvertrag	Koalitionsvertrag dürfte relativ detaillierte Vorgaben für die einzelnen Politikfelder enthalten, um das Risiko von Auseinandersetzungen in der künftigen Koalition gering zu halten.
Ende Nov. - Anfang Dez.	Wahrscheinlicher Termin für SPD-Mitgliederbefragung	Die angekündigte Abstimmung der SPD-Mitglieder per Brief über die Ergebnisse der Koalitionsverhandlungen mit der Union (Koalitionsvertrag) könnte in der zweiten Novemberhälfte beginnen.
5. Dez.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
9./10. Dez.	Eurogruppe/ECOFIN-Sitzung	Besprechung der Artikel IV Mission des IWF, Zwischenstand SSM, Diskussion nationaler Haushaltsentwürfe für 2014.
51. KW	Wahrscheinlicher Termin für Kanzlerwahl	Nach positivem Votum der SPD-Mitglieder und der Gremien von CDU und CSU (kleiner Parteitag) könnte Frau Merkel Mitte Dezember zur Kanzlerin einer großen Koalition gewählt werden.
19./20. Dez.	Europäischer Rat	Treffen der EU-Staats- und Regierungschefs in Brüssel. Thema voraussichtliche Gemeinsame Sicherheits- und Verteidigungspolitik.

Quelle: DB Research

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

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



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
6. Nov. 2013	12:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Sep.	1,5	-0,3
7. Nov. 2013	12:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Sep.	1,0	1,4
8. Nov. 2013	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Sep.	17,3	15,8
8. Nov. 2013	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Sep.	1,8 (0,6)	1,0 (-3,3)
8. Nov. 2013	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Sep.	0,3 (-0,1)	0,1 (-1,2)
14. Nov. 2013	8:00	Reales BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q3 2013	0,3	0,7
21. Nov. 2013	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Nov.	51,5	51,5
21. Nov. 2013	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Nov.	52,7	52,3
22. Nov. 2013	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Nov.	107,5	107,4
28. Nov. 2013	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Nov.	0,4 (1,5)	-0,2 (1,2)
28. Nov. 2013	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Nov.	6,9	6,9

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

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

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



Ausblick Deutschland

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	0,125	0,10	0,50	0,50	0,00	1,00	0,20	1,50	2,50	3,60	0,05
Jan 14	0,125	0,10	0,50	0,50	0,00	1,00	0,30	1,50	2,50	3,10	0,05
Apr 14	0,125	0,10	0,50	0,50	0,00	1,00	0,30	1,50	2,50	3,00	0,05
Okt 14	0,125	0,10	0,50	0,50	0,00	1,25	0,40	1,75	2,50	3,00	0,05

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,24	0,22	0,23	0,52
Jan 14	0,35	0,20	0,25	0,55
Apr 14	0,35	0,20	0,30	0,55
Okt 14	0,35	0,20	0,40	0,55

10J Staatsanleihen

	Renditen, %				Renditeabstände gg. EWU, %-Punkte			
Aktuell	2,50	0,57	1,75	2,44	-0,76	0,57	0,11	1,12
Jan 14	2,50	0,90	2,20	3,00	-0,70	0,25	0,25	0,65
Apr 14	2,75	0,90	2,30	3,25	-0,65	0,20	0,30	0,70
Okt 14	3,00	0,90	2,50	3,75	-0,65	0,20	0,30	0,75

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,38	97,56	0,86	1,61	1,23	8,76	7,46	8,12	4,17	293,14	25,74
Jan 14	1,25	110,00	0,86	1,45	1,25	8,50	7,46	7,75	4,15	293,80	25,60
Apr 14	1,23	111,25	0,85	1,44	1,25	8,25	7,46	7,25	4,11	290,00	25,50
Okt 14	1,18	115,00	0,84	1,40	1,24	8,05	7,46	7,15	4,04	282,50	25,10

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

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

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



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q4 2012	Q1 2013	Q2 2013	Q3 2013	Q4 2013	Mai 2013	Jun 2013	Jul 2013	Aug 2013	Sep 2013	Okt 2013
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	101,4	106,1	105,3	107,2		105,7	105,9	106,2	107,6	107,7	107,4
ifo Geschäftserwartungen	95,6	103,0	101,9	103,3		101,6	102,5	102,4	103,3	104,2	103,6
PMI Composite	49,1	52,8	49,9	52,9		50,2	50,4	52,1	53,5	53,2	52,6
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	95,1	101,1	100,5	102,7		100,7	101,5	101,6	103,1	103,5	103,0
PMI Verarbeitendes Gewerbe	46,3	49,7	48,7	51,2		49,4	48,6	50,7	51,8	51,1	51,5
Produktion (% gg. Vp.)	-2,5	0,0	1,5			-1,1	2,1	-1,1	1,4		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	0,9	0,5	1,4			-0,7	4,5	-1,9	-0,3		
Grad der Kapazitätsauslastung	81,4	82,5	82,1	83,2	83,2						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	-2,1	-5,9	10,5			-1,0	3,2	0,1	-0,9		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	2,8	1,6	0,9			0,5	4,0	1,5	-6,5		
ifo Bauhauptgewerbe	117,7	125,7	123,8	120,3		123,5	123,4	121,9	120,2	118,9	118,9
Dienstleistungen											
PMI Dienstleistungen	50,0	53,8	49,9	52,6		49,7	50,4	51,3	52,8	53,7	52,3
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	-10,0	-6,5	-4,2	-3,2		-4,5	-3,2	-2,3	-3,4	-4,0	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,8	1,5	-0,1	0,0		0,9	-1,0	0,5	-0,2		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-6,2	-10,5	-3,7	-1,4		-9,9	-4,7	2,1	-5,5	-1,2	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	2,0	-0,9	3,4			0,2	5,1	-3,1	-2,1		
Exporte (% gg. Vp.)	-2,3	-0,1	0,1			-2,4	1,2	-0,8	1,0		
Importe (% gg. Vp.)	-1,0	-1,5	1,3			1,4	-1,0	0,3	0,1		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	47,0	50,1	47,6			14,2	16,0	15,0	15,8		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,9	6,9	6,8	6,8		6,8	6,8	6,8	6,8	6,9	6,9
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	25,3	-6,0	20,3	6,3		18,0	-11,0	-5,0	7,0	24,0	2,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,8	0,6	0,6	0,6		0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	
ifo Beschäftigungsbarometer	106,3	106,2	104,9	106,3		105,6	104,4	105,6	106,8	106,4	
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	2,0	1,8	1,5	1,7		1,6	1,9	1,9	1,6	1,6	1,3
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,3	1,4	1,0	1,2		1,1	1,2	1,2	1,2	1,3	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	1,3	0,8	-0,1	-0,3		-0,2	0,1	0,0	-0,5	-0,5	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	0,7	-3,5	-7,0	-12,2		-6,7	-8,2	-13,7	-11,5	-11,4	
Ölpreis (USD)	110,1	112,6	102,5	110,4		102,6	103,0	107,9	111,3	111,9	
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	31,2	26,6	22,5	26,2		21,6	20,6	23,5	28,2	26,8	
EC Unternehmensumfrage	2,9	3,7	-0,6	2,8		-1,8	0,5	1,3	2,8	4,3	
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	3,1	4,0	1,4								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,9	2,2	1,6								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,7	4,2	1,1								
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	7,0	5,4	3,8	2,4		5,2	3,8	2,9	3,1	2,4	
Trend von M3						5,1	4,0	3,2	2,8		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	-0,4	-0,2	1,3			-0,1	1,3	-0,5	-4,2		
Kredite an öffentliche Haushalte	13,5	-18,7	-22,4			-23,1	-22,4	-25,1	-24,1		

% gg. VP = Veränderung gegenüber der Vorperiode

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



Ausblick Deutschland

Im Ausblick Deutschland aus der Reihe Aktuelle Themen/Konjunktur werden volkswirtschaftliche und wirtschaftspolitische Themen zu Deutschland behandelt. Jede Ausgabe enthält zudem Übersichtstabellen zu finanz- und wirtschaftspolitischen Terminen sowie einen detaillierten Datenmonitor zu deutschen Wirtschaftsindikatoren. Die Ausgabe erscheint monatlich. Sie wird ergänzt durch ein Update aus der Reihe Research Briefing/Konjunktur zur Monatsmitte, das neben einem aktuellen Überblick über wichtige Konjunktur- und Finanzmarktindikatoren ebenfalls eine Übersicht über wichtige Branchen sowie über das aktuelle wirtschaftspolitische Geschehen bietet.

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

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

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

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

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

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

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

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg