



19. November 2013

## Ausblick Deutschland

### Autoren

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

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

### Editor

Stefan Schneider

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

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

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosetabellen.....	2
Deutschland: Trotz Wachstum in der Kritik.....	3
Strengere Mietregulierung und mehr Investitionen? .....	6
Chartbook: Konjunktur .....	11
Chartbook: Branchen .....	14
Chartbook: Finanzmärkte.....	15
Chartbook: Wirtschaftspolitik.....	20
Eventkalender.....	21
Datenkalender .....	22
Finanzmarktprognosen .....	22
Datenmonitor .....	23

**Deutschland: Trotz Wachstum in der Kritik.** Nach der ersten Schätzung des Statistischen Bundesamtes ist das deutsche Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal um 0,3% gg. Vq. gewachsen. Das Wachstum, das in etwa der Trendrate entspricht, ist nach Angaben des Statistischen Bundesamtes ausschließlich auf die Binnenkonjunktur zurückzuführen. Trotzdem dürfte die internationale Diskussion über die makroökonomische Interpretation der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse von rund 7% des BIP, die in den letzten Tagen einen neuen Höhepunkt erreicht hat, auch im nächsten Jahr kaum an Brisanz verlieren. Allerdings ist der deutsche Leistungsbilanzüberschuss nicht Ergebnis fehlerleiteter Politik sondern von Millionen von Einzelentscheidungen ausländischer Konsumenten und Firmen, die deutsche Produkte den eigenen und denen der Konkurrenz vorziehen. Die Ratio der letzten Zinssenkung, die mit dem deutlichen Rückgang der Inflationsrate in der Eurozone auf 0,7% im Oktober und zunehmenden Sorgen vor einer Deflation begründet wurde, konnte angesichts nahezu unveränderter mittel- und langfristiger Inflationsprognosen im aktuellen Survey of Professional Forecasters, nicht vollständig überzeugen. Der Versuch, die durchschnittliche Inflationsrate in der Eurozone trotz der deflationären Wirkung der für die Peripherie verordneten Angebotsschocks bei knapp unter 2% zu halten, würde nur gelingen, falls die nationalen Inflationsraten in Deutschland und anderen Kernländern Richtung 5% steigen würden.

**Strengere Mietregulierung und mehr Investitionen?** Eine Ursache für die höheren Mieten in Ballungsräumen ist die gestiegene Nachfrage. Jedoch führt diese nur zu einem dauerhaften Mietanstieg, wenn sie auf ein wenig elastisches Angebot trifft. So resultiert die aktuell angespannte Lage am Wohnungsmarkt zum Großteil aus der zu geringen Bauaktivität in den Ballungsgebieten. Die angehende Koalition will ein umfangreiches Maßnahmenpaket „Für bezahlbares Wohnen“ implementieren. Das Ziel ist es, über strengere Mietregulierung und mehr Investitionen den Nachfrageüberhang in den Ballungsgebieten abzubauen. Eine grundlegende Änderung hin zu einer strukturellen Erhöhung der Angebotselastizität, wie von der OECD befürwortet, dürfte jedoch durch die Einführung einer Mietpreisbremse konterkariert werden. Damit besteht das Risiko, dass der Nachfrageüberhang zementiert wird.



## 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	0,2
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	-1,4	-2,2	-2,8	-4,8	4,0	-3,1
USA	1,8	3,2	3,5	1,6	2,5	2,3	-3,0	-2,6	-2,7	-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	2,7	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	Q3**	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
Industrieproduktion	6,8	-0,4	-0,2	3,7	2,9								
Budgetsaldo, % BIP	-0,8	0,1	0,0	0,2	0,2								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	80,0	81,0	78,5	76,0	73,6								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,2	7,0	7,1	7,0	7,1								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	161	187	193	198	207								

\*Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.

\*\* In der BIP-Schnellmeldung (14. Nov.) veröffentlichte das Statistische Bundesamt keine detaillierten BIP-Ergebnisse.

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

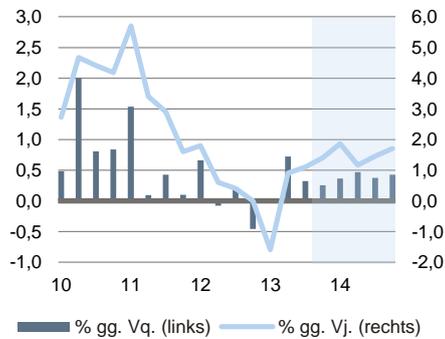


## Deutschland: Trotz Wachstum in der Kritik

Deutsches BIP: Wachstum normalisiert sich in Q3

1

Real, % gg. Vq. (links); % gg. Vj. (rechts)



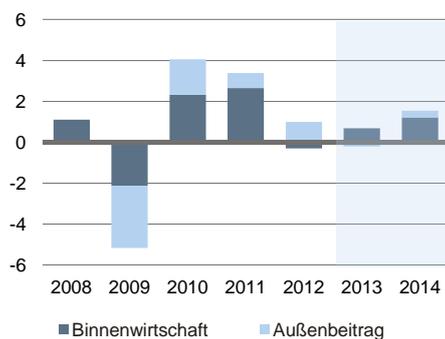
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

Nach der ersten Schätzung des Statistischen Bundesamtes ist das deutsche Bruttoinlandsprodukt im dritten Quartal um 0,3% gg. Vq. gewachsen, nach – einer z.T. auf Nachholeffekte zurückzuführenden Zunahme um 0,7% im Vorquartal. Das Wachstum, das in etwa der Trendrate entspricht, ist nach Angaben des Statistischen Bundesamtes ausschließlich auf die Binnenkonjunktur zurückzuführen. Während der private Verbrauch sowie die Bau- und Ausrüstungsinvestitionen zum Wachstum beitrugen, führte ein starker Anstieg der Importe bei annähernd stagnierenden Exporten zu einem negativen Außenbeitrag. Dies mag vor dem Hintergrund des kürzlich gemeldeten Rekordüberschusses der Handelsbilanz im September von EUR 20,4 Mrd. überraschen, allerdings wird in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung die reale Entwicklung betrachtet, während in der Handelsbilanz nominale Größen dargestellt werden. Die Binnennachfrage ist in den ersten drei Quartalen in etwa mit der Trend-Wachstumsrate des BIP (1 ¼%) gestiegen. Frühindikatoren deuten eine ähnliche Entwicklung für das Schlussquartal an, für das wir einen BIP-Anstieg von 0,3% erwarten. Dies ergibt für das Gesamtjahr aufgrund des schwachen Jahresstarts ein Plus von 0,5%. Der Außenbeitrag dürfte mit rund ¼ Prozentpunkt negativ ausfallen, nachdem er in 2012 noch 1 Prozentpunkt zum Wachstum beigesteuert hatte.

Binnennachfrage Hauptwachstumstreiber 2013/14

2

%-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

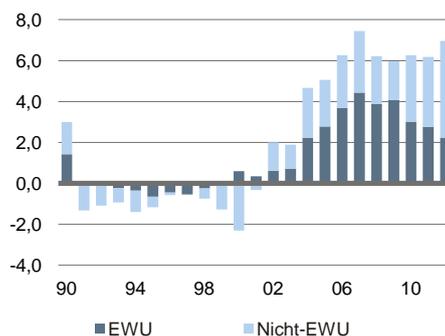
In der Eurozone hat sich das Wachstum im dritten Quartal wieder auf 0,1% Vq. abgeschwächt, nachdem im zweiten Quartal außergewöhnlich hohe Wachstumsraten in Deutschland und Frankreich das BIP um 0,3% haben steigen lassen und damit die sechs Quartale dauernde Rezession beendet haben. Aufgrund der leichten BIP-Rückgänge in Frankreich und Italien (jeweils 0,1% gg. Vq.) hat das Wachstum in der Eurozone ohne Deutschland im dritten Quartal mehr oder weniger stagniert, aber viele der kleineren Volkswirtschaften erzielten – wenn auch bescheidene – Zuwächse. Somit dürfte die Eurozone – bei nur wenig veränderter Wachstumsdynamik im Schlussquartal – für das Gesamtjahr einen BIP-Rückgang von rund einem ¼% ausweisen.

In 2014 dürfte sich die moderate Erholung in der Eurozone und Deutschland fortsetzen. Allerdings könnte Deutschland trotz einer weiterhin robusten Binnennachfrage wieder einen positiven Außenbeitrag erwirtschaften. Dies ergibt sich aus der von uns erwarteten kräftigen globalen Konjunkturbeschleunigung, insbesondere in China und den USA, sowie einer unterstellten deutlichen Festigung des US-Dollar im Jahresverlauf. Damit dürfte die internationale Diskussion über die makroökonomische Interpretation der deutschen Leistungsbilanzüberschüsse von rund 7% des BIP, die in den letzten Tagen einen neuen Höhepunkt erreicht hat, auch im nächsten Jahr kaum an Brisanz verlieren.

Deutschlands Leistungsbilanzüberschuss gg. EWU fällt seit 2007

3

% des BIP



Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, DB Research

### Die Leistungsbilanzdebatte

In den letzten Wochen ist eine wahre Salve internationaler Kritik auf Deutschland niedergegangen, unter anderem vom IWF und dem US-Finanzministerium. Die EU-Kommission hat angekündigt, die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse im Rahmen ihrer Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte zu untersuchen. Die beiden Erzkynesianer Paul Krugman und Martin Wolf haben Kommentar auf Kommentar geschrieben, um „die Deutschen“ und den Rest der Welt von der „ökonomischen Beschränktheit“ deutschen Handelns zu überzeugen. Allerdings werden die dabei angeführten Argumente auch durch permanente Wiederholung nicht richtig. Der hohe deutsche Leistungsbilanzüberschuss von rund 7% des BIP ist nicht Ergebnis fehlgeleiteter Politik, sondern von Millionen von Einzelentscheidungen ausländischer Konsumenten und Firmen, die deutsche Produkte den eigenen und denen der Konkurrenz vorziehen. „Lohndumping“ wettern die Kritiker, allerdings sind die deutschen Löhne –

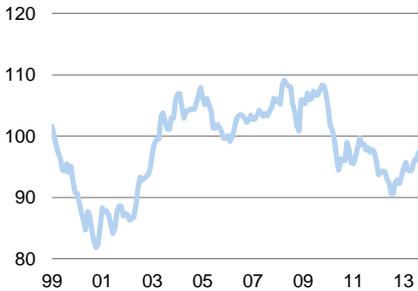


## Ausblick Deutschland

Effektiver EUR-Wechselkurs momentan auf seinem langfristigen Durchschnitt

4

Realer effektiver Wechselkurs gg. 40 Handelspartnern, Index Q1 1999=100

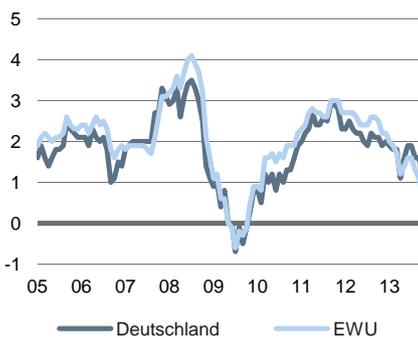


Quelle: EZB

Inflation in EWU unter 1% gefallen

5

Harmonisierter Verbraucherpreisindex, % gg. Vj.

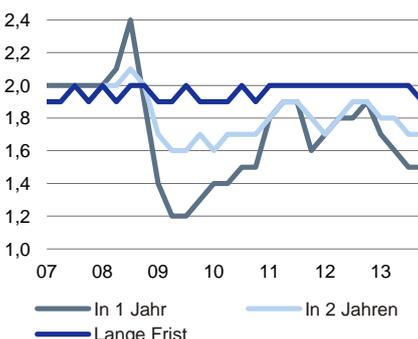


Quelle: EZB

Langfristige Inflationserwartungen fest bei etwa 2% verankert

6

%, ECB Survey of Professional Forecasters



Quelle: EZB

die bis dato zum überwiegenden Teil privat bestimmt werden – in den letzten beiden Dekaden innerhalb des durch Produktivitäts- und Preisanstieg gegebenen Rahmens gewachsen. Zudem liegen diese nach wie vor im internationalen Vergleich am oberen Ende. Dass Arbeitnehmer und Arbeitgeber anderer Länder glaubten, die Regel der produktivitätsorientierten Lohnpolitik über Jahre ignorieren zu können und in der Hoffnung auf immerwährende Wertsteigerungen ihrer Immobilien eine untragbare Verschuldung eingingen, ist in der absurden Logik von Krugman, Wolf etc. dann sogar „den Deutschen“ vorzuwerfen, da die deutschen Leistungsbilanzüberschüsse natürlich zu Defiziten in gleicher Höhe im Ausland führen mussten. Allerdings kann man aus der makroökonomischen Saldenmechanik, die immer erfüllt sein muss, keine Ursache/Wirkungszusammenhänge ableiten und damit auch keine „Schuld“ zuweisen. Der ebenso absurde Vorwurf, dass die unverändert hohen deutschen Überschüsse die Anpassung in den europäischen Problemländern verhindern, zeugt zudem von einer verengten, bilateralen Sichtweise der Saldenmechanik und von Unkenntnis der relevanten Statistiken, die zeigen, dass sich die deutschen Überschüsse gegenüber der EWU seit Ausbruch der Krise auf 2,2% des BIP halbiert haben. Ohne die Finanzierung über das Target2-System der EZB – die diesen Anpassungsprozess bewusst verzögert – wären sie wohl komplett verschwunden. Der Abbau der deutschen Überschüsse gegenüber der EWU ergab sich aus einem Rückgang der deutschen Exporte (-3%) und einem deutlichen Anstieg der Importe aus diesen Ländern (+11%). Sicherlich hat Deutschland durch Liberalisierung im Dienstleistungssektor noch Möglichkeiten, die inländische Wachstumsdynamik leicht zu erhöhen, der Effekt auf die Leistungsbilanzsalden – insbesondere der Peripherie – dürfte aber gering sein.

Gerne wird auch der Euro-Wechselkurs als unfairer Vorteil der deutschen Exportmaschine angeführt. Nun ist der Euro-Wechselkurs gegenüber anderen wichtigen Währungen trotz massiver Beeinflussung durch die Zentralbanken (Japan!) insgesamt noch Ergebnis von Marktprozessen. Zudem liegt der handelsgewichtete Wechselkurs des Euro derzeit auf seinem langfristigen Durchschnitt, was angesichts des nach wie vor enttäuschenden Wachstums in der Eurozone wohl kaum als zu niedrig bezeichnet werden kann. Darüber hinaus würde ein stärkerer Euro ja nicht nur die deutschen sondern auch die anderen europäischen Exporteure treffen.

### EZB-Zinsentscheid und Deflationsdebatte

Die gleichen Kritiker werfen den deutschen Vertretern im EZB-Rat vor, durch ihren – letztlich erfolglosen – Widerstand gegen Zinssenkungen zum jetzigen Zeitpunkt und eine noch aggressivere Geldpolitik der EZB, eine Schwächung des Euro und eine bessere Kreditversorgung der Peripherieländer zu verhindern. Beides würde sicherlich den deutschen Leistungsbilanzüberschuss weiter in die Höhe treiben. Die Ratio der letzten Zinssenkung, die mit dem deutlichen Rückgang der Inflationsrate in der Eurozone auf 0,7% im Oktober und zunehmenden Sorgen vor einer Deflation begründet wurde, konnte angesichts nahezu unveränderter mittel- und langfristiger Inflationsprognosen im aktuellen von der EZB durchgeführten Survey of Professional Forecasters, jedenfalls nicht vollständig überzeugen, zumal die niedrigen Inflationsraten in den Peripherieländern das beabsichtigte Resultat der von der Troika (zu der auch die EZB gehört) – richtigerweise – verordneten Reformen sind. Der Versuch, die durchschnittliche Inflationsrate in der Eurozone trotz der deflationären Wirkung der verordneten Angebotsschocks bei knapp unter 2% zu halten, würde nur gelingen, falls die nationalen Inflationsraten in Deutschland und anderen Kernländern Richtung 5% steigen würden. Dies entspräche wohl der von den Kritikern sehnlichst gewünschten Kurskorrektur in Deutschland. Die Anpassungslasten innerhalb der Eurozone würden dann allerdings schwerpunktmäßig bei den deutschen Kon-



sumenten und Sparern anfallen – ein wohl nicht ganz unbeabsichtigter „Nebeneffekt“ in derartigen Überlegungen.

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



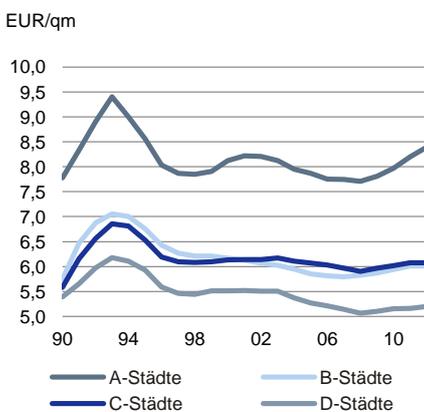
## Strengere Mietregulierung und mehr Investitionen?

CDU und SPD sind dabei, ihr Programm „Für bezahlbares Wohnen“ im Rahmen ihrer Koalitionsgespräche zu spezifizieren. Die Absicht eine Mietpreisbremse zu installieren, verbesserte Abschreibungsregeln, eine reduzierte Umlage der Modernisierungskosten sowie die Einführung des Bestellerprinzips bei der Maklercourtage sind bereits bekannt geworden. Hier zeigen wir mögliche Auswirkungen der geplanten Maßnahmen auf, wenngleich Details für eine endgültige Bewertung noch ausstehen.

### Die Marktlage

Reale Bestandsmieten

1



A-Städte: Wichtigste deutsche Zentren,  
B-Städte: Großstädte mit nationaler und regionaler Bedeutung,  
C-Städte: Wichtige deutsche Städte mit regionaler und eingeschränkt nationaler Bedeutung,  
D-Städte: Kleine, regional fokussierte Standorte mit zentraler Funktion für ihr direktes Umland.

Quellen: BulwienGesa, DB Research

Deutschlands inflationsbereinigte Mieten, reale Mieten, stiegen in den letzten Jahren an. In den Großstädten stiegen von 2008 bis 2012 die realen Mieten um 9%, während das Preisniveau um nominal 6% zulegen; die nominalen Mieten in den Großstädten (A-Städten) stiegen um 15% an. Aber selbst in den Großstädten liegen die realen Mieten deutlich unter den Niveaus der 1990er Jahre, als der Immobilienboom in den neuen Bundesländern auch zu signifikanten Mietsteigerungen in den westdeutschen Großstädten führte. Außerhalb der Großstädte legten die realen Mieten jedoch nur leicht zu.

Eine Ursache für die höheren Mieten in Ballungsräumen ist die gestiegene Nachfrage aufgrund niedriger Kreditzinsen, Unsicherheit an den Finanzmärkten, fehlender Anlagealternativen, hoher Beschäftigung und der Zuwanderung nach Deutschland. Jedoch führt die Nachfrage nur zu einem dauerhaften Mietanstieg, wenn sie auf ein wenig elastisches Angebot trifft.

Daher empfiehlt die OECD Deutschland die Angebotselastizität zu erhöhen, um die Volatilität der Miet- und Preisentwicklung zu reduzieren.<sup>1</sup> So könnte eine Angleichung von Marktwerten und steuerlichen Bewertungsansätzen das Angebot erhöhen. Eine höhere Angebotselastizität, d.h. mehr Wohnangebot in den boomenden Regionen, könnte auch die Mobilität von Arbeitnehmern und Auszubildenden erhöhen und damit Wachstums- und Beschäftigung fördern. Dieser Aspekt scheint in den Koalitionsverhandlungen bisher zu wenig beachtet zu werden.

Die OECD schätzt aufgrund multivariater Analysen die langfristige Preiselastizität des Angebots in Deutschlands auf 0,4, d.h. ein jährlicher Anstieg der realen Hauspreise um 1% verursacht einen Anstieg der realen Wohnbauinvestitionen um lediglich 0,4%. Im internationalen Vergleich, insbesondere skandinavische und angelsächsische Länder haben höhere Elastizitäten, ist die deutsche Elastizität damit eher unterdurchschnittlich. Nachfrageschocks lösen in Deutschland daher tendenziell größere Preisreaktionen als in anderen Ländern aus.

Die rein deskriptive Messung des Verhältnisses der prozentualen Veränderung realer Wohnbauinvestitionen relativ zur prozentualen realen Preisveränderungen zeigt deutlich höhere Werte von bis zu 8 für den Zeitraum 2008 bis 2011. Eine mögliche Interpretation ist, dass die jährliche Preiselastizität in einzelnen, extremen Jahren deutlich über den langfristigen durchschnittlichen OECD-Werten liegt. Jedoch war diese Entwicklung vermutlich auch durch Aufholeffekte getrieben nach den starken Investitionsrückgängen 2008 und 2009.

Die hohe Preisangebotselastizität der Jahre 2010/11 könnte auf die Preis- und Mietentwicklung, beide verlaufen in Deutschland recht ähnlich, dämpfend wirken. In 2012 aber sanken die Wohnbauinvestitionen und mit ihr die Preisange-

Reale Veränderung der Wohnbauinvestitionen zu realen Preisanstiegen des Vorjahres

2

Elastizität = prozentuale Veränderung in Zähler und Nenner



Quellen: BulwienGesa, Statistisches Bundesamt, DB Research

<sup>1</sup> Housing and the Economy: Policies for Renovation, Going for Growth. OECD 2011.



botselastizität wieder rapide und auch in 2013 werden die Wohnbauinvestitionen wohl eher stagnieren.

### In welchen Städten wurde das Angebot ausgeweitet?

Fertigstellungen Wohngebäude

3

EUR Mrd.



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

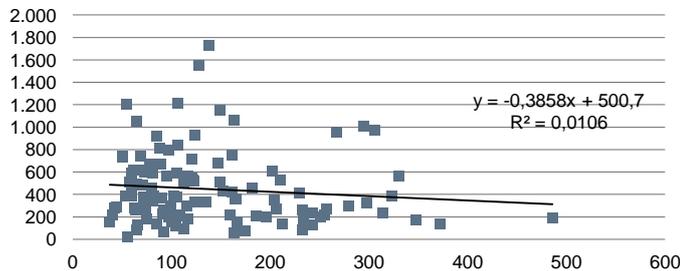
Die bundesweiten Fertigstellungen im Wohnbausektor sind seit dem Tiefpunkt 2009 von jährlich EUR 24 auf 32 Mrd. in 2012 angestiegen. Im gleichen Zeitraum stiegen die bundesweit fertiggestellten Wohnungen von jährlich 159.000 auf 200.000. Für 2013 rechnet die Koalition mit 220.000 Fertigstellungen. Innerhalb der nächsten fünf Jahre, in denen die neuen Miet- und Investitionsregeln gelten sollen, sollen laut Koalition die Fertigstellungen auf 250.000 pro Jahr ansteigen.

Die Zahl der Fertigstellungen ist in den letzten Jahren jedoch sehr ungleich über die Städte verteilt. So gibt es einige kleinere Städte, die relativ zu der Anzahl ihrer Bestandswohnungen sehr viele Wohnungen gebaut haben, während paradoxerweise in größeren Städten eher eine zurückhaltende Investitionstätigkeit vorherrscht. Damit stehen die Preise und Mieten in den Ballungsgebieten sowohl von der Nachfrageseite, durch zusätzliche Bewerber um den knappen Wohnraum, als auch der Angebotsseite, aufgrund der geringen Angebotsausweitung, unter Druck.

2011 Fertigstellungen in Städten mit weniger als 500.000 Einwohner (111 Städte)

4

x-Achse: Einwohner in '000,  
y-Achse: Fertigstellungen pro 100.000 Wohnungen

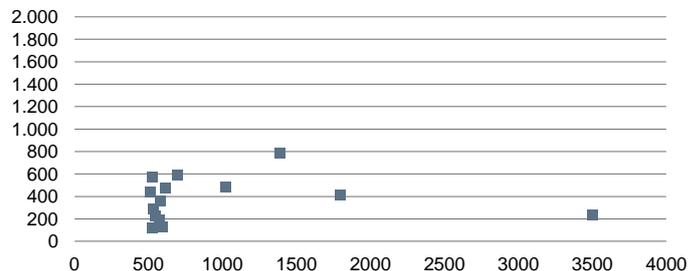


Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

2011 Fertigstellungen in Städten mit mehr als 500.000 Einwohner (14 Städte)

5

x-Achse: Einwohner in '000,  
y-Achse: Fertigstellungen pro 100.000 Wohnungen



Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

### Die Mietpreisbremse – wichtige Details fehlen

Die künftige Koalition plant die Mieter über eine Mietpreisbremse zu schützen. Die Durchschnittsmiete der zurückliegenden Jahre, die sogenannte ortsübliche Miete, ist bereits heute ein Orientierungspunkt bei der Veränderung von Bestandsmieten. Künftig soll sie auch einen stärkeren Einfluss bei der Wiedervermietung haben. Geplant ist, dass die Mieten bei Wiedervermietung nur 10% über der ortsüblichen Vergleichsmiete liegen dürfen.

In vielen Städten sind die Mieten bei Wiedervermietung in den letzten Jahren um deutlich mehr als 10% angestiegen. Angesichts der großen Anzahl an Bestandswohnungen und den relativ stabilen Bestandsmieten scheint es naheliegend, dass in vielen Städten die Marktmiete deutlich über der ortsüblichen Miete liegt. Eine BBSR-Publikation aus dem Jahr 2012 belegt dies für ausgewählte Städte.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Vgl. auch BBSR (2012): „Aktuelle Mietenentwicklung und ortsübliche Vergleichsmiete: Liegen die erzielbaren Mietpreise mittlerweile deutlich über dem örtlichen Bestandsmietenniveau?“ für ausgewählte Städte.



Für die ökonomische Bewertung der Mietpreisbremse ist die genaue Ausgestaltung entscheidend. Findet diese Regelung auch für Neubauten bzw. bei der Wiedervermietung relativ neuer Wohnungen Anwendung, dann müssen Investoren/Vermieter künftig mit deutlichen niedrigeren Renditen/Mieten rechnen. Jedoch gibt es auch Argumente, die vermuten lassen, dass der Einfluss der Mietpreisbremse auf das Investitionskalkül gering bleibt.

Erstens, sollen die Regeln nur regional gelten und nur auf Wunsch der Bundesländer. Zweitens, sind lt. Haus & Grund gerade in den Städten, in denen Marktmieten stark angezogen haben, die Vermieter zur Vergabe von Indexmietverträgen übergegangen, bei deren automatischen Mieterhöhungen spielt die ortsübliche Miete keine Rolle. Bleiben die Indexmietverträge in ihrer jetzigen Form erhalten, werden die Mieten in den Ballungsgebieten wohl nur wenig beeinflusst.

Drittens, gibt es bereits heute eine gesetzliche Regelung im Wirtschaftsstrafrecht, die verhindern soll, dass die Differenz zwischen Marktmieten und üblichen Mieten mehr als 20% beträgt. Diese Regelung hat für die Praxis jedoch nur geringe Relevanz. Entsprechend könnte auch die neue Regelung juristisch vorhanden aber de facto nahezu wirkungslos sein. Viertens, könnte es sein, dass die Mietpreisbremse nicht greift, falls schon heute die Miete mehr als 10% über der ortsüblichen Miete liegt und sie bei Wiedervermietung beibehalten werden darf. Die Regelung hätte dann keinen Einfluss auf das Niveau, sie könnte aber künftige Mietsteigerungen verhindern. Fünftens, wenn die neuen Regeln das Investitionskalkül tatsächlich beeinträchtigen, könnte es vor dem Inkrafttreten zu einem besonders starken Anstieg der Mieten bei Wiedervermietung kommen, was die Maßnahmen für „bezahlbares Wohnen“ konterkarieren könnte.<sup>3</sup>

### Werden die Mieter besser gestellt?

Dieses Ziel könnte verfehlt werden, da die Mietpreisbremse das Kernproblem des zu geringen Angebots von preisgünstigem Wohnraum nicht löst. Im Gegenteil: Liegt die Mietpreisbremse unter den alten Mieten, löst sie einen zusätzlichen Nachfrageüberhang aus, da sich nun weitere Haushalte das Wohnen in beliebten Vierteln leisten können. Der Vermieter wird sich aber weiterhin für den solventesten Mieter, der wahrscheinlich auch ohne die Mietpreisbremse die Wohnung nachgefragt hätte, entscheiden.

Zudem sinkt bei anhaltendem durch Eingriffe in den Marktpreis verursachten Nachfrageüberhang die Investitionsbereitschaft der Vermieter, und die Wohnqualität könnte auf das entsprechende Mietniveau herabsinken. Die OECD stellt in einer Querschnittsbetrachtung über Länder hinweg den Zusammenhang zwischen der Strenge der Mietregulierung und der Wohnqualität dar. Wenig überraschend weisen Länder mit strengeren Mietgesetzen eine geringere Wohnqualität auf. So steigt die Anzahl der undichten Dächer um durchschnittlich einen 1%-Punkt, wenn die Mietregulierung in einem Land um einen Punkt (auf einer Skala von 0 bis 5) ansteigt.<sup>4</sup>

Gemäß dem OECD-Ranking hat Deutschland im internationalen Vergleich bereits heute – ohne Mietpreisbremse – strenge Mietgesetze (Platz 3 hinter Schweden und den Niederlanden) und eine entsprechend niedrige Wohnqualität (Platz 2 hinter den Niederlanden). So gaben 7% der befragten Mieter in Deutschland an, dass ihr Dach undicht sei. Die Qualitätsmängel treffen vermutlich vor allem Mieter in den Ballungsgebieten im unteren und mittleren Einkommenssegment – also gerade jene Gruppen, welche man mit noch strengeren

<sup>3</sup> Weitere Regeln wurden bereits von meinem Kollegen, Markus Scheufler, publiziert. „All you need to know about the 'Mietpreisbremse'. German residential property, Industry update.

<sup>4</sup> Johansson, Å. (2011), „Housing Policies in OECD Countries: Survey-based Data and Implications“. OECD. Economics Department Working Papers.

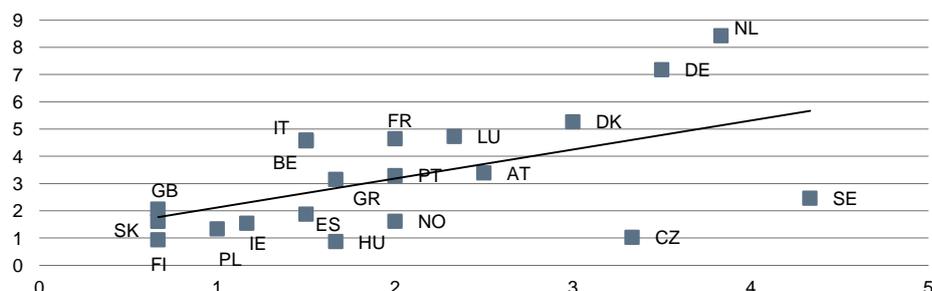


Gesetzen schützen will. Die OECD zeigt auch einen positiven Zusammenhang zwischen der Strenge der Mietregulierung und der Rationierung von Wohnraum auf. So wohnen Mieter in Ländern mit strenger Mietregulierung tendenziell in zu kleinen Wohnungen.

#### Mietregulierung und Wohnqualität

6

y-Achse: % der Mieter mit undichtem Dach 2007  
x-Achse: Strenge der Mietregulierung 2009



Quellen: OECD, DB Research

### Bestellerprinzip bei der Maklergebühr

Die Politik verkündete jüngst stolz "Eine Übertragung der Maklergebühr auf Mieter ist in Zukunft ausgeschlossen." Künftig soll das Bestellerprinzip gelten, so dass der Vermieter, wenn er einen Makler beauftragt, ihn auch bezahlt und nicht der Mieter. Aus ökonomischer Sicht hängt die Richtigkeit dieser Aussage von den Preiselastizitäten der Vertragspartner ab. In Vermietermärkten könnten die zusätzlichen Maklerkosten die Mieten steigen lassen oder falls diese gedeckelt werden, könnte die Maklergebühr die oben beschriebenen negativen Auswirkungen auf Qualität und Größe des Wohnraums verschärfen.

### Wird es zusätzliche Investitionsanreize geben?

Beschlossen scheint die Absenkung der Modernisierungumlage von 11% auf 10%. Wichtiger ist aber die Begrenzung der Mieterhöhung. Denn die Mieterhöhung ist nur solange gerechtfertigt, bis die Investitionskosten verdient sind. Anschließend soll wieder die ursprüngliche Miete gelten. Dies nimmt dem Vermieter die Anreize zu modernisieren.

Zusätzliche Investitionen sollen aber über die Einführung einer degressiven Abschreibungsregel, die aber wie die Mietpreispbremse auch nur regional gelten soll, erzielt werden. Eine großzügige Gestaltung könnte die gewünschten Impulse für den Wohnbau liefern, wovon auch die Mieter profitieren würden. Aus ökonomischer Sicht stellt sich jedoch die Frage, wer die zusätzlichen Abschreibungen finanziert.

### Fazit: Der Markt dürfte angespannt bleiben

Die akademische Literatur führt gute Gründe an, wann eine Mietregulierung sinnvoll ist. So ist aufgrund der asymmetrischen Verteilung von Informationen zwischen professionellen Vermietern und unerfahrenen Mietern ein Markteingriff, im Sinne des Verbraucherschutzes, sehr sinnvoll.<sup>5</sup> Da die Mietsteigerungen der letzten Jahre aber durch eine veränderte Nachfrage- und Angebotssituation verursacht wurden, scheint mehr Regulierung verfehlt. Daher könnten sich

<sup>5</sup> Vgl. Arnott (1997): The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law.



die jetzt geplanten Markteingriffe in der Praxis als ineffektiv erweisen, wenn die hier diskutierten unerwünschten Nebeneffekte auftreten.

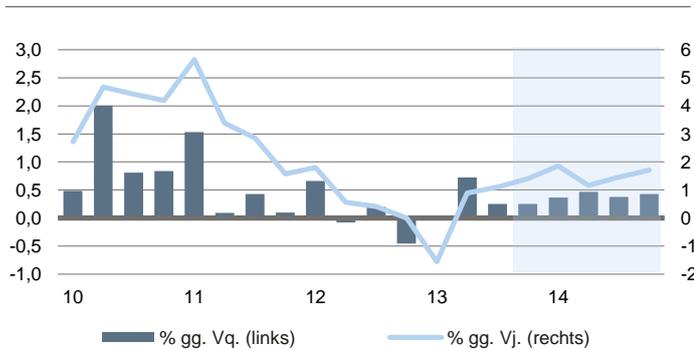
Die aktuell angespannte Lage am Wohnungsmarkt resultiert zum Großteil aus der zu geringen Bauaktivität in den Ballungsgebieten. Die jetzt geplanten Investitionsanreize könnten helfen, das Angebot auszuweiten. Eine grundlegende Änderung hin zu einer strukturellen Erhöhung der Angebotselastizität, wie von der OECD befürwortet, dürfte jedoch durch die gleichzeitige Einführung einer Mietpreisbremse verhindert werden. Damit dürfte das Paket „Für bezahlbares Wohnen“ vielleicht den Mietanstieg temporärer begrenzen, mittelfristig dürften die damit verbundenen negativen Investitionsanreize allerdings den Nachfrageüberhang und damit die Tendenz zu steigenden Mieten zementieren.

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



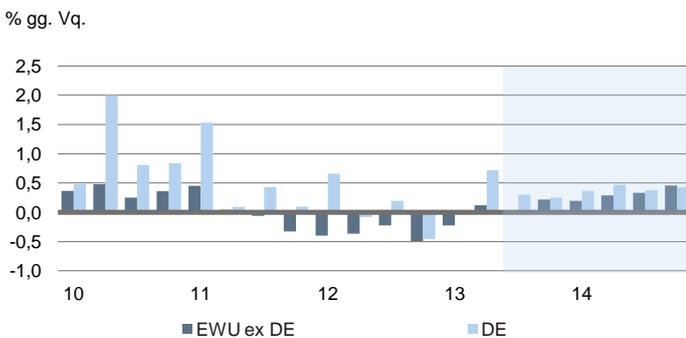
Chartbook: Konjunktur (1)

Entwicklung des realen BIP



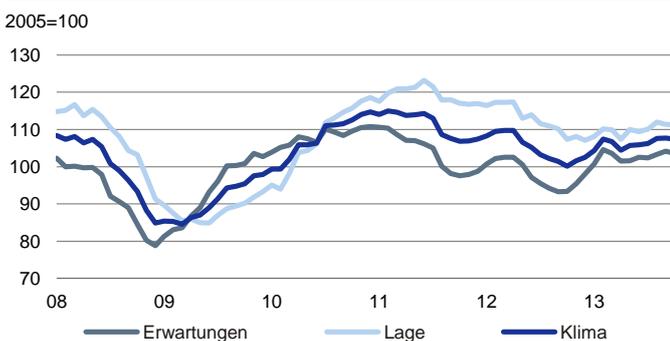
Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

BIP-Entwicklung: DE vs. EWU



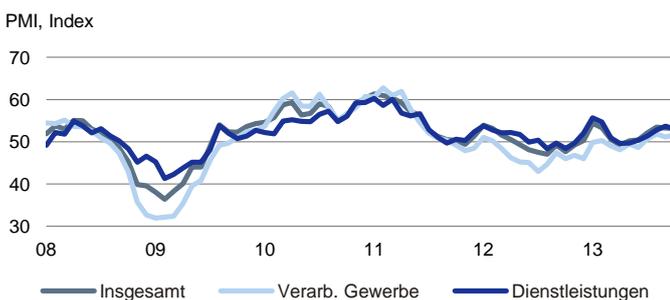
Quelle: Eurostat

Ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt



Quelle: ifo

Einschätzung der Einkaufsmanager



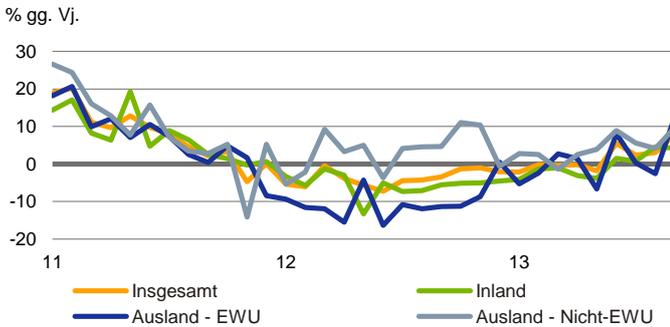
Quelle: Markit

- Nach vorläufigen Angaben stieg das deutsche BIP in Q3 wie erwartet um 0,3% gg. Vq. Dies entspricht dem Potenzialwachstum. Damit setzte die deutsche Wirtschaft ihre Erholung fort. Dazu trugen allein die inländischen BIP-Komponenten bei, also Konsum, Bau- und Ausrüstungsinvestitionen. Dagegen bremste der Außenhandel, da die Exporte im Vergleich zu den Importen nur wenig Dynamik zeigten.
- Im Vergleich zu Q2 (+0,7%) fiel das Wachstum zwar deutlich geringer aus, da Q2 von Nachholeffekten nach dem langen und kalten Winter geprägt war.
- Für Q4 erwarten wir ein Wachstum von 0,3%. Im Gesamtjahr 2013 ergeben sich somit 0,5% (2014: +1,5%).
- Das BIP-Wachstum in der Eurozone verlangsamte sich in Q3 auf 0,1% gg. Vq., nachdem es im Vorquartal dank hoher Wachstumsraten in Deutschland (0,7%) und Frankreich (0,5%) noch 0,3% betragen hatte. Deutschland (+0,3%) trug erneut ordentlich zum Wachstum bei. Spanien verließ die Rezession (+0,1%). Dagegen sank das BIP in Frankreich (-0,1%) und in Italien (-0,1%).
- Angesichts des verbleibenden Anpassungsbedarfs in einigen EWU-Ländern und des schwachen Welthandels dürfte die EWU auch weiterhin nur moderat wachsen. In 2013 dürfte das BIP trotz des Wachstums in H2 erneut sinken. Wir erwarten einen Rückgang um 0,2% (2012: -0,6%). 2014 sollte sich das BIP um 1,2% erhöhen.
- 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) leicht. Bei den Erwartungen dürfte der Streit um die US-Schuldenobergrenze belastet 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 im Verarbeitende Gewerbe (103,0 nach 103,5) und im Einzelhandel. Der Bauindex blieb hingegen unverändert und der Ifo-Index für den Großhandel glich den Vormonatsrückgang aus.
- Der Composite Einkaufsmanagerindex blieb im Okt. konstant bei 53,2, leicht über dem Q3-Schnitt, was auf eine Fortsetzung des moderaten BIP-Wachstums in Q4 hindeutet.
- Der Index für den Dienstleistungssektor gab etwas nach (52,9 nach 53,7). Sein Niveau spricht aber für eine intakte inländische Konjunktur. Während die Geschäftserwartungen auf 57,3 (nach 54,8) stiegen, fiel die Beschäftigungskomponente wieder in den negativen Bereich (49,8 nach 52,4). Der Industrieindex stieg (51,7 nach 51,1) dank höherer Produktion (53,6 nach 52,3) und trotz verlangsamter Exportaufträge (51,1 nach 52,1).



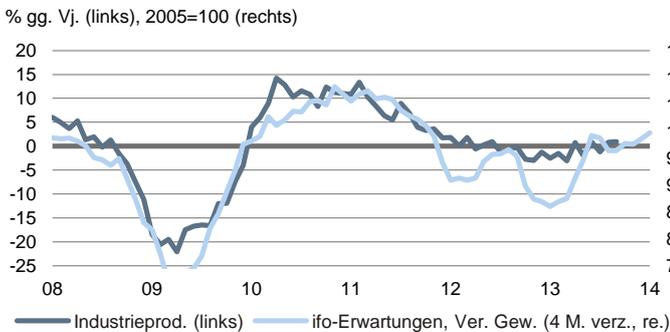
Chartbook: Konjunktur (2)

Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe



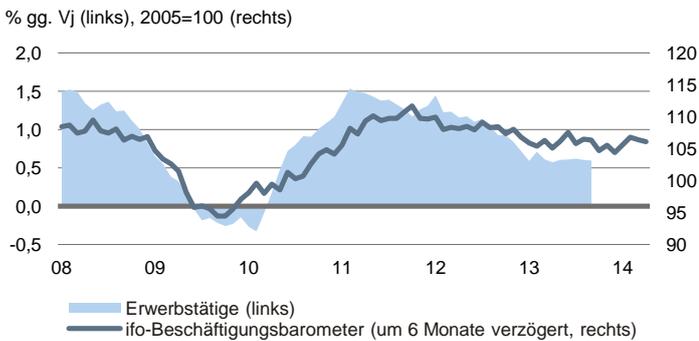
Quelle: Statistisches Bundesamt

Industrieproduktion und ifo-Erwartungen



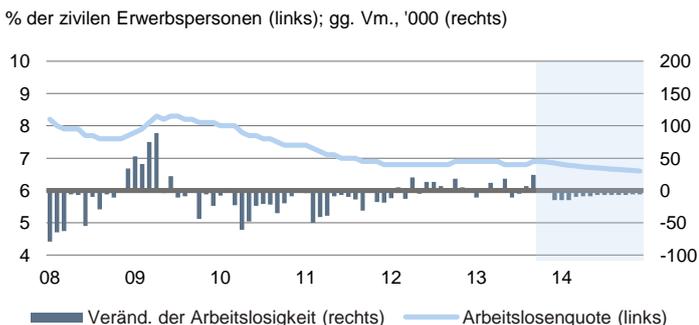
Quellen: ifo, Statistisches Bundesamt

Erwerbstätige und ifo-Beschäftigungsbarometer



Quellen: ifo, Bundesagentur für Arbeit

Arbeitslosigkeit



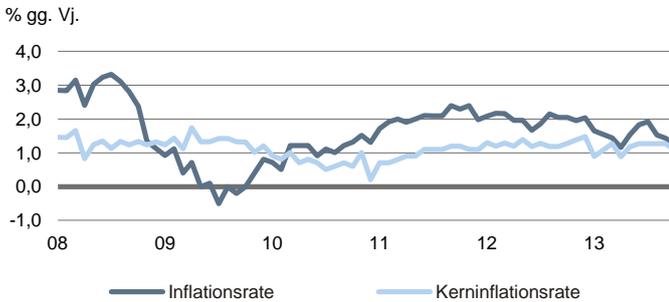
Quelle: Bundesagentur für Arbeit, DB Research

- Der Auftragseingang setzte seine Erholung im Sep. fort. Dank weiterer Großaufträge verbesserte er sich spürbar und das Auftragsniveau lag 5,5% über Vorjahr (gl. 3-Monatschnitt). Selbst die Kernaufträge (ohne Flugzeuge, Schiffe und Züge) lagen 3,5% über Vorjahr. Dabei übertrafen die Aufträge im Unterschied zu den Vormonaten in allen großen Regionen ihr Vorjahresniveau.
- Im Vormonatsvergleich stiegen die Aufträge um 3,3% (nach -0,3%), während die Kernaufträge nach dem starken Vormonat (+2,8%) unverändert blieben.
- Ifo und PMI deuten für die nächsten Monate auf eine weiter aufwärtsgerichtete Auftragsentwicklung hin.
- Die Industrieproduktion fiel im September zwar um 0,9% gg. Vm. Im Vormonat war sie aber um 1,6% angestiegen. In Q3 insgesamt betrug das Plus 0,6% gg. Vq. (Q2: +2,1%). Damit sollte die Industrie wieder, allerdings weniger deutlich, zum BIP-Wachstum beigetragen haben.
- Dank der Aufwärtstendenz der Produktion lag die Fertigung im September 1,4% über Vorjahr (gl. 3-Monatschnitt). Mit Ausnahme des starken Juni ist das der erste positive Vorjahresvergleich seit August 2012.
- Stimmungsindikatoren, die Kapazitätsauslastung und die weiter aufwärts gerichteten Aufträge deuten darauf hin, dass die Produktion in Q4 weiter moderat zulegen sollte.
- Die Beschäftigung expandierte dank Zuwanderung und steigender Erwerbsquoten weiter. Im September war sie rd. 250 Tsd. höher als im Vorjahr (+0,6% gg. Vj.), während die Arbeitslosigkeit um etwa 50 Tsd. über dem Vorjahreswert lag und damit ein eingetrübtes Bild zeichnet.
- Damit setzt sich der moderate Beschäftigungsaufbau fort. Die Zahl der sozialvers. Beschäftigten lag zuletzt 1,2% über Vj.
- Trotz des nur leichten Plus um 2 Tsd. gg. August markiert die Zahl der Erwerbstätigen weiter historische Höchststände (saisonbereinigt 41,8 Mio.).
- Die saisonale Erholung des Arbeitsmarktes scheint in diesem Herbst etwas schwächer auszufallen. So stieg die Arbeitslosigkeit im Oktober um 2 Tsd. gegenüber September, der dritte Anstieg in Folge, allerdings deutlich schwächer als die von Sondereffekten getriebenen +25 Tsd. im September.
- Frühindikatoren deuten derzeit leichte Aufwärtstendenzen für den Arbeitsmarkt an. Wir erwarten für das laufende Jahr eine Arbeitslosenquote von 6,9%, die 2014 dank der stärkeren Konjunktur auf 6,7% sinken sollte.



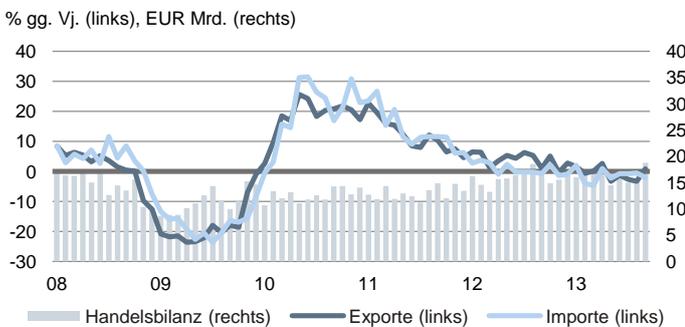
## Chartbook: Konjunktur (3)

Inflationsrate und Kerninflationsrate



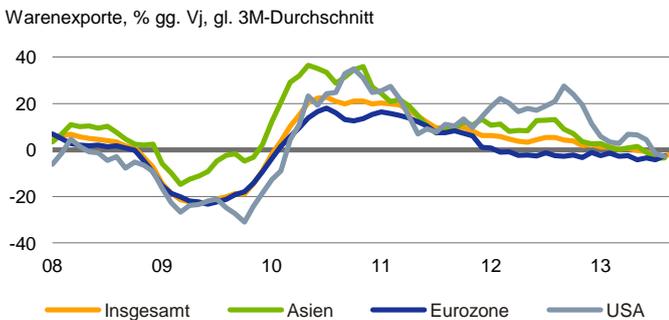
Quellen: Statistisches Bundesamt

Warenhandel



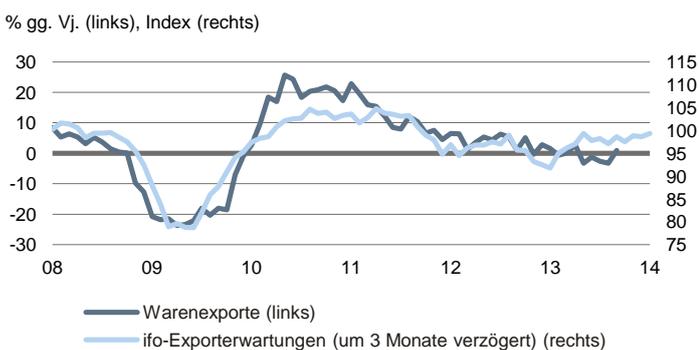
Quelle: Deutsche Bundesbank

Deutsche Warenexporte



Quelle: Deutsche Bundesbank

Exporte & ifo-Exporterwartungen



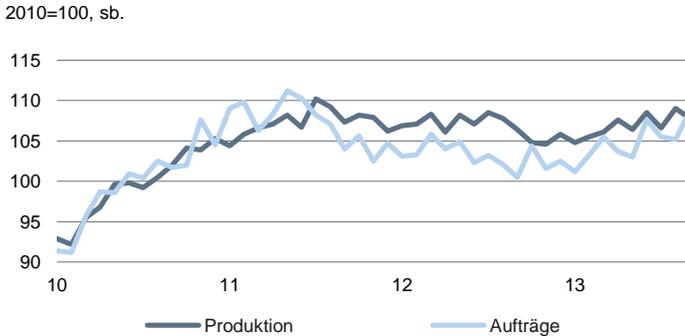
Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo

- Die Inflation fiel im Oktober weiter von 1,4% gg. Vj. auf 1,2%. Sowohl Energie- (-0,5% nach -0,2%) als auch Nahrungsmittelpreise (+4,1% nach +4,7%) spiegeln die rückläufigen Weltmarktpreise und den relativ starken EUR. Die Kerninflation (+1,1% nach +1,3%) fiel recht deutlich. Dazu trugen die Abschaffung der Studiengebühren in Bayern, niedrigere Mietpreissteigerungen und ein Rückgang der Preise von Pauschalreisen bei.
- Wir erwarten 2013 und 2014 eine Inflation von 1,5%. Angesichts des moderaten BIP-Wachstums, der Erwartung relativ stabiler Rohstoffpreise verbunden mit einem stärkeren EUR und leicht nachgebender Lohndynamik sollte die Inflation gedämpft bleiben.
- Der Handelsbilanzüberschuss erreichte im September einen neuen historischen Höchststand von EUR 18,9 Mrd. (saisonbereinigt, Aug.: EUR 15,8 Mrd.). Dadurch lag er in Q3 um rd. EUR 2 Mrd. über dem Q2-Niveau.
- Während die Exporte den zweiten Monat in Folge merklich stiegen (+1,8% gg. Vm. nach +1,0%), schwächten sich die Importe ab (-2,0%), was zum größeren Teil den fallenden Energiepreisen zu verdanken sein dürfte.
- Die Außenhandelsdynamik war in H1 gering. Im- und Exporte lagen meist unter Vorjahr. Der Welthandel wuchs in H1 mit 1,8% gg. Vj. auch nur schwach.
- Zur Jahresmitte 2013 waren die Exporte im Vorjahresvergleich geschrumpft, 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. Zuletzt zeigten sich leichte Aufwärtstendenzen. Auch die Exportaufträge laut PMI befinden sich im Expansionsbereich. Seit Anfang 2013 überzeichnen die ifo-Erwartungen die tatsächliche Exportentwicklung aber merklich. Der kräftige Exportanstieg im September führte zu einer Einengung des Abstandes.
- Die deutschen Importe dürften aufgrund des Endes des Lagerabbaus und des realen Einkommensplus der Haushalte sowie leicht steigender Rohstoffpreise etwas stärker als der Export wachsen.



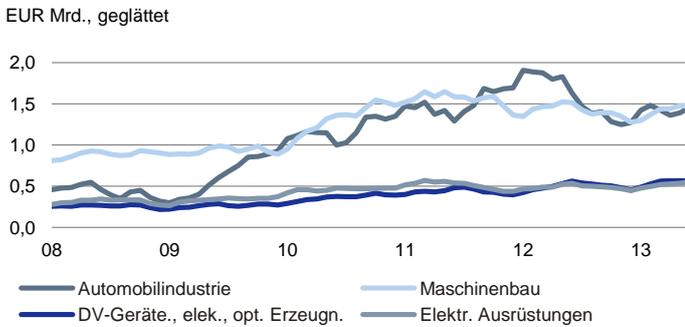
Chartbook: Branchen

Verarbeitendes Gewerbe: Produktion und Aufträge



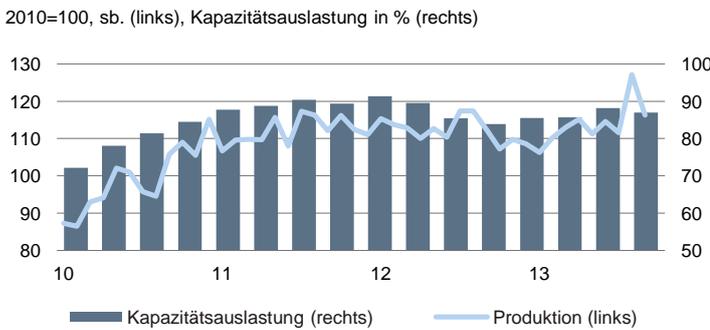
Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsche Exporte nach China nach Branchen



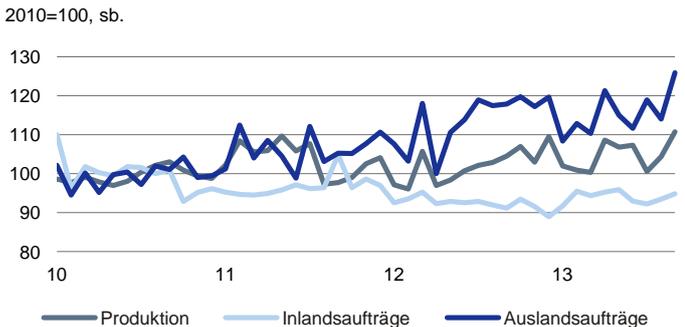
Quelle: Statistisches Bundesamt

Automobilindustrie: Produktion & Kapazitätsauslastung



Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

Pharmaindustrie: Produktion und Aufträge



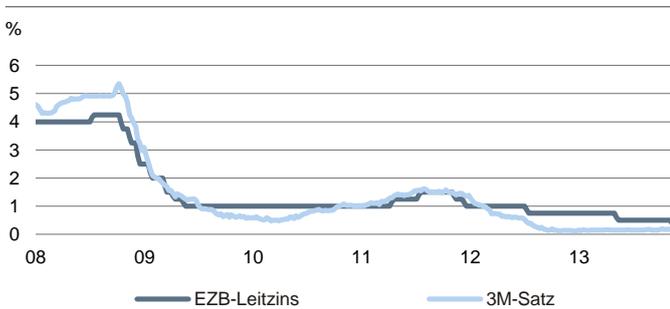
Quelle: Statistisches Bundesamt

- Die reale Produktion im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland lag im 3. Quartal um 0,3% über dem Niveau des Vorquartals. Damit setzt sich die leichte Aufwärtstendenz der letzten Monate fort. Die Auftragseingänge überstiegen im gleichen Zeitraum das Niveau der Vorperiode um real 1,6%.
- Die Aufträge von außerhalb Europas entwickeln sich seit geraumer Zeit besser als jene aus der EWU. Am aktuellen Rand kam es jeweils zu einem Anstieg.
- 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 Ausfuhren im Maschinenbau und der Elektrotechnik nach China haben seit Jahresbeginn angezogen. Demnach dürften die Exporte nach China die Produktion jener Sektoren 2013 stützen; dies dürfte auch für 2014 gelten, wenn die Konjunktur in China weiter anzieht. Die Autoindustrie erhält 2013 dagegen vor allem Impulse durch höhere Ausfuhren in die USA und nach UK. Der chinesische Markt wird dagegen vermehrt durch lokale Produktionsstätten deutscher Unternehmen bedient.
- In der Automobilindustrie stieg die inländische Produktion im 3. Quartal um 4% gg. Vq. Der starke Anstieg im August war auf eine zeitliche Verschiebung der Werksferien bei einem großen Hersteller zurückzuführen. *Für 2013 haben wir unsere Prognose für die Automobilproduktion auf +1% angehoben (von Stagnation).*
- *2014 könnte die inländische Produktion in der Autoindustrie um real etwa 5% zulegen.* Treiber ist unter anderem die wieder steigende Autonachfrage in Westeuropa.
- Trotz der guten Zahlen sanken die Geschäftserwartungen in der Branche zuletzt in den negativen Bereich. Die Kapazitätsauslastung gab im 4. Quartal leicht nach.
- Die Impulse für die deutsche Pharmaindustrie kamen in den letzten Jahren vorwiegend aus dem Ausland. Demgegenüber tendierte der Inlandsmarkt u.a. aufgrund der strikten Regulierung schwächer.
- Seit Jahresbeginn sendeten die Auftragseingänge in der Branche uneinheitliche Signale. Im 3. Quartal 2013 lagen sie um 1,7% über dem Niveau der Vorperiode. Am aktuellen Rand entwickelten sich die Auslandsaufträge besser als die Inlandsorders.
- *Wir erwarten für die pharmazeutische Industrie im Jahr 2013 und 2014 ein reales Produktionsplus von 3% (2012: -2,4%).*



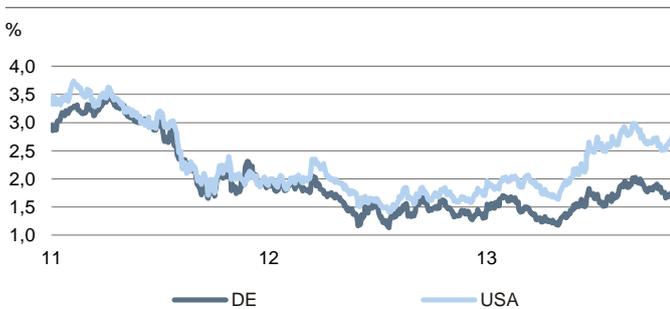
Chartbook: Finanzmärkte (1)

EWU: Leitzins & 3M-Satz



Quellen: EZB, Global Insight

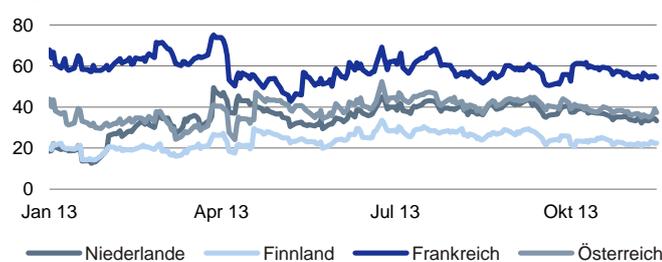
Rendite 10-jähriger deutscher und amerikanischer Staatsanleihen



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände (i)

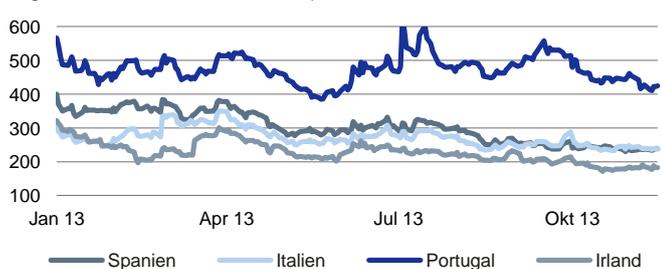
Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



Quelle: Global Insight

EWU: Renditeabstände (ii)

Gegenüber dt. Staatsanleihen, Basispunkte



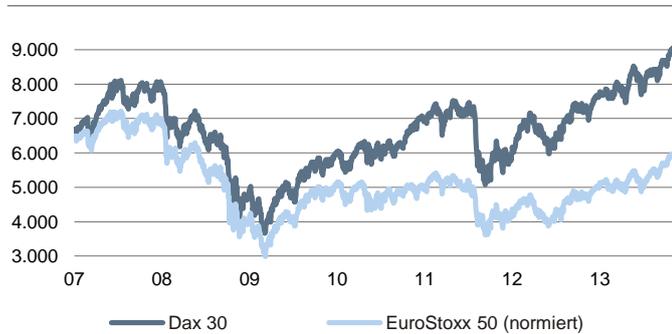
Quelle: Global Insight

- Die EZB senkte aus Sorge vor Deflation im Euroraum am 6. November überraschend den Leitzins um 25 Bp. auf den historischen Tiefststand von 0,25%. Zudem wurde die Vollzuteilung um etwa ein Jahr bis Mitte 2015 verlängert.
- Die Forward Guidance, dass der Leitzins für einen längeren Zeitraum auf dem aktuellen Niveau oder darunter liegen wird, wurde einstimmig beibehalten.
- *Wir erwarten, dass die EZB in den nächsten Monaten den aktuellen geldpolitischen Kurs beibehalten wird. Eine weitere Lockerung erwarten wir nur, wenn konjunkturelle Abwärtsrisiken eintreten.*
- *Aufgrund besser als vom Markt erwarteten US-Konjunkturdaten – Q3 BIP und Arbeitsmarktzahlen – und des von uns erwarteten erneuten kräftigen Beschäftigungsaufbaus im November dürfte die Fed mit der Reduzierung ihrer Assetkäufe wahrscheinlich schon im Dezember beginnen.*
- Daher stiegen die Renditen 10-jähriger US-Treasuries zuletzt wieder und liegen momentan bei 2,7%.
- Die Renditen 10-jähriger deutscher Anleihen konnten sich dank der Zinssenkung der EZB zuletzt von der Entwicklung der US-Treasuries abkoppeln. Die Rendite liegt momentan bei rund 1,7%. Der Renditeabstand zwischen US- und deutschen Anleihen ist auf 100 Bp. gestiegen.
- Die Renditen der anderen Kernländer reagierten – wie die Rendite 10-jähriger deutscher Anleihen – durch die Politikänderung der EZB nicht auf den Anstieg der US-Treasuries, 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 auf etwas über 400 Bp.
- Irland und Spanien haben angekündigt, bis Ende des Jahres die Hilfsprogramme zu verlassen und keine weitere Unterstützung durch den ESM zu beantragen.



Chartbook: Finanzmärkte (2)

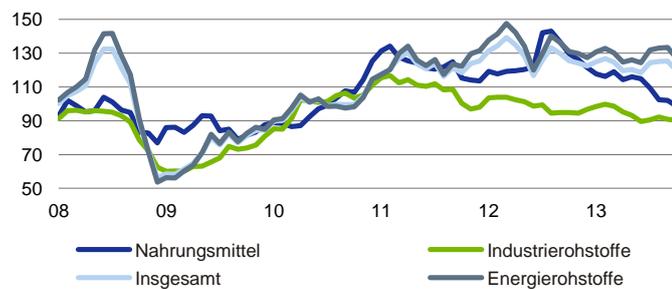
Aktienindizes



Quellen: Global Insight, DB Research

Rohstoffpreise

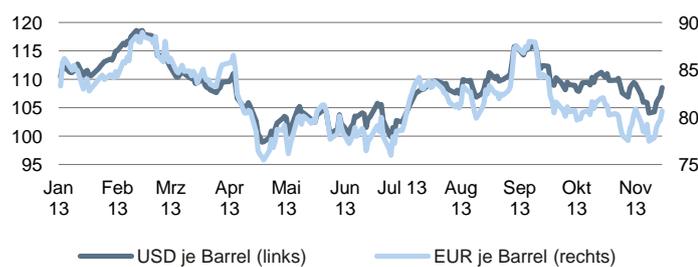
HWWI Index, 2010=100, EUR-Basis



Quelle: HWWI

Ölpreis

Brent Blend, USD oder EUR je Barrel



Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

Goldpreis

USD oder EUR je Feinunze



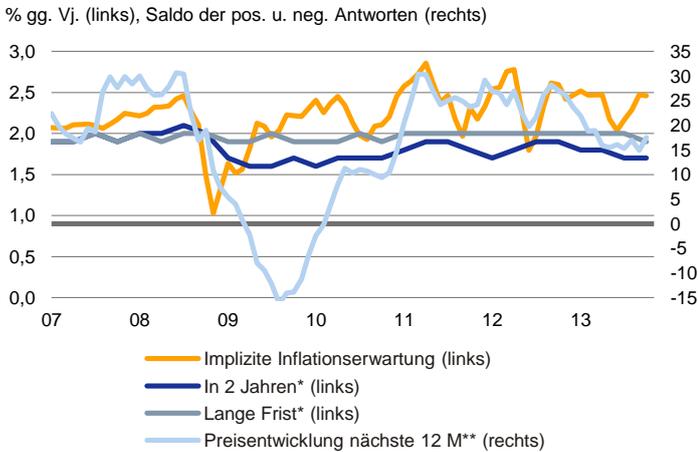
Quellen: Global Insight, Reuters, DB Research

- Die Q3-Berichtssaison der europäischen Unternehmen (Stoxx Europe 600) verlief bisher relativ schwach. Umsätze lagen bisher für 37% und EPS für 55% der Unternehmen über den Erwartungen. Für deutsche Unternehmen waren die Werte sogar noch etwas niedriger (Umsätze: 29% und EPS: 54%).
- Unsere Aktienstrategen erwarten einen Rückgang des DAX von aktuell 9150 auf 8400 zum Jahresende. 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 Aktienstrategen ein Niveau von 315 zum Jahresende 2013. Momentan steht dieser bei etwa 320 Punkten.
- Rohstoffpreise zeigten 2013 bei noch moderater weltweiter Nachfrage nach unten. Sie sind seit Jahresanfang um etwa 4,5% gefallen.
- Nahrungsmittelpreise sind am stärksten gefallen. Aktuell liegen die Preise rund 25% unter dem Vorjahresniveau. Mittelfristig erwartet die OECD einen Anstieg.
- Seit Ende September fiel der Ölpreis durch geringere Versorgungsunterbrechungen und nachlassende geopolitische Risiken wieder merklich auf zuletzt etwa USD 105 per Barrel.
- Unsere Rohstoffstrategen 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 wegen der fortschreitenden Erholung der Weltwirtschaft steigende Nachfrage dürften sich in etwa ausgleichen.
- Zuletzt ist der Goldpreis auf unter USD 1300 per Feinunze gefallen. Dafür sorgten positive US-Konjunkturdaten und die Erwartung, dass die Fed die Rückführung der Assetkäufe nun doch bereits Ende des Jahres starten dürfte. Der Goldpreis liegt rund 30% 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)

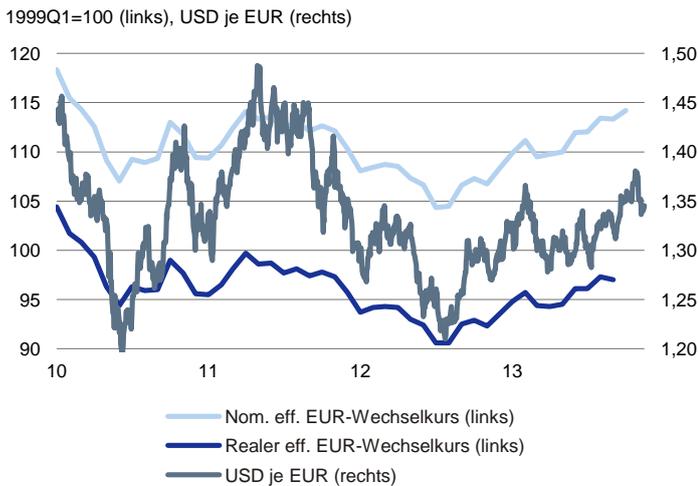
Inflationserwartungen Eurozone



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

- Im Gegensatz zu der von der EZB aufgeheizten Debatte über Deflationsgefahren bleibt die langfristige Inflationserwartung der von der EZB befragten privaten Prognostiker fest verankert bei etwa 2%. In zwei Jahren sehen sie die Inflationsrate (EWU) unverändert bei 1,7%. Die Prognose der Inflationsrate in 5 Jahren wurde leicht auf 1,9% gesenkt (zuvor: 2,0%).
- 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.

Wechselkursentwicklung des Euro



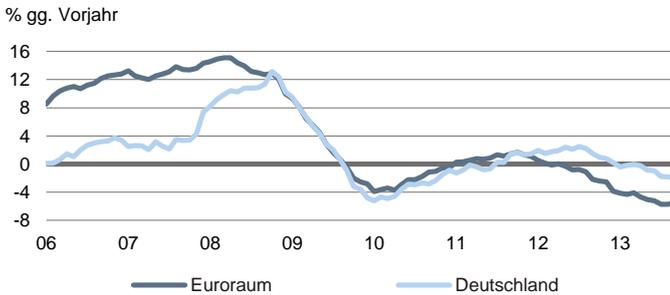
Quellen: EZB, Reuters

- Durch die überraschende Leitzinssenkung der EZB und stärker als erwarteten US-Konjunkturdaten hat sich der EUR gg. dem USD von 1,38 auf zuletzt 1,35 abgeschwächt.
- Unsere Strategen sehen die fundamentalen Treiber für eine kräftige Abwertung des USD intakt. Sie erwarten, dass der USD gg. dem Euro Ende Q4 auf 1,25 aufwertet 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.



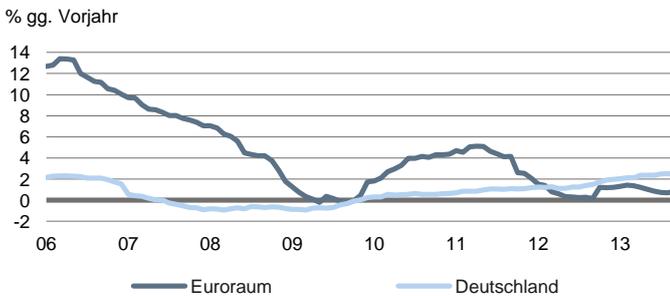
Chartbook: Finanzmärkte (4)

Kredite an Unternehmen



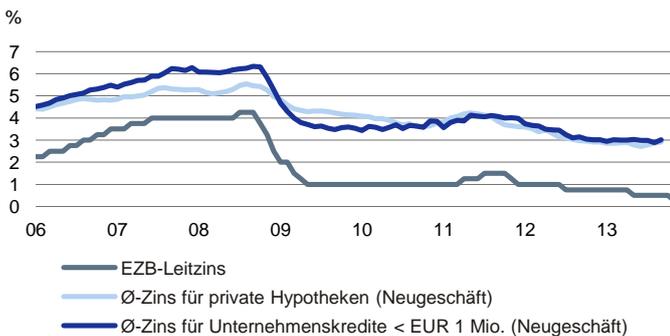
Quellen: EZB, DB Research

Privates Hypothekenvolumen



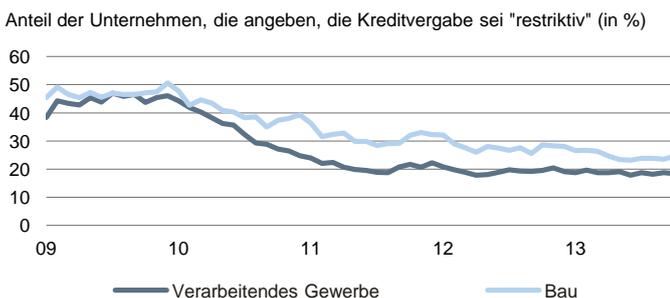
Quellen: EZB, DB Research

Zinsen für Kredite



Quellen: EZB, Bundesbank

Kredithürde



Quelle: ifo

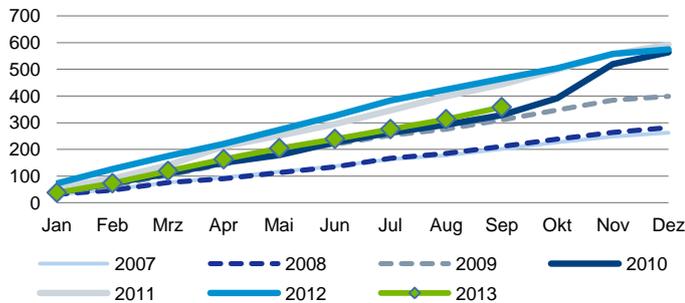
- Im September setzte sich der Rückgang bei Unternehmenskrediten fort. Im Euroraum nach wie vor wesentlich stärkere Schrumpfungsprozesse (-5,5% gg. Vj.) bedingt durch anhaltendes Deleveraging sowie die makroökonomische Gesamtsituation. Allerdings verlangsamte sich der Rückgang leicht (August: -5,7%).
- In Deutschland seit Jahresbeginn Schrumpfung. Im dritten Quartal deutlicher und zuletzt im September bei -2% (gg. Vj.).
- In den Kreditvolumina scheinen sich Substitution durch 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 lagen im September bei 2,9% bzw. 3%. Unternehmenskredite zogen dabei leicht an (August: 2,9%) während Hypothekenzinsen gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert blieben (Tiefststand im Juni bei 2,7%).
- Die Zinsen für Hypothekar- und Unternehmenskredite liegen in Deutschland auf historisch niedrigem Niveau. Die Entscheidung der EZB für eine erneute Leitzinssenkung Anfang November auf 0,25% dürfte diese Situation auf absehbare Zeit manifestieren und dem zuletzt beobachtbaren marginalen Anstiegen entgegenwirken.
- Unternehmen schätzen Kreditvergabe weiter als unproblematisch ein. Auch im Oktober verblieb der Anteil an Unternehmen, die Kreditvergabe als restriktiv einstufen, auf sehr niedrigem Niveau.
- Während die Kredithürde im Bausektor gegenüber dem Vormonat deutlicher anzog (+1,2 Prozentpunkte), war im verarbeitenden Gewerbe ein leichter Rückgang zu verzeichnen (- 0,4 Prozentpunkte).



Chartbook: Finanzmärkte (5)

Bruttoemissionen von Staatsanleihen

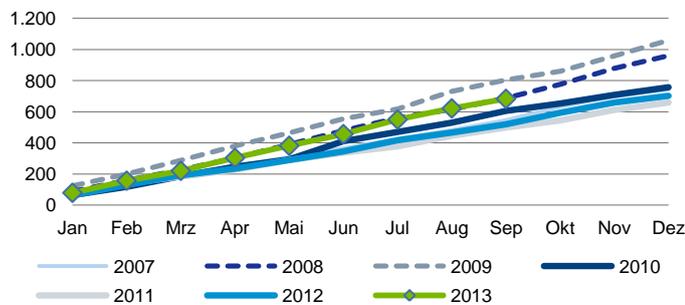
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Bankanleihen

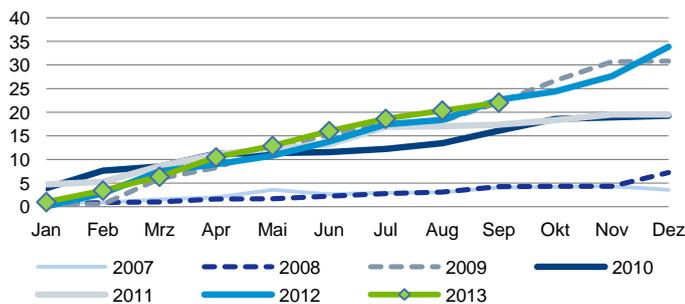
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Unternehmensanleihen

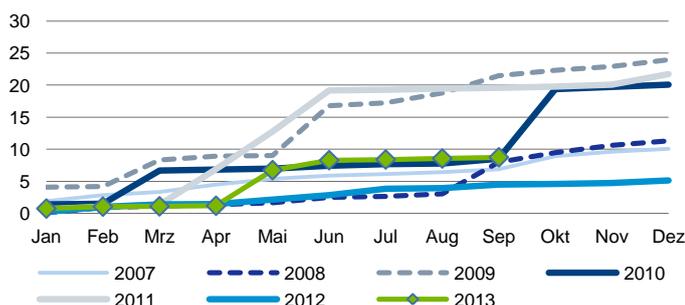
Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

Bruttoemissionen von Aktien

Jahresverlauf kumuliert, Mrd. EUR



Quellen: Bundesbank, DB Research

- In Deutschland hat der öffentliche Sektor im September weiter rege Schuldverschreibungen begeben. Bund und Länder haben Anleihen im Wert von circa EUR 45 Mrd. ausgegeben, das zweithöchste Volumen im laufenden Jahr.
- Die kumulierten Emissionen der ersten drei Quartale liegen bei EUR 358 Mrd. und sind damit etwas niedriger als in den vergangenen beiden Jahren.
- Der „Safe-haven“-Effekt, von dem der deutsche öffentliche Sektor in den letzten Jahren profitiert hat, ist zuletzt etwas abgeklungen.

- Die Emission von Bankanleihen hat im September an Schwung verloren und lag bei circa EUR 61 Mrd., dem zweitniedrigsten Volumen des laufenden Jahres.
- Trotzdem haben deutsche Banken in den ersten drei Quartalen des Jahres 2013 EUR 683 Mrd. auf dem Anleihemarkt generiert, den für diesen Zeitraum höchsten Betrag seit 2009.
- Die Emission von Bankanleihen wurde vor allem durch saisonelle Schwankungen und Sorgen um das „tapering“ der FED gebremst.

- Die Emissionen von Unternehmensanleihen waren im September gedämpft. Das Emissionsvolumen lag bei EUR 1,7 Mrd. und markiert damit den zweitniedrigsten Wert des Jahres 2013.
- Nach den starken Emissionen im ersten Halbjahr haben die schwächeren letzten Monate das kumulierte Emissionsergebnis gedämpft, sodass sich die kumulierte Emissionsaktivität 2013 bisher auf EUR 22,6 Mrd. beläuft.

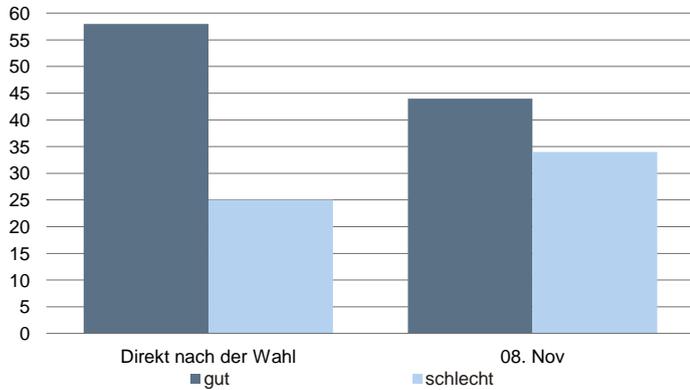
- Die Emissionen am Aktienmarkt sind im September mit EUR 188 Mio. marginal gestiegen.
- Das kumulierte Emissionsvolumen blieb damit im dritten Quartal fast unverändert und steht derzeit bei EUR 8,7 Mrd.
- In den ersten drei Quartalen 2013 hat die Emissionstätigkeit kaum an Schwung gewonnen, ähnlich wie die Investitionstätigkeit der Unternehmen in der Eurozone.



Chartbook: Wirtschaftspolitik

Popularität großer Koalition

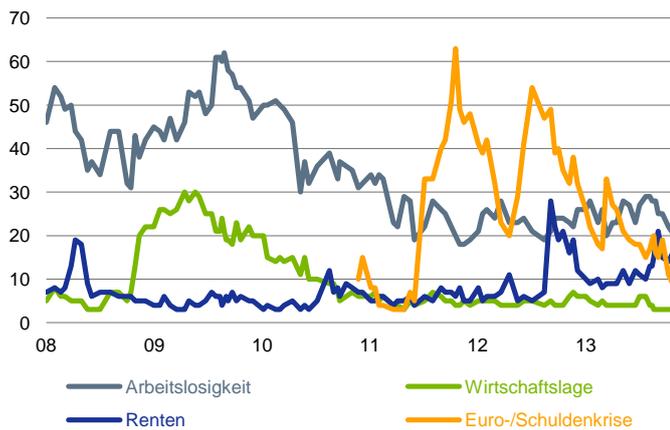
Eine große Koalition finden ... % der Befragten



Quellen: Forschungsgruppe Wahlen, ZDF

Die wichtigsten Probleme in Deutschland

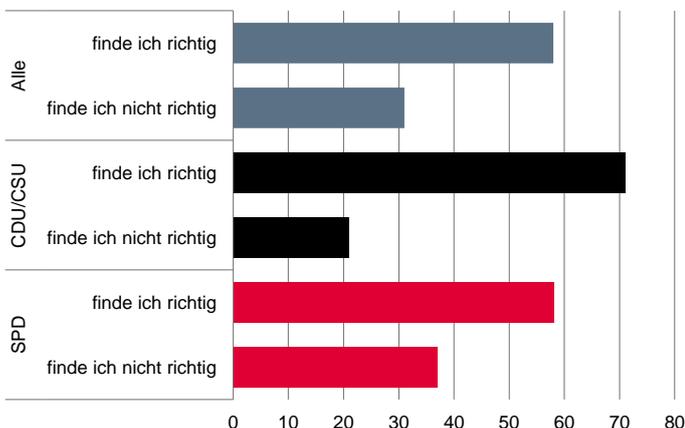
Maximal zwei Nennungen



Quelle: Forschungsgruppe Wahlen

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

in %



Quellen: Infratest dimap, ARD Morgenmagazin

- Aktuelle Umfragen belegen, dass die große Koalition nach wie vor die präferierte Regierungskoalition ist.
- Die Zustimmungswerte seit der Wahl haben sich zuletzt jedoch abgeschwächt. Nur mehr 44% der Befragten finden eine große Koalition gut. Das Niveau der Zustimmung schwankt jedoch von Umfrageinstitut zu Umfrageinstitut und hängt von der konkreten Fragestellung ab.
- Bei den Anhängern der künftigen Koalitionsparteien ist die Zustimmung jedoch weiterhin über 50%.
- 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 20% der Befragten die Bekämpfung der Arbeitslosigkeit genannt.
- Am zweithäufigsten wurde die Sicherung des Rentenniveaus (17%) erwähnt. Die Eurokrise ist mit 8% dagegen in den Hintergrund getreten.
- 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:*

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

Lars Slomka (+49 69 910-31942, lars.slomka@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
22./23. Nov.	CSU-Parteitag in München	Wahl des Parteivorstandes. In heißer Phase der Berliner Koalitionsgespräche dürfte die CSU zudem zentrale Positionen aus dem Bundestagswahlkampf, v.a. hinsichtlich einer PKW-Maut, bekräftigen.
26./27. Nov.	Geplanter 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	Angekündigte Abstimmung der SPD-Mitglieder per Brief über Ergebnisse der Koalitionsverhandlungen mit der Union (Koalitionsvertrag) dürfte in zweiter 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.
17. Dez.	Wahrscheinlicher Termin für Kanzlerwahl	Bei positivem Votum der SPD-Mitglieder und der Gremien von CDU und CSU (kleiner Parteitag) wird Frau Merkel 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
21. Nov. 2013	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Nov.	51,7	51,7
21. Nov. 2013	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Nov.	53,1	52,9
22. Nov. 2013	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Nov.	107,5	107,4
28. Nov. 2013	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Okt.	-1,1 (-3,4)	0,0 (-2,8)
28. Nov. 2013	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Nov.	6,9	6,9
28. Nov. 2013	14:00	Vorläufiger VPI (sb.) , % gg. Vm. (gg. Vj.)	Nov.	0,1 (1,3)	-0,2 (1,2)
29. Nov. 2013	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.) , % gg. Vm.	Okt.	0,5	-0,6
6. Dez. 2013	12:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.) , % gg. Vm.	Okt.	-1,0	3,3
7. Dez. 2013	12:00	Industrieproduktion (Index, sb.) , % gg. Vm.	Okt.	1,2	-0,9
9. Dez. 2013	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Okt.	16,6	18,8
9. Dez. 2013	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.) , % gg. Vm. (gg. Vj.)	Okt.	1,7 (2,2)	1,7 (0,9)
9. Dez. 2013	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.) , % gg. Vm. (gg. Vj.)	Okt.	5,1 (0,4)	-1,9 (-2,0)
14. Jan. 2014	8:00	Reals BIP (Index, sb.) , % gg. Vq.	2013	0,5	0,7

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

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,125	0,10	0,25	0,50	0,00	1,00	0,20	1,50	2,50	3,40	0,05
Dez 13	0,125	0,10	0,25	0,50	0,00	1,00	0,30	1,50	2,50	3,10	0,05
Mrz 14	0,125	0,10	0,25	0,50	0,00	1,00	0,30	1,50	2,50	3,00	0,05
Sep 14	0,125	0,10	0,25	0,50	0,00	1,25	0,40	1,75	3,50	3,00	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,24	0,22	0,22	0,52
Dez 13	0,35	0,20	0,25	0,55
Mrz 14	0,35	0,20	0,30	0,55
Sep 14	0,35	0,20	0,40	0,55

### 10J Staatsanleihen

	Renditen, %				Renditeabstände gg. EWU, %-Punkte			
Aktuell	2,70	0,59	1,71	2,58	-0,76	0,55	0,10	1,11
Dez 13	2,50	0,90	2,20	3,00	-0,70	0,25	0,25	0,65
Mrz 14	2,75	0,90	2,30	3,25	-0,65	0,20	0,30	0,70
Sep 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	1,35	100,25	0,84	1,61	1,24	8,96	7,46	8,25	4,20	298,41	27,15
Dez 13	1,25	110,00	0,86	1,45	1,25	8,50	7,46	7,75	4,13	293,80	25,60
Mrz 14	1,23	111,25	0,85	1,44	1,25	8,25	7,46	7,25	4,09	290,00	25,50
Sep 14	1,18	115,00	0,84	1,40	1,24	8,05	7,46	7,15	4,01	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
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
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	53,2
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
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	51,7
Produktion (% gg. Vp.)	-2,5	0,0	2,1	0,6		-1,2	2,1	-1,1	1,6	-0,9	
Auftragseingang (% gg. Vp.)	0,9	0,5	1,4	1,6		-0,7	4,5	-2,0	-0,3	3,3	
Grad der Kapazitätsauslastung	81,4	82,5	82,1	83,2	83,2						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	-2,1	-5,9	10,5	1,6		-1,0	3,2	0,1	-0,8	0,7	
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
<b>Dienstleistungen</b>											
PMI Dienstleistungen	50,0	53,8	49,9	52,6		49,7	50,4	51,3	52,8	53,7	52,9
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-10,0	-6,5	-4,2	-3,2		-4,5	-3,2	-2,3	-3,4	-4,0	-4,2
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	-0,7	1,5	0,0	-0,3		0,9	-1,1	0,0	0,5	-0,6	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-6,2	-10,5	-3,7	-1,4		-9,9	-4,7	2,1	-5,5	-1,2	2,3
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	2,0	-1,0	3,4	1,0		0,2	5,1	-3,1	-2,2	6,8	
Exporte (% gg. Vp.)	-2,4	0,2	0,1	0,4		-2,3	1,2	-0,8	1,0	1,7	
Importe (% gg. Vp.)	-0,8	-1,2	1,2	-0,3		0,9	-0,4	0,2	0,1	-1,9	
Nettoexporte (EUR Mrd.)	47,0	50,1	47,7	49,6		14,5	15,9	15,0	15,8	18,8	
<b>Arbeitsmarkt</b>											
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.)	0,9	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	106,1
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	2,0	1,8	1,5	1,7		1,6	1,9	1,9	1,6	1,6	1,2
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	-11,3
Ölpreis (USD)	110,1	112,6	102,5	110,4		102,6	103,0	107,9	111,3	111,9	109,2
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	31,2	26,6	22,5	26,2		21,6	20,6	23,5	28,2	26,8	26,5
EC Unternehmensumfrage	2,9	3,7	-0,6	2,8		-1,8	0,5	1,3	2,8	4,3	3,8
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
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								
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
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) ..... 31. Oktober 2013
- ▶ Arbeitsmarkt: Weiter im Aufwind  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 15. Oktober 2013
- ▶ Deutschland nach der Wahl  
(Aktuelle Themen) ..... 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) ..... 2. September 2013
- ▶ Das Wandern ist des Deutschen Lust  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 15. August 2013
- ▶ Trendwachstum der Beschäftigung -  
auf längere Sicht negativ  
(Aktuelle Themen) ..... 1. August 2013
- ▶ Binnenkonjunktur – kein Selbstläufer  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 15. Juli 2013
- ▶ Strukturelle Verbesserungen stützen Sonderstellung  
(Aktuelle Themen) ..... 1. Juli 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 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.