



# Frankreich: Wie geht es für François Hollande weiter?

2. August 2012

**Autor**  
Gilles Moec  
+44 20 7545-2088  
gilles.moec@db.com

**Editor**  
Jens Dallmeyer

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

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

**DB Research Management**  
Ralf Hoffmann | Bernhard Speyer

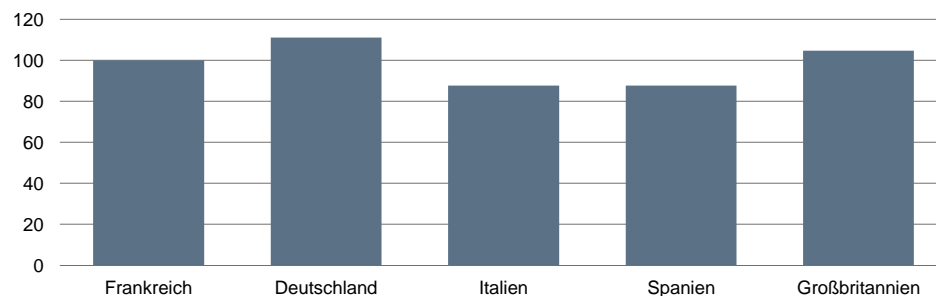
In den vergangenen Wochen stand Frankreich ganz klar auf der richtigen Seite des Grabens zwischen Kern- und Peripherieländern, der die Märkte für Staatsanleihen durchzieht. Dazu trug bei, dass unmittelbar nach den Wahlen fiskalpolitische Korrekturen angekündigt worden waren.

Aus politischer Sicht könnten die kommenden beiden Monate in Frankreich dadurch beherrscht werden, dass der oberste Gerichtshof auf eine Verfassungsänderung für die Verabschiedung des europäischen Fiskalpakts besteht. Selbst wenn die regierende Sozialistische Partei und ihre Verbündeten die erforderliche Mehrheit von 60% in beiden Parlamentskammern gemeinsam nicht erreichen, könnte eine solche Reform nach einigen Turbulenzen unseres Erachtens mit Unterstützung der Mitte-Rechts-Parteien bis Ende September verabschiedet werden.

Im September muss die Regierung auch ihren Haushaltsentwurf für 2013 vorlegen. Im laufenden Jahr ging es eher um Steuererhöhungen als um Ausgabenkürzungen. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur heißt es häufig, kurzfristig seien Steuererhöhungen der möglicherweise beste Weg, um mit einer Haushaltskonsolidierung zu beginnen während die Konjunktur noch lahmt. Bei einer optimalen Abfolge wäre es wohl sinnvoll, bis zu einer wirtschaftlichen Erholung zu warten bevor der Fokus auf Ausgabenkürzungen gesetzt wird. Im Jahr 2013 könnte die Erholung allerdings eher schwach ausfallen. Wir halten den von der Regierung ausgegebenen Zielwert für das BIP-Wachstum von 1,2% für recht ambitioniert. Eine schwächere Exportnachfrage und die Verschlechterung der Cashflows in den Unternehmen wirken sich gemeinsam auf den Arbeitsmarkt aus, was wiederum den Konsum dämpfen dürfte.

Kaufkraftbereinigtes BIP pro Kopf im Jahr 2011

Frankreich=100



Quelle: Eurostat



## Frankreich: Wie geht es für François Hollande weiter?

### Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz

|                    | BIP-Wachstum<br>in % gg. Vj. |       |       | Inflation<br>in % gg. Vj. |       |       | Leistungsbilanzsaldo<br>in % des BIP |       |       | Budgetsaldo<br>in % des BIP |       |       |
|--------------------|------------------------------|-------|-------|---------------------------|-------|-------|--------------------------------------|-------|-------|-----------------------------|-------|-------|
|                    | 2011P                        | 2012P | 2013P | 2011P                     | 2012P | 2013P | 2011P                                | 2012P | 2013P | 2011P                       | 2012P | 2013P |
| USA                | 1,8                          | 2,0   | 2,5   | 3,1                       | 2,3   | 2,5   | -3,3                                 | -3,1  | -3,2  | -8,3                        | -6,2  | -5,1  |
| Japan              | -0,7                         | 3,1   | 1,2   | -0,3                      | 0,5   | -0,1  | 2,1                                  | 2,0   | 2,6   | -10,0                       | -10,1 | -9,2  |
| Euroland           | 1,5                          | -0,5  | 0,3   | 2,7                       | 2,3   | 1,7   | 0,0                                  | 0,2   | 0,1   | -4,1                        | -3,2  | -2,5  |
| Deutschland        | 3,1                          | 0,8   | 1,0   | 2,3                       | 1,8   | 1,5   | 5,7                                  | 5,9   | 5,0   | -1,0                        | -0,6  | -0,5  |
| Frankreich         | 1,7                          | -0,3  | 0,0   | 2,3                       | 2,3   | 1,7   | -2,0                                 | -2,3  | -2,6  | -5,2                        | -4,8  | -3,6  |
| Italien            | 0,5                          | -2,3  | -0,4  | 2,9                       | 3,2   | 2,1   | -3,3                                 | -2,3  | -1,6  | -3,9                        | -2,3  | -1,6  |
| Großbritannien     | 0,8                          | 0,0   | 1,8   | 4,5                       | 2,8   | 1,9   | -1,9                                 | -2,4  | -2,0  | -8,3                        | -6,3  | -6,1  |
| Australien         | 2,1                          | 3,9   | 3,5   | 3,4                       | 1,8   | 3,0   | -2,3                                 | -3,7  | -3,4  | -3,4                        | -3,0  | 0,1   |
| Kanada             | 2,4                          | 2,5   | 3,0   | 2,9                       | 2,4   | 2,5   | -2,0                                 | -1,3  | -1,1  | -1,9                        | -1,7  | -1,4  |
| Asien*             | 7,3                          | 6,4   | 6,9   | 6,0                       | 4,0   | 4,3   | 2,1                                  | 1,3   | 1,1   | -2,9                        | -2,9  | -2,6  |
| China              | 9,2                          | 7,9   | 8,4   | 5,4                       | 2,8   | 3,5   | 2,8                                  | 2,2   | 1,8   | -2,0                        | -1,5  | -1,3  |
| Indien             | 7,0                          | 6,3   | 6,5   | 9,5                       | 7,5   | 7,0   | -3,3                                 | -3,0  | -2,8  | -8,3                        | -7,8  | -7,5  |
| Lateinamerika      | 4,3                          | 2,9   | 3,9   | 8,4                       | 7,6   | 7,6   | -0,7                                 | -1,3  | -1,6  | -2,2                        | -2,0  | -1,8  |
| Brasilien          | 2,7                          | 1,5   | 4,2   | 6,6                       | 5,1   | 5,0   | -2,1                                 | -2,6  | -3,0  | -2,6                        | -1,6  | -1,4  |
| M-/O-Europa/Afrika | 4,7                          | 3,2   | 3,6   | 6,5                       | 5,5   | 6,1   | 2,2                                  | 1,7   | 0,9   | -0,4                        | -1,0  | -0,9  |
| Russland           | 4,3                          | 4,0   | 4,1   | 8,4                       | 5,5   | 7,8   | 5,3                                  | 4,4   | 2,4   | 0,8                         | -1,0  | -0,8  |
| G7                 | 1,4                          | 1,5   | 1,8   | 2,6                       | 2,1   | 1,9   |                                      |       |       |                             |       |       |
| Welt               | 3,6                          | 3,1   | 3,5   | 4,5                       | 3,4   | 3,5   |                                      |       |       |                             |       |       |

\*ohne Japan

Quellen: Nationale Behörden, Bloomberg, Deutsche Bank; Stand: 30. Juli 2012

### Zins- und Wechselkursprognosen

|                        |             | Wechselkursprognosen |      |      |      |     | Zinsprognosen <sup>1</sup> |      |      |      | Renditespreads <sup>1</sup> |       |       |       |
|------------------------|-------------|----------------------|------|------|------|-----|----------------------------|------|------|------|-----------------------------|-------|-------|-------|
|                        |             | 2. Aug.              | 3M   | 6M   | 12M  | 3M  | 2. Aug.                    | 3M   | 6M   | 12M  | 2. Aug.                     | 3M    | 6M    | 12M   |
| USA                    | USD pro EUR | 1,23                 | 1,28 | 1,30 | 1,25 | 3M  | 0,24                       | 0,50 | 0,50 | 0,50 |                             |       |       |       |
|                        | JPY pro USD | 78                   | 80   | 82   | 86   | 10J | 1,48                       | 1,50 | 1,50 | 2,50 |                             |       |       |       |
| Japan                  | JPY pro EUR | 96                   | 102  | 107  | 108  | 3M  | 0,33                       | 0,30 | 0,30 | 0,30 | 0,09                        | -0,20 | -0,20 | -0,20 |
|                        |             |                      |      |      |      | 10J | 0,79                       | 0,90 | 1,00 | 1,10 | -0,74                       | -0,65 | -0,55 | -1,45 |
| Euroland               | USD pro EUR | 1,23                 | 1,28 | 1,30 | 1,25 | 3M  | 0,38                       | 0,50 | 0,50 | 0,50 | 0,14                        | 0,00  | 0,00  | 0,00  |
|                        | JPY pro EUR | 96                   | 102  | 107  | 108  | 10J | 1,32                       | 1,75 | 2,00 | 2,25 | -0,21                       | 0,20  | 0,45  | -0,30 |
| Großbritannien         | USD pro GBP | 1,57                 | 1,54 | 1,55 | 1,51 | 3M  | 0,83                       | 0,85 | 0,85 | 0,85 | 0,45                        | 0,35  | 0,35  | 0,35  |
|                        | GBP pro EUR | 0,79                 | 0,83 | 0,84 | 0,83 | 10J | 1,48                       | 1,75 | 2,00 | 2,50 | 0,21                        | 0,05  | 0,05  | 0,30  |
| Schweiz                | CHF pro EUR | 1,20                 | 1,21 | 1,21 | 1,21 | 3M  | 0,06                       | 0,10 | 0,10 | 0,10 | -0,32                       | -0,40 | -0,40 | -0,40 |
| Australien*            | USD pro AUD | 1,01                 | 1,00 | 1,00 | 0,95 | 3M  | 3,50                       | 3,25 | 3,00 | 3,00 | 3,26                        | 2,75  | 2,50  | 2,50  |
| Kanada*                | CAD pro USD | 1,00                 | 1,00 | 1,00 | 1,00 | 3M  | 1,00                       | 1,00 | 1,50 | 2,25 | 0,76                        | 0,50  | 1,00  | 1,75  |
| China <sup>2</sup>     | CNY pro USD | 6,33                 | 6,32 | 6,32 | 6,25 | 1J  | 3,00                       | 2,75 | 2,75 | 2,75 | 2,69                        | 2,95  | 3,20  | 2,75  |
| Indien <sup>2</sup>    | INR pro USD | 55,5                 | 51,0 | 50,0 | 50,0 | 3M  | 8,00                       | 7,75 | 7,50 | 7,00 | 7,76                        | 7,25  | 7,00  | 6,50  |
| Brasilien <sup>2</sup> | BRL pro USD | 2,03                 | 2,00 | 1,95 | 1,90 | 3M  | 8,00                       | 7,00 | 7,00 | 7,00 | 7,76                        | 6,50  | 6,50  | 6,50  |
| Russland <sup>2</sup>  | RUB pro USD | 30,7                 | 31,9 | 31,5 | 31,6 | 6M  | 8,00                       | 8,00 | 8,00 | 8,00 | 7,76                        | 7,50  | 7,50  | 7,50  |

1) 3M-Zinsen sind 3M-Einlagensätze. 10J-Renditen sind annualisiert für Japan, Euroland und Schweiz, nicht-annualisiert für alle anderen Länder. Spreads auf Basis annualisierter Renditen und gg. USA; Ausnahmen Großbritannien und Schweiz: Spread gg. Euroland. 10J-Bonds in Euroland sind 10J-Bundesanleihen; \*Zahlen geben die Leitzinsen an

2) Stand der Zinsprognosen: 16. Juli

Quellen: Nationale Behörden, Bloomberg, Deutsche BankPrognoseänderungen



## Frankreich: Wie geht es für François Hollande weiter?

### Frankreich: Wie geht es für François Hollande weiter?

- In den vergangenen Wochen stand Frankreich ganz klar auf der richtigen Seite des Grabens zwischen Kern- und Peripherieländern, der die Märkte für Staatsanleihen durchzieht. Dazu trug bei, dass unmittelbar nach den Wahlen fiskalpolitische Korrekturen angekündigt worden waren.
- Aus politischer Sicht könnten die kommenden beiden Monate in Frankreich dadurch beherrscht werden, dass der oberste Gerichtshof auf eine Verfassungsänderung für die Verabschiedung des europäischen Fiskalpakts besteht. Selbst wenn die regierende Sozialistische Partei und ihre Verbündeten die erforderliche Mehrheit von 60% in beiden Parlamentskammern gemeinsam nicht erreichen, könnte eine solche Reform nach einigen Turbulenzen unseres Erachtens mit Unterstützung der Mitte-Rechts-Parteien bis Ende September verabschiedet werden.
- Im September muss die Regierung auch ihren Haushaltsentwurf für 2013 vorlegen. Im laufenden Jahr ging es eher um Steuererhöhungen als um Ausgabenkürzungen. In der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur heißt es häufig, kurzfristig seien Steuererhöhungen der möglicherweise beste Weg, um mit einer Haushaltskonsolidierung zu beginnen während die Konjunktur noch lahmt. Bei einer optimalen Abfolge wäre es wohl sinnvoll, bis zu einer wirtschaftlichen Erholung zu warten bevor der Fokus auf Ausgabenkürzungen gesetzt wird. Im Jahr 2013 könnte die Erholung allerdings eher schwach ausfallen. Wir halten den von der Regierung ausgegebenen Zielwert für das BIP-Wachstum von 1,2% für recht ambitioniert. Eine schwächere Exportnachfrage und die Verschlechterung der Cashflows in den Unternehmen wirken sich gemeinsam auf den Arbeitsmarkt aus, was wiederum den Konsum dämpfen dürfte.
- Im kommenden Jahr könnte die Regierung mit dem folgenden Dilemma konfrontiert sein: Um das potenzielle BIP zu steigern (was unseres Erachtens vor allem über eine Erhöhung der Beschäftigung geschehen sollte), wäre es erforderlich, die Steuern und Abgaben auf Löhne und Gehälter zu senken. Dafür müsste entweder die Mehrwertsteuer deutlich angehoben werden, was den Konsum weiter dämpfen dürfte, oder die Ausgaben müssten früher kräftig gekürzt werden, um auf dem Haushaltskonsolidierungspfad zu bleiben.
- Das Tempo der Haushaltssanierung in Frankreich (die wiederum Fortschritte bei Strukturreformen impliziert) ist von entscheidender Bedeutung für die Fortschritte auf dem Weg zu einer „Fiskalunion“ im Euroraum, da Paris unseres Erachtens keiner wesentlichen Übertragung von Souveränitätsrechten zustimmen dürfte, bevor es sein „Haus bestellt hat“.

### Auf dem Weg zu einer Verfassungsänderung?

Wir sind an anderer Stelle bereits darauf eingegangen, wie rasch die neue sozialistische Regierung in Paris von dem in ihrem Wahlprogramm vorgestellten fiskalpolitischen Kurs abgewichen ist und eine Stabilisierung der Primärausgaben (ohne Renten) versprochen hat, statt sie – wie ursprünglich vorgesehen – während ihrer Amtszeit jährlich um 1% zu erhöhen. Dies ist ein positiver Schritt, der wahrscheinlich dazu beigetragen hat, dass die Märkte französische Staatsanleihen in den vergangenen Wochen wohlwollend behandelt haben. Diese Änderung des fiskalpolitischen Kurses ist jedoch rein diskretionärer Natur. Der jüngste Trend zu einer verantwortungsbewussteren Fiskalpolitik im Euroraum setzt auf striktere, regelbasierte Vorgaben für die nationalen Haushalte. Von diesem Standpunkt aus ist es zu den wenigen verbleibenden positiven Ergebnissen des Euro-Gipfels vom 29. Juni zu zählen, dass François Hollande angekündigt, er werde das Parlament um die Verabschiedung des Fiskalpakts bit-



## Frankreich: Wie geht es für François Hollande weiter?

---

ten, dem zufolge das strukturelle Defizit, also das Haushaltsdefizit bereinigt um konjunkturelle Einflüsse, im nationalen Recht auf 0,5% des BIP beschränkt werden soll. Premierminister Ayrault kündigte in der vergangenen Woche an, das parlamentarische Verfahren solle Ende September beginnen. Das Verfahren ist aber nicht so einfach wie es auf den ersten Blick erscheint und öffnet die Tür für politische Spielchen.

Die europäischen Politiker haben recht präzise Vorgaben dafür gemacht, wie der Pakt in nationales Recht umgesetzt werden soll. Im entsprechenden Vertrag heißt es: *„Die Regelungen nach Absatz 1 werden im einzelstaatlichen Recht der Vertragsparteien in Form von Bestimmungen, die verbindlicher und dauerhafter Art sind, vorzugsweise mit Verfassungsrang, oder deren vollständige Einhaltung und Befolgung im gesamten nationalen Haushaltsverfahren auf andere Weise garantiert ist, spätestens ein Jahr nach Inkrafttreten dieses Vertrags wirksam. Dieser Korrekturmechanismus wahrt uneingeschränkt die Vorrechte der nationalen Parlamente.“* Auf den ersten Blick könnte François Hollande also eine Verfassungsänderung vermeiden.

Es ist nicht klar, welche Art von Vorschriften unterhalb des Verfassungsrangs von „verbindlicher und dauerhafter Art“ sein könnten, wie es im Vertragstext heißt. Im französischen Rechtssystem gibt es so genannte „Organgesetze“, die insofern einen höheren Rang haben, als sie festlegen, wie parlamentarische Verfahren (vor allem im Haushaltsrecht) ablaufen. In Bezug auf ihren „dauerhaften“ Charakter bieten sie jedoch keine besondere Sicherheit: Sie können durch eine einfache Mehrheitsentscheidung geändert werden. Dennoch könnte ein solches Organgesetz ausreichen, da der Europäische Gerichtshof in jedem Fall überprüfen muss, ob die nationalen Regelungen den Vertragsbestimmungen entsprechen. Selbst wenn es politisch recht einfach wäre, den Mechanismus zu ändern, dürfte das Vorhandensein einer solchen Schiedsstelle im System abschreckend wirken.

Auch wenn der europäische Vertrag nicht unbedingt eine Verfassungsänderung vorsieht, besteht für den Präsidenten in der Praxis des französischen Rechtssystems eventuell keine Alternative dazu.

Am 13. Juli bat der Präsident den Verfassungsgerichtshof um Prüfung der Frage, ob der Vertrag in jedem Fall eine Verfassungsänderung notwendig mache. Das französische Gericht neigt häufig dazu, politische Notwendigkeiten anzuerkennen (ehemalige französische Präsidenten sind *de jure* Mitglieder). Dennoch ist es durchaus möglich, dass es bis Mitte August entscheidet, eine Verfassungsänderung sei erforderlich. In seinem Blog schrieb Jean-Jacques Urvoas, ein Abgeordneter der Sozialisten und Juraprofessor, der den Vorsitz im Rechtsausschuss der Nationalversammlung innehat, es würde ihn nicht überraschen, wenn der Gerichtshof entschiede, dass eine Verfassungsänderung notwendig sei. Urvoas erläuterte, man könne wohl schwerlich annehmen, dass der Vertrag die wesentlichen Umstände nicht beeinflusse, innerhalb derer die nationale Souveränität ausgeübt werde. Außerdem merkte er an, der Fiskalpakt sei wegen des Widerstands Großbritanniens nicht nach europäischem Recht vereinbart worden. Dementsprechend gelte die Verfassungsvorschrift nicht, dass Frankreich im Prinzip der Übertragung von Kompetenzen an die EU zustimme.

Für eine Verfassungsänderung ist eine 3/5-Mehrheit im Kongress (Nationalversammlung und Senat zusammengenommen) erforderlich, d.h. 555 Stimmen. Die Sozialistische Partei verfügt über 424 Sitze. Ihr enger Verbündeter, die Radikale Linkspartei (bei der es sich im Gegensatz zu ihrem Namen um eine moderate linke Gruppierung handelt), könnte rund 30 Stimmen beitragen. Die Kommunisten (36 Abgeordnete) dürften gegen eine Verfassungsänderung stimmen, die Entscheidung der Grünen (29 Sitze) ist unklar. Die Zentristen (60 Sitze) würden die Verfassungsänderung wohl unterstützen. Selbst bei einigen Enthaltungen besteht für die Regierung also das Risiko einer Abstimmungsnie-



## Frankreich: Wie geht es für François Hollande weiter?

derlage. Hollande muss möglicherweise einen Kompromiss mit der UMP, der Partei von Nicolas Sarkozy, eingehen, die über 328 Sitze verfügt.

In der Sache unterstützt die UMP die Prinzipien des Fiskalpakts. Nicolas Sarkozy versuchte im vergangenen Jahr, eine goldene Budgetregel in die französische Verfassung aufzunehmen, was damals von den Sozialisten verhindert wurde. In der Partei tobt jedoch derzeit eine Nachfolgeauseinandersetzung, und die Konkurrenten könnten versuchen, gegenüber dem neu gewählten Präsidenten zu punkten, indem sie die Zustimmung der rechten Mitte zur Verfassungsänderung hinauszögern.

Die Front National und die Kommunistische Partei fordern ein Referendum über dieses Thema. Dies könnte durchaus auf Zustimmung bei den Wählern treffen. In einer Umfrage von OpinionWay, die am 23. Juli veröffentlicht wurde, sprach sich eine kleine Mehrheit (52%) dafür aus, dass der Fiskalpakt durch ein Referendum und nicht durch ein parlamentarisches Verfahren verabschiedet werden solle. Eine große Mehrheit (53% gg. 20%) würde bei einem solchen Referendum mit „Ja“ stimmen. Diese Zahlen sind allerdings mit Vorsicht zu genießen, da z.B. im Jahr 2005 Umfragen nur wenige Monate vor der Ablehnung des EU-Verfassungsvertrags in einem Referendum darauf hindeuteten, dass eine große Mehrheit für den Vertrag sei. Dass die Öffentlichkeit den Fiskalpakt jedenfalls derzeit positiv sieht, dürfte es jedoch zögernden sozialistischen Abgeordneten erleichtern, im Parlament dafür zu stimmen.

Kurz, dieses Thema dürfte zwar in den kommenden beiden Monaten für ein gewisses Störfeuer sorgen, aber unseres Erachtens dürfte sich im Kongress eine Mehrheit für eine Verfassungsänderung finden. Gilles Carrez, ein hochrangiger Abgeordneter der UMP, der derzeit den Vorsitz im Haushaltsausschuss der Nationalversammlung führt, kündigte bereits an, er werde für eine goldene Budgetregel in der Verfassung stimmen.

### Ehrgeizige Wachstumsprognose für 2013

Das am 4. Juli vorgestellte Haushaltspaket, das vor allem Steuererhöhungen vorsieht, sollte es der Regierung unserer Einschätzung nach ermöglichen, ihr Defizitziel von 4,5% des BIP in diesem Jahr zu erreichen. Dass eher Steuererhöhungen als Ausgabenkürzungen durchgeführt wurden, wurde in weiten Kreisen kritisiert, zumal die Steuerbelastung in Frankreich ohnehin schon hoch ist (56% des BIP). Wir teilen die Auffassung, dass sich diese Entscheidung langfristig negativ auf das potenzielle BIP auswirken dürfte. Kurzfristig jedoch wird sie möglicherweise die geringsten negativen Auswirkungen auf das BIP-Wachstum haben. Die richtige Reihenfolge könnte für Frankreich darin bestehen, zunächst die Einnahmen zu erhöhen solange die Rezession droht, und erst nach dem Einsetzen der wirtschaftlichen Erholung die Ausgaben zu senken.

Die wissenschaftliche Literatur kommt in der Regel zu dem Schluss, dass der fiskalische Multiplikator von Ausgaben in den ersten Jahren eines Budgetschocks sehr viel höher ist als derjenige der staatlichen Einnahmen (Grafik 1). Wir zitieren den IWF-Bericht über Frankreich aus dem Jahr 2009 (eigene Übersetzung): *„Wenn die Konsolidierungsstrategie darauf setzt, möglichst geringe Hebelwirkungen zu haben, wird die Erholung nicht in Mitleidenschaft gezogen. Die Auswirkungen auf den Haushalt sind dagegen groß. Die Anhebung einiger Steuern (deren steuerlicher Multiplikator geringer ist) hätte z.B. geringe negative Auswirkungen auf das Wachstum. Frankreichs hohe Ausgaben erscheinen als ein wichtiger Punkt, an dem die Konsolidierung ansetzen könnte; sie sollten im Hinblick auf ihre wirtschaftliche Effizienz und Gerechtigkeit überprüft werden. Darüber hinaus besteht jedoch angesichts der bereits hohen Steuerquote wenig Spielraum für eine Konsolidierung über Steuererhöhungen. Die historische Erfahrung hat zudem gezeigt, dass Haushaltskorrekturen, bei denen laufende*



## Frankreich: Wie geht es für François Hollande weiter?

*Ausgaben gekürzt werden, tendenziell nachhaltigeren Erfolg haben als einnahmenbasierte Konsolidierungen.“*

Schätzungen für fiskalpolitische Multiplikatoren

1

Übersicht zu Schätzungen für fiskalpolitische Multiplikatoren

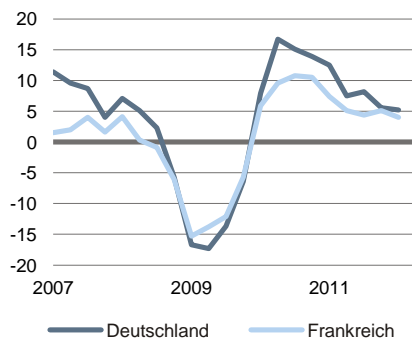
| Land        | Studie                 | Multiplikator |             |             |             |
|-------------|------------------------|---------------|-------------|-------------|-------------|
|             |                        | Ausgaben      |             | Einnahmen   |             |
|             |                        | nach 1 Jahr   | Höchststand | nach 1 Jahr | Höchststand |
| Frankreich  | IWF 2009               | 0,62          | 1,11        | 0,07        | 0,37        |
| Frankreich  | Biau Girard 2005       | 1,40          | 2,00        | 0,10        |             |
| USA         | Blanchard-Perotti 2002 | 0,85          | 1,41        | 0,64        | 0,71        |
| USA         | Perotti 2002           | 0,29          | 1,05        | 0,66        | 0,75        |
| USA         | Favero-Giavazzi 2007   | 0,16          | 0,80        | 0,00        | 0,17        |
| Deutschland | Perotti 2002           | 0,96          | 1,30        | 0,46        | 0,98        |
| Deutschland | Heppke-Falk 2006       | 0,62          | 1,23        | -0,08       | -1,51       |
| Großbrit.   | Perotti 2002           | 0,04          | 0,30        | -0,05       | -0,21       |
| Italien     | Giordano et al. 2007   | 0,25          | 0,50        | 0,08        | 0,16        |
| Spanien     | Castro et al. 2007     | 0,10          | 0,20        | 0,00        | 0,04        |

Quelle: IWF, „France, selected issues, 2009“

### Deutlich geringere Auslandsnachfrage...

2

Veränderung der Güter- und Dienstleistungsexporte gg. Vj. (Volumen)

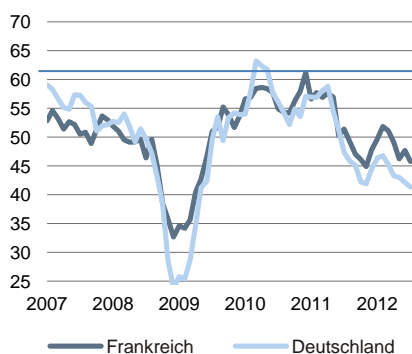


Quelle: Eurostat

... wird zumindest in den kommenden Monaten noch weiter sinken

3

Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe: neue Exportaufträge



Quelle: Markit

Selbst wenn die Konzentration auf die Steuerseite kurzfristig dazu beiträgt, die negativen Wechselwirkungen zwischen Haushaltskonsolidierung und Binnen-nachfrage zu verringern, bleibt offen, wie der Haushalt im Jahr 2013 ausfallen wird. Ursprünglich sollte das Defizit im nächsten Jahr gemäß den europäischen Regeln wieder auf 3,0% des BIP gesenkt werden. Aber die BIP-Wachstumsprognose für das kommende Jahr ist mit 1,2% ehrgeizig.

Kurzfristig (d.h. in den kommenden Quartalen) steht das Land vor drei großen Herausforderungen: i) der schwächeren Exportnachfrage, ii) der ungünstigeren Lage des Unternehmenssektors und iii) den negativen Rückkopplungen aufgrund hoher Arbeitslosigkeit.

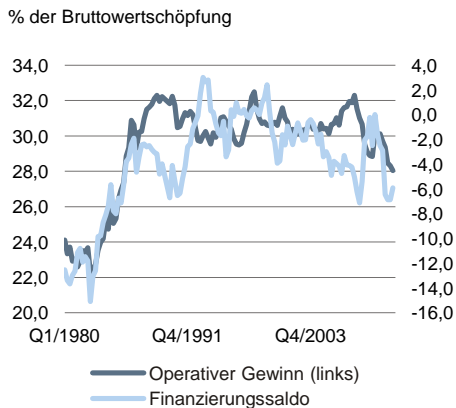
**Geringere Auslandsnachfrage:** 2010 und 2011 erholten sich Frankreichs Exporte langsamer als Deutschlands, was wahrscheinlich auf eine ungünstigere geografische Verteilung der Märkte sowie die Verschlechterung von Frankreichs Wettbewerbsfähigkeit in den vergangenen 10 Jahren zurückzuführen war. Die Tatsache, dass (tendenziell stärker konjunkturabhängige) Investitionsgüter in Deutschland eine größere Rolle spielen, könnte ebenfalls zur stärkeren Erholung in Deutschland beigetragen haben. Seit Anfang 2012 verlangsamt sich die Aktivität im Exportsektor jedoch in beiden Ländern auf ähnliche Weise (Grafik 2). Ein solches Muster dürfte auch in den kommenden Monaten zu beobachten sein, wenn man die vergleichbare Verschlechterung der Exportauftragskomponente im Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe zugrunde legt (Grafik 3).

Die Abwertung des Euro wirkt stabilisierend. Handelsgewichtet ist der Wechselkurs im Juni 2012 um 7,4% gg. Vj. zurückgegangen. Diese Auswirkungen sollten jedoch nicht überschätzt werden. Wenn man die Elastizitäten des OECD-Interlink-Modells zugrundelegt, würde das BIP durch diesen Effekt in Frankreich nach einem Jahr um 0,45%-Punkte und in Deutschland um 0,8%-Punkte gestützt. Der Unterschied wirkt zunächst überraschend, zumal Frankreichs Exporte stärker auf Preisausschläge reagieren (Deutschland ist stärker auf hochwertige und weniger preissensitive Güter spezialisiert). Er lässt sich jedoch dadurch erklären, dass Exporte einen Anteil von 51% am deutschen, aber nur von 28% am französischen BIP haben. Außerdem dauert es eine gewisse Zeit, bis die Auswirkungen wirksam werden.



## Frankreich: Wie geht es für François Hollande weiter?

Französische Unternehmen außerhalb des Finanzsektors in schwieriger finanzieller Lage



Quellen: Deutsche Bank, INSEE

Der Gegenwind aus dem Ausland wird Frankreich und Deutschland im weiteren Jahresverlauf 2012 in ähnlicher Weise in Mitleidenschaft ziehen. In Frankreich ist es allerdings unseres Erachtens nur begrenzt möglich, die schwächere Auslandsnachfrage durch eine höhere Binnennachfrage zu kompensieren.

**Schwierige finanzielle Lage des Unternehmenssektors:** Eine der strukturellen Stärken Frankreichs, durch die sich das Land klar von den Peripherieländern absetzt, besteht in der geringen Verschuldung der privaten Haushalte. Mit 63% des BIP ist die Quote nur geringfügig höher als in Deutschland (61%) und liegt unter dem Durchschnittswert für den Euroraum (72%) sowie unter den Extremwerten für Spanien (91%) bzw. Portugal (104%). Der Unternehmenssektor liegt im Mittelfeld; mit 82% des BIP ist die Verschuldung eindeutig höher als in Deutschland (50% des BIP), aber deutlich niedriger als in Spanien (127%). Abgesehen vom Volumen der Verbindlichkeiten gibt aber unseres Erachtens die Cashflow-Position der französischen Unternehmen Anlass zur Sorge.

Der operative Gewinn (d.h. der operative Bruttoüberschuss in % der Bruttowertschöpfung) ging vom Höchststand vor der Rezession (32,3% in Q1 2008) auf 28% in Q4 2011 zurück. Insbesondere aber hat er sich seit der Talsohle der Konjunktur im Jahr 2009 nicht entsprechend dem üblichen zyklischen Muster erholt und liegt nunmehr auf dem niedrigsten Stand seit 1985 (Grafik 4). Dies ist auf die Tatsache zurückzuführen, dass sich der Anteil der Löhne an der Bruttowertschöpfung in der Rezession erhöht hat und dass die Lohnstückkosten in der Abschwungphase nicht hinreichend gesunken sind.

Trotz der ungünstigeren internen Finanzierungsposition sind die Investitionen der französischen Unternehmen merklich angestiegen (von 17,1% der Bruttowertschöpfung im Jahr 2009 auf 21,1% im Jahr 2011). Dies hat die Unternehmen dazu gezwungen, externe Finanzierungsmittel in Anspruch zu nehmen. Anders ausgedrückt: Die französischen Unternehmen erhöhen insgesamt ihre Verschuldung, der Finanzierungssaldo ist negativ. Auch die deutschen Unternehmen haben ihre Nettokredite erhöht, aber in deutlich geringerem Umfang als die französischen (Grafik 5).

Veränderung der finanziellen Situation der Unternehmen außerhalb des Finanzsektors seit der Talsohle der Konjunktur in Frankreich bzw. Deutschland

5

| % der Bruttowertschöpfung | Operativer Bruttoüberschuss |             | Finanzierungssaldo |             |
|---------------------------|-----------------------------|-------------|--------------------|-------------|
|                           | Frankreich                  | Deutschland | Frankreich         | Deutschland |
| 2009                      | 29,1                        | 27,8        | -1,6               | 4,2         |
| 2011                      | 28,5                        | 29,9        | -6,5               | -0,5        |

Quellen: INSEE, Destatis

**Rasche Verschlechterung am Arbeitsmarkt:** Glücklicherweise führt der Finanzbedarf der französischen Unternehmen nicht notwendigerweise zu Verwerfungen, da der Bankensektor in einer recht guten Verfassung ist. Die Umfrage der Banque de France zur Kreditvergabepraxis deutet auf eine Stabilisierung der Kreditvergabe Standards hin. Allerdings dürfte die Verschlechterung der Gewinne im Kontext der schwachen Exportnachfrage und Haushaltskürzungen im Inland jedoch zu einer merklichen Abwärtskorrektur der Investitionen führen und Druck auf die Löhne und die Beschäftigung ausüben.

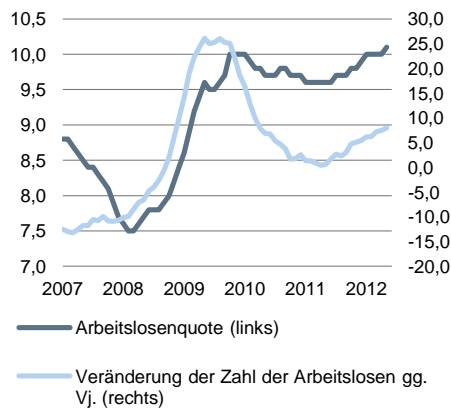
Dies schlägt sich bereits in den Daten nieder. Die Arbeitslosenquote liegt über ihrem jüngsten zyklischen Höchststand, und die Einkommen aus abhängiger Beschäftigung sind insgesamt inflationsbereinigt in Q1 2012 um 0,1% gg. Vj. gesunken (Zahl der abhängig Beschäftigten multipliziert mit dem durchschnittli-



## Frankreich: Wie geht es für François Hollande weiter?

Arbeitslosenquote über dem Höchststand von 2009

6



Quellen: Eurostat, Dares

chen Reallohn; Grafiken 6 und 7). Wenn mit einer Verschlechterung der Beschäftigungssituation gerechnet wird, erhöhen die französischen privaten Haushalte ihre Ersparnis aus Vorsichtsgründen traditionell beträchtlich. In Q1 2012 lag die Sparquote mit 15,9% bereits um 0,8%-Punkte über dem Zwanzig-Jahres-Durchschnitt.

Aus diesen Gründen sind wir pessimistischer als die Regierung und rechnen im kommenden Jahr lediglich mit einer Stabilisierung des BIP, nicht jedoch mit einem Wachstum von 1,2%.

### Wie sieht es mit Strukturreformen aus?

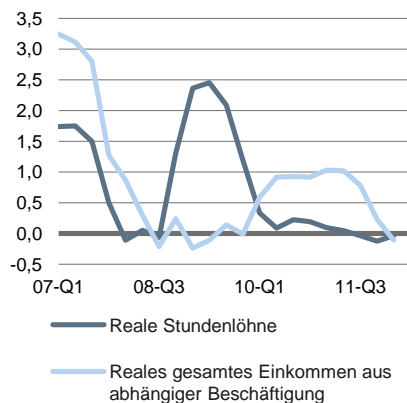
François Hollande war im Wahlkampf sehr schweigsam, wenn es um Strukturreformen ging. Seither wurde eine Sozialkonferenz mit Vertretern der Gewerkschaften und der Arbeitgeberverbände einberufen, aber die weiteren Absichten sind unklar. Unserer Einschätzung nach sollten sich Strukturreformen auf die Beschäftigungsquote konzentrieren; dabei sind kurz- bzw. langfristig unterschiedliche Ansätze erforderlich.

Kurzfristig sollte das Gewicht unseres Erachtens darauf liegen, so viele Beschäftigte wie möglich während der drohenden Rezession in Lohn und Brot zu halten. Neben den sozialen Folgen führen Arbeitsplatzverluste auch zu einem Rückgang des Humankapitals, wodurch letztendlich das potenzielle BIP in Mitleidenschaft gezogen wird. Außerdem sind die Auswirkungen eines Arbeitsplatzverlustes auf den Konsum (auf dem Umweg über die Sparquote) höher, als wenn dieselben Einsparungen bei den Arbeitskosten (aus Sicht des Arbeitgebers) über Lohnkürzungen erfolgen. Das waren die Gründe aus denen in Deutschland in der vergangenen Rezession den Unternehmen Anreize dafür gegeben wurden, Arbeitnehmer vorübergehend in Kurzarbeit zu beschäftigen und sie nicht zu entlassen. Der Staat glich die Nettolohnverluste zum Teil aus. Die Entwicklung verlief in Frankreich und Deutschland in den vergangenen vier Jahren auch deshalb ganz unterschiedlich (Grafiken 8 und 9).

Reale Einkommen aus Arbeit sinken

7

Veränderung gg. Vj. in %

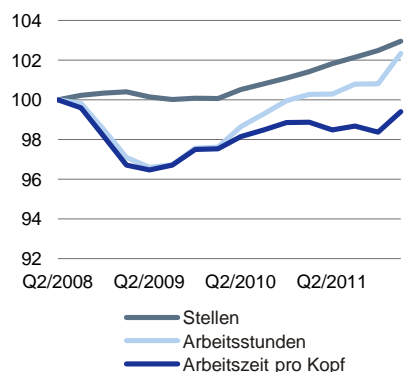


Quelle: INSEE

In Deutschland wurde der Rückgang der Gesamtarbeitsstunden während der Rezession in den Jahren 2008/2009 durch einen Rückgang der Arbeitszeit pro Kopf aufgefangen. In der Erholung stieg die Arbeitszeit dann allmählich wieder an und lag Anfang 2012 nur um 0,7% unter dem Niveau vor der Rezession. Die Beschäftigung ist um 3% angestiegen. In Frankreich wurde der Rückgang des Gesamtarbeitsvolumens auf dem Höhepunkt der Rezession überwiegend durch einen Rückgang der Zahl der Beschäftigten aufgefangen. Die durchschnittliche Arbeitszeit diente erst (sehr begrenzt) als Puffer, als sich die Konjunktur stabilisierte. Anfang 2012 lag die Zahl der Arbeitsstunden in Frankreich noch um 1,7% unter dem Niveau vor der Rezession, und die Beschäftigung war um 1% niedriger.

Gesamtzahl der Arbeitsstunden und Gesamtbeschäftigung in Deutschland (Q1 2008 – Q1 2012)

8



Quelle: Eurostat

Die alte Regierung hatte kurz vor den Wahlen einen „Wettbewerbspakt“ vorgestellt, der es auf dezentralisierter Basis ermöglichen sollte, die Arbeitszeit ohne obligatorische Änderung der Arbeitsverträge anzupassen. Dieser Vorschlag stieß bei den Gewerkschaften auf Skepsis, da diese befürchteten, er werde den Arbeitgebern die Möglichkeit geben, die Löhne stärker zu verringern als es der Rückgang der Kapazitätsauslastung erfordere.

Solche „Wettbewerbspakte“ verdienen jedoch unseres Erachtens eine zweite Chance. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass es in Deutschland funktionierte, weil der Staat einen Teil des Einkommensausfalls kompensierte. Was 2008/2009 in Deutschland möglich war, ist in Frankreich bei einer angespannten Haushaltslage in den Jahren 2012/2013 eventuell nicht möglich. Dennoch könnte am falschen Ort gespart werden, wenn „Wettbewerbspakte“ nur aus budgetären Gründen abgelehnt werden. Ein Arbeitsloser kommt den Staat von

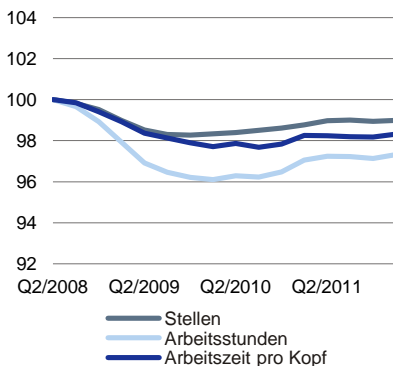




## Frankreich: Wie geht es für François Hollande weiter?

Gesamtzahl der Arbeitsstunden und Gesamtbeschäftigung in Frankreich (Q1 2008 – Q1 2012)

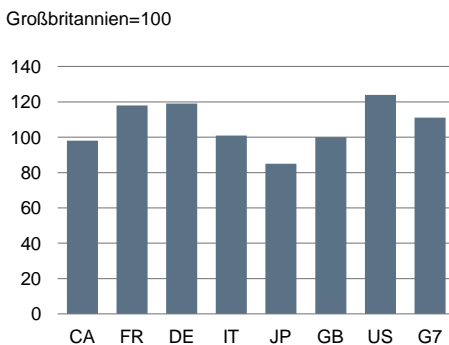
9



Quelle: Eurostat

Kaufkraftbereinigte Produktivität pro Stunde in den G7-Ländern im Jahr 2010

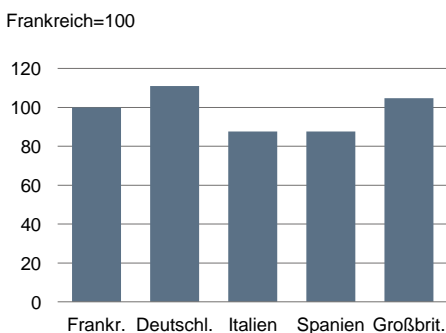
10



Quelle: ONS

Kaufkraftbereinigtes BIP pro Kopf im Jahr 2011

11



Quelle: Eurostat

unserem Standpunkt aus teurer zu stehen als die Subventionierung einer vorübergehenden Arbeitszeitverkürzung.

**Langfristig muss zur Steigerung des potenziellen Wachstums in Frankreich unseres Erachtens die Beschäftigung erhöht werden, was letztendlich eine deutliche Verringerung der Steuern auf Arbeit erfordert.**

Zu den offensichtlichen Unterschieden zwischen Frankreich und den Peripherieländern gehört es, dass die Produktivität eindeutig nicht das Problem ist.

Die jährliche Schätzung des ONS zur kaufkraftbereinigten Produktivität pro Stunde in den G7-Ländern zeigte, dass Frankreich 2010 zu den am besten abschneidenden Ländern gehörte und mit Deutschland und den USA auf einer Stufe stand (Grafik 10).

Betrachtet man jedoch das BIP pro Kopf der Gesamtbevölkerung, woraus sich eine breitere Kennzahl für die Produktivität ergibt, so liegt Frankreich zwar noch deutlich vor Italien und Spanien, aber hinter Deutschland und Großbritannien (Grafik 11).

Im Gegensatz zu einer verbreiteten Auffassung ist die Differenz zwischen den beiden Kennzahlen nicht allein auf die geringe Arbeitszeit in Frankreich nach der Einführung der 35-Stunden-Woche zurückzuführen. Frankreich liegt zwar den OECD-Daten zufolge im unteren Bereich, aber die Arbeitnehmer arbeiten im Durchschnitt länger als ihre deutschen Kollegen (Grafik 12).

Warum liegt Frankreich bei der Produktivität pro Stunde gleichauf mit Deutschland, schneidet aber beim BIP pro Kopf unterdurchschnittlich ab, wenn die französischen Arbeitnehmer im Durchschnitt mehr Stunden arbeiten als die deutschen? Ganz einfach, weil die Beschäftigungsquote – d.h. die Zahl der tatsächlich Beschäftigten in % der Erwerbsbevölkerung – niedriger ist (Grafik 13).

Das potenzielle BIP-Wachstum ist letztendlich das Produkt aus Trendproduktivität und Arbeitskräfteangebot. Das Arbeitskräfteangebot ist durch den Umfang der Erwerbsbevölkerung begrenzt. Unter der Annahme, dass die Zuwächse bei der Produktivität pro Arbeitsstunde nicht ohne weiteres gesteuert werden können, verfügt Frankreich damit über beträchtliche Möglichkeiten, sein Potenzialwachstum schlicht durch eine Erhöhung der Beschäftigungsquote zu steigern.

Die französische Beschäftigungsquote ist an den beiden Enden der Altersverteilung besonders niedrig. Institutionelle Faktoren wie z.B. die Struktur des Bildungssystems und des Rentensystems spielen dabei natürlich eine Rolle. Reformen in diesen Bereichen benötigen jedoch Zeit, und ihre Auswirkungen sind zuweilen unsicher. Unseres Erachtens könnte es für eine Steigerung der Beschäftigungsquote in Frankreich am sinnvollsten sein, bei der Steuerbelastung von Löhnen und Gehältern anzusetzen, d.h. bei der Differenz zwischen dem Nettogehalt und den Gesamtarbeitskosten aus Sicht der Arbeitgeber.

In einem Arbeitspapier für die EZB<sup>1</sup> prüfte Gilles Mourre im Jahr 2004 die Auswirkungen verschiedener Arbeitsmarktinstitutionen in einer Reihe von kanonischen Gleichungen, die die Beschäftigungsquote in mehreren Ländern des Euroraums erklären. Er kam zu dem Ergebnis, dass eine Senkung der gesamten Steuern auf Arbeit um 10 Prozentpunkte langfristig zu einem Anstieg der Beschäftigungsquote um 7 Prozentpunkte führe. Anders ausgedrückt: Die Steuer- und Abgabenlast müsste in Frankreich um 12,4%-Punkte sinken, damit die Beschäftigungsquote auf demselben Niveau läge wie derzeit in Deutschland. Laut Daten der OECD liegt die Steuerlast auf Lohneinkommen in Frankreich für einen verheirateten Arbeitnehmer mit zwei Kindern derzeit bei 42,3%, verglichen mit 34% in Deutschland und 26,4% in Großbritannien.

<sup>1</sup> "Did the pattern of aggregate employment growth change in the euro area in the late 1990s" 2004. Working Paper Series der EZB.



## Frankreich: Wie geht es für François Hollande weiter?

Was müsste geschehen, um das französische Steuersystem so umzubauen, dass die Steuerlast auf Löhne und Gehälter deutlich zurückginge? Wenn keine Auswirkungen auf die Staatsfinanzen zu spüren sein sollen, müssten die Sozialleistungen zu einem beträchtlichen Teil aus der Mehrwertsteuer und nicht aus Lohnsteuern finanziert werden. Dies war einer der potenziellen Vorteile der „sozialen Mehrwertsteuer“, die Präsident Sarkozy vor seiner Abwahl vom Parlament hatte verabschieden lassen. Diese Entscheidung wurde jedoch von der neuen Regierung rückgängig gemacht.

Durchschnittliche Arbeitsstunden pro Arbeitnehmer (Großbritannien = 100)

12

|      | Kanada | Frankreich | Deutschland | Italien | Japan | Großbrit. | USA   |
|------|--------|------------|-------------|---------|-------|-----------|-------|
| 2008 | 104,6  | 94,4       | 86,3        | 109,1   | 107,2 | 100       | 108,5 |
| 2009 | 103,3  | 94,4       | 84,4        | 107,7   | 104,1 | 100       | 107,4 |
| 2010 | 104    | 95,5       | 86,7        | 108,7   | 105,9 | 100       | 108,7 |

Quelle: OECD

Frankreich muss in dieser Hinsicht nicht zu extremen Maßnahmen greifen. Das Land kann schlicht von seiner relativ dynamischen demografischen Entwicklung profitieren. Prognosen der UN zufolge wird die Erwerbsbevölkerung in Frankreich in den kommenden 30 Jahren stagnieren, statt – wie in den anderen großen Ländern des Euroraums – zurückzugehen (Grafik 14). Wenn die Trendproduktivität weiterhin um 1,0% p.a. wächst, könnte das potenzielle BIP bereits bei einem relativ geringen Anstieg der Beschäftigungsquote beim aktuellen Wert von rund 1,5% verharren. Die „Steuerrevolution“ muss nicht spektakulär ausfallen, aber sie muss ernsthaft angegangen werden.

Beschäftigungsquote in Frankreich und Deutschland

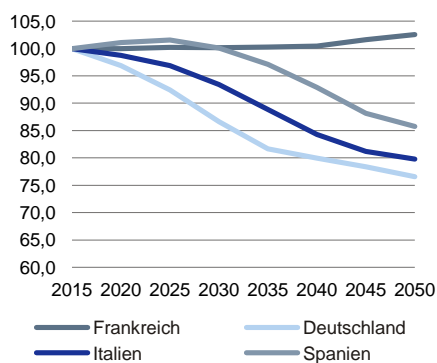
13

|      | Frankreich  |             |             | Deutschland |             |             |
|------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
|      | 15-64 Jahre | 15-24 Jahre | 55-64 Jahre | 15-64 Jahre | 15-24 Jahre | 55-64 Jahre |
| 2003 | 64          | 31          | 37          | 64,9        | 44,2        | 39,9        |
| 2011 | 63,8        | 29,9        | 41,4        | 72,5        | 48          | 59,9        |

Quelle: Eurostat

Projektionen für die Erwerbsbevölkerung (15 – 64 Jahre)

14



Quelle: Eurostat

## Fazit

Wir sind nicht der Auffassung, dass Frankreich im Euroraum unmittelbar Anlass zur Sorge gibt. Die politische Stabilität und das Interesse an einer umsichtigen Fiskalpolitik sollten das Land in der nächsten Zeit auf einem sicheren Weg halten. 2013 könnte jedoch ein schwieriges Jahr für die sozialistische Regierung werden, da zentrale Entscheidungen über Strukturreformen anstehen, die dann vor dem Hintergrund eines gedämpften Wirtschaftswachstums umgesetzt werden müssen. Vom politischen Standpunkt aus könnte es noch schwieriger werden, die notwendigen Entscheidungen zu treffen, da einige der vorliegenden Lösungen bereits von der Vorgängerregierung unterstützt wurden.

Die Einhaltung der fiskalpolitischen Ziele ist jedoch dringend notwendig, um das Potenzialwachstum zu steigern. Dies wiederum ist nicht ohne Strukturreformen möglich, die bisher nicht unbedingt zu den Grundüberzeugungen der Sozialistischen Partei gehörten. Aber es ist notwendig, um Deutschland davon zu überzeugen, dass es seinem engsten Partner auf dem Weg hin zu einer umfassenderen Währungsunion vertrauen kann. Darin besteht nunmehr die größte Herausforderung für den neuen französischen Präsidenten.

Gilles Moec (44 20 7545-2088, gilles.moec@db.com)



## Frankreich: Wie geht es für François Hollande weiter?

### Datenkalender

| Land                         | Zeit  | Daten                                     | DB Prognose   | Konsens        | Tatsächl. Wert | Letzter Wert   |
|------------------------------|-------|---|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>Montag, 6. August</b>     |       |   |               |                |                |                |
| --                           | --    | --  | --            | --             | --             | --             |
| <b>Dienstag, 7. August</b>   |       |   |               |                |                |                |
| CH                           | 9:15  | Verbraucherpreise (Jul)                   |               |                |                | -0,3% (-1,1%)  |
| IT                           | 10:00 | Industrieproduktion (Jun)                 |               |                |                | 0,8% (-6,9%)   |
|                              | 11:00 | BIP (Q2)                                  |               |                |                | -0,8% (-1,4%)  |
| GB                           | 10:30 | Industrieproduktion (Jun)                 |               |                |                | -1,6%          |
| DE                           | 12:00 | Auftragseingänge (Jun)                    | 0,3%          |                |                | 0,6%           |
| USA                          | 21:00 | Konsumentenkredite (Jun)                  |               | GBP 12,25 Mrd. |                | GBP 17,12 Mrd. |
| <b>Mittwoch, 8. August</b>   |       |   |               |                |                |                |
| CH                           | 7:45  | Verbrauchervertrauen (Q3)                 |               |                |                | -8,0           |
| DE                           | 8:00  | Handelsbilanz (Jun)                       | EUR 13,3 Mrd. |                |                | EUR 15,0 Mrd.  |
|                              | 12:00 | Industrieproduktion (Jun)                 | -0,3%         | -1,0%          |                | 1,6%           |
| FR                           | 8:45  | Handelsbilanz (Jun)                       |               |                |                | EUR -5,3 Mrd.  |
| USA                          | 14:30 | Produktivität (Q2)                        |               | 0,2%           |                | -0,9%          |
|                              |       | Arbeitskosten (Q2)                        |               | 1,0%           |                | 1,3%           |
| <b>Donnerstag, 9. August</b> |       |   |               |                |                |                |
| JP                           | 1:50  | Maschinenbauaufträge (Jun)                |               |                |                | -14,8%         |
| IT                           | 10:00 | Handelsbilanz (Jun)                       |               |                |                | EUR 1,0 Mrd.   |
| GB                           | 10:30 | Handelsbilanz (Jun)                       |               |                |                | GBP -8,36 Mrd. |
| USA                          | 14:30 | Handelsbilanz (Jun)                       |               | USD -47,5 Mrd. |                | USD -48,7 Mrd. |
|                              |       | Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe (KW 31) |               |                |                |                |
| <b>Freitag, 10. August</b>   |       |   |               |                |                |                |
| JP                           | 6:30  | Industrieproduktion (Jun)                 |               |                |                |                |
| DE                           | 8:00  | HVPI (Jul)                                | +0,1% (+1,7%) |                |                | +0,1% (+1,7%)  |
| FR                           | 8:45  | Industrieproduktion (Jun)                 |               |                |                | -1,9%          |
| IT                           | 10:00 | HVPI (Jul)                                |               |                |                |                |
|                              |       |   |               |                |                |                |
| GB                           | 10:30 | Erzeugerpreise, Input (Jul)               |               |                |                | -2,2% (-2,3%)  |
|                              |       | Erzeugerpreise, Output (Jul)              |               |                |                | -0,4% (2,3%)   |
| USA                          | 14:30 | Importpreise (Jul)                        |               | 0,0%           |                | -2,7%          |
|                              | 20:00 | Budgetsaldo                               |               | USD 102 Mrd.   |                | USD -60,0 Mrd. |

Fortsetzung siehe nächste Seite



## Frankreich: Wie geht es für François Hollande weiter?

### Geldpolitische Sitzungen der Notenbanken

| Datum   | Land       | Ereignis                       |
|---------|------------|--------------------------------|
| 07. Aug | Australien | Geldpolitische Sitzung der RBA |
| 09. Aug | Japan      | Geldpolitische Sitzung der BoJ |

### Events und Veröffentlichungen

|         |    |   |
|---------|----|---|
| 08. Aug | GB | Vierteljährlicher Inflationsbericht der BoE |
| 10. Aug | JP | Monatsbericht der BoJ                       |

Quellen: Reuters, Deutsche Bank, EU

### Aktuelle Leitzinssätze (Stand: 1. August)

| Land           | Rate           | Letzter Schritt | Datum       | Aktueller Stand |
|----------------|----------------|-----------------|-------------|-----------------|
| USA            | Diskont-Satz   | +25 Bp.         | 19. Feb. 10 | 0,75%           |
|                | Fed Funds Rate | -100 Bp.        | 16. Dez. 08 | 0,00%-0,25%     |
| Kanada         | Call Loan Rate | +25 Bp.         | 8. Sep. 10  | 1,00%           |
|                | Bank Rate      | +25 Bp.         | 8. Sep. 10  | 1,25%           |
| Australien     | Cash Rate      | -25Bp.          | 5. Jun. 12  | 3,50%           |
| Neuseeland     | Cash Rate      | -25 Bp.         | 9. März 11  | 2,50%           |
| Japan          | Diskont-Satz   | -20 Bp.         | 19. Dez. 08 | 0,30%           |
|                | Tagesgeld-Satz | -20 Bp.         | 5. Okt. 10  | 0,00 - 0,10%    |
| Euroland       | Refi-Satz      | -25 Bp.         | 5. Jul. 12  | 0,75%           |
| Großbritannien | Bank Rate      | -50 Bp.         | 5. Mrz. 09  | 0,50%           |
| Schweden       | Repo-Satz      | -25 Bp.         | 16. Feb. 12 | 1,50%           |
| Dänemark       | Ausleihe-Satz  | -25 Bp.         | 5. Jul. 12  | 0,20%           |
| Norwegen       | Einlagen-Satz  | -25 Bp.         | 14. Mrz. 12 | 1,50%           |
| Schweiz        | 3M-LIBOR       | -50 Bp.         | 3. Aug. 11  | 0,00%-0,25%     |

Quellen: Reuters, Deutsche Bank

© Copyright 2012. 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.