

# DZ BANK WIRTSCHAFTSBRIEF

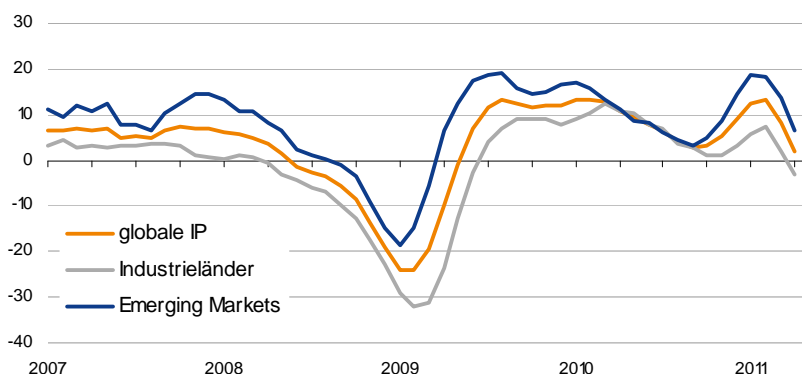
Eine Research-Publikation der DZ BANK AG

## Konjunktur: Nur ein "soft patch"?

Die Weltkonjunktur geht durch eine Phase schwächeren Wachstums. Das zeigt sich besonders deutlich in der nachlassenden Dynamik der Industrieproduktion. Zwischen Januar und April 2011 ist das weltweite Wachstum regelrecht eingebrochen, von Steigerungsraten über zehn Prozent auf nur noch rund zwei Prozent (Wachstumsrate letzte drei Monate, annualisiert, vgl. Grafik). In den Industrieländern ist die Produktion seit Februar sogar zurückgegangen, und auch in den Emerging Markets fielen die Wachstumsraten deutlich schwächer aus.

Die wichtigsten globalen Ursachen für die schwächeren Wachstumsraten sind sicherlich im Anstieg des Ölpreises (und der sonstigen Rohstoffpreise) und im Auslaufen vieler konjunktureller Stützungsprogramme Ende 2010 zu sehen, daneben auch in den negativen Auswirkungen der EWU-Schuldenkrise sowie in den geldpolitischen Straffungsmaßnahmen in einigen Schwellenländern. Die Folgen des Erdbebens in Japan haben sich darüber hinaus im Industriesektor besonders deutlich niedergeschlagen. Doch wie schnell werden diese dämpfenden Faktoren an Einfluss auf die Weltkonjunktur verlieren und kann der globale Aufschwung dann wieder an Dynamik gewinnen? Diesen Fragen möchten wir uns im Folgenden widmen.

WACHSTUMSRATEN DER INDUSTRIEPRODUKTION IM SINKFLUG (3M/3M, ANNUAL. IN %)



Quelle: CPB, eigene Berechnungen

### VOLKSWIRTSCHAFT

**Nummer 277**  
**7.7.2011**

Schwächeres Wachstum der Weltwirtschaft hat mehrere Ursachen, die sich von Land zu Land unterscheiden.

Eine durchgreifende konjunkturelle Belebung bereits in der zweiten Jahreshälfte 2011 erwarten wir nicht.

In den Ländern mit strukturellen Problemen und einer überhöhten Verschuldung sind nachhaltige Konsolidierungsanstrengungen notwendig, die auch im kommenden Jahr die Konjunktur noch belasten werden.

Einige Schwellenländer kämpfen bereits gegen eine konjunkturelle Überhitzung. In China versucht die Wirtschaftspolitik die Inflation zu dämpfen und den Immobilienmarkt abzukühlen. Wir gehen für China nicht von einem Einbruch, aber von niedrigeren Wachstumsraten in den nächsten Quartalen aus.

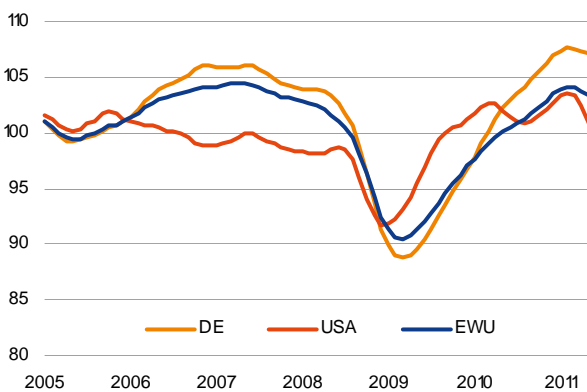
Für die Länder der Kern-EWU und besonders Deutschland sehen wir aber gute Chancen, dass die konjunkturelle Dynamik im Jahresverlauf 2011 nur einen temporären Dämpfer erhält und sich im kommenden Jahr wieder festigen wird.

### Ölpreis ist für die Weltkonjunktur auch weiterhin sehr wichtig

Die Weltwirtschaft hat in den letzten 40 Jahren drei Phasen erlebt, in denen eine Vielzahl von Ländern gleichzeitig eine Rezession durchlief. Jeder dieser drei Krisen (Mitte der 70er Jahre, Anfang der 80er Jahre, 2007 bis 2009) waren ausgesprochen starke Energiepreisanstiege vorausgegangen. Auch wenn die Abhängigkeit der Wirtschaft vom Öl in den letzten Jahrzehnten kontinuierlich abgenommen hat, so wirken sich starke Schwankungen der Energiepreise nach wie vor dämpfend auf die Konjunktur in den Industrieländern aus.

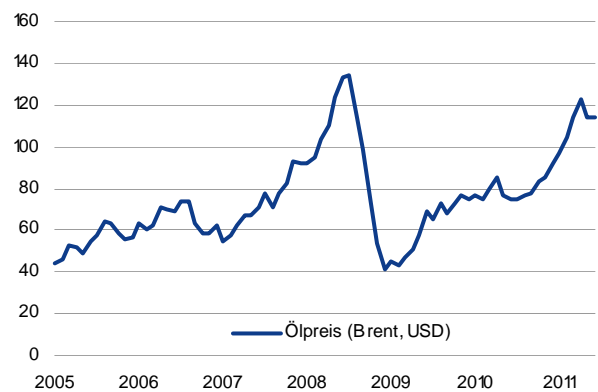
### Hohe Energiepreise dämpfen die Konjunktur

OECD-WIRTSCHAFTSKLIMA MIT TRENDWENDE?



Quelle: OECD (standardisiert, langfristiger Durchschnitt = 100)

IST DER ERNEUTE ÖLPREISANSTIEG NUN GEBREMST?



Quelle: Feri

Nachdem der Ölpreis im Zuge der Wirtschafts- und Finanzkrise stark eingebrochen war und im Dezember 2008 nur noch bei rund 40 US-Dollar notierte, hat er seither wieder kräftig zugelegt. Zwischen Mitte 2009 und Herbst 2010 blieb der Ölpreis noch recht stabil in einer Spanne zwischen 60 und 80 US-Dollar, aus der er gegen Ende 2010 aber nach oben ausbrach. Im April 2011 erreichte er sein letztes Hoch von 125 Dollar, seither ist er wieder leicht gesunken. Die starke Verteuerung der Energie ist sicherlich einer der Gründe, warum sich das Wirtschaftsklima in den großen Industrieländern seit Anfang 2011 nicht mehr weiter verbessert hat und teilweise auch schon wieder deutlich gesunken ist (vgl. Grafik).

### Das Wirtschaftsklima in den großen Industrieländern hat sich seit Anfang 2011 nicht mehr weiter verbessert

### Geld- und Fiskalpolitik schalten um auf restriktiven Kurs

Neben dem Anstieg des Ölpreises spielt auch das Ende der extrem expansiven Wirtschaftspolitik eine Rolle. Die Geldpolitik verabschiedet sich vor allem in den Schwellenländern, deren Konjunktur bereits wieder auf hohen Touren läuft und die mit erheblichem Inflationsdruck zu kämpfen haben, von der Stimulierung und schaltet um auf eine eher bremsende Ausrichtung. So sind die kurzfristigen Zinsen seit April u.a. in China, Indien, Korea und Brasilien kräftig angehoben worden. Auch die EZB ist seither auf Zinserhöhungskurs. In den USA hat die Notenbank zwar noch nicht mit Zinssteigerungen begonnen, doch ist zur Jahresmitte das zweite „Quantitative Easing“-Programm ausgelaufen, was ebenfalls auf einen weniger expansiven Kurs der Geldpolitik hindeutet.

### Geldpolitik schaltet in vielen Ländern auf eine bremsende Ausrichtung um

Die Fiskalpolitik hat in den meisten Ländern sogar schon etwas früher von expansiv auf restriktiv umgeschaltet. Die hohen Staatsdefizite und das schwindende Vertrau-

### Fiskalpolitik wird ebenfalls restriktiver

en der Kapitalmärkte haben vor allem im Euro-Raum eine finanzpolitische Kehrtwende notwendig gemacht. In den Peripherieländern sorgen u.a. Steuererhöhungen und Lohnkürzungen für eine Belastung der heimischen Nachfrage, in den Vereinigten Staaten wird um die notwendige fiskalpolitische Konsolidierung zwischen Regierung und Opposition gerade mit harten Bandagen gerungen.

**Zieht die Konjunktur bereits im 2. Halbjahr 2011 wieder an?**

Einige der Faktoren, die in der ersten Jahreshälfte die globale Konjunktur belastet haben, dürften in den kommenden Monaten an Einfluss verlieren und können sich im besten Fall sogar umkehren. Das gilt etwa für die Folgen des Erdbebens in Japan. Der Einbruch der Industrieproduktion durch die unmittelbaren Auswirkungen und die Unterbrechung von Lieferketten prägte das zweite Quartal, im dritten und vierten Quartal werden Wiederaufbauinvestitionen und das Wiederauffüllen von Lägern die globale Nachfrage voraussichtlich wieder ankurbeln.

Auch auf dem Ölmarkt (und bei anderen Rohstoffen) scheint der kräftige Preisauftrieb erst einmal beendet. Seit April geht es mit den Preisen nur noch seitwärts, jüngst hat die von der IEA verkündete Freigabe von Lagerbeständen den Ölpreis noch einmal etwas nach unten gedrückt. Ob diese etwas leichtere Tendenz jedoch anhält, ist keineswegs ausgemacht.

Der japanische Wiederaufbau und die Beruhigung am Ölmarkt können also für ein Wideranziehen der Weltkonjunktur in der zweiten Jahreshälfte sprechen, wie es beispielsweise der IWF in seinem jüngsten Weltwirtschaftsausblick erwartet. Von Seiten der Wirtschaftspolitik wird jedoch keine „Schubumkehr“ kommen: Das Anziehen der zinspolitischen Zügel, vor allem in den Emerging Markets“, wird weitergehen, und auch die Finanzpolitik hat, von symbolischen Gesten einmal angesehen, keinen Raum für mehr Konjunkturstimulierung. Gefordert ist daher die private Nachfrage.

**Auffällige Unterschiede zwischen den Industrieländern**

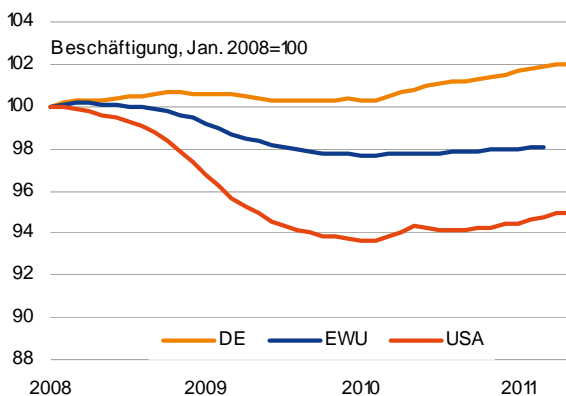
Die Bedingungen für eine weitere Belebung der privaten Nachfrage und besonders des privaten Konsums unterscheiden sich allerdings in den einzelnen Ländern sehr stark. Vor allem auf den Arbeitsmärkten klafft die Entwicklung weit auseinander.

**Einige Belastungsfaktoren werden an Einfluss verlieren**

**Ölmarkt hat sich stabilisiert**

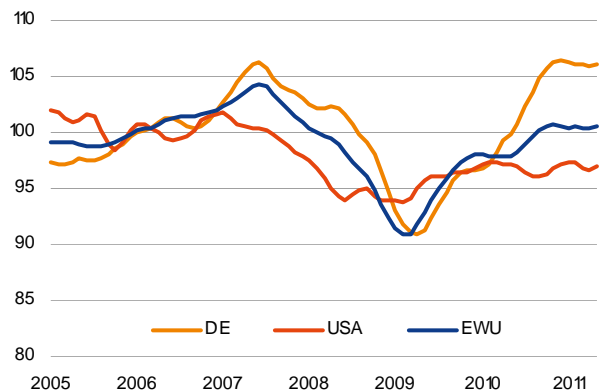
**Wirtschaftspolitik wird auf Kurs bleiben**

**ARBEITSMÄRKTE KOMMEN UNTERSCHIEDLICH DURCH DIE KRISE**



Quelle: Feri, eigene Berechnungen

**VERBRAUCHERVERTRAUEN ORIENTIERT SICH AM ARBEITSMARKT**



Quelle: OECD (standardisiert, langfristiger Durchschnitt = 100)

In den Vereinigten Staaten stellt die schwache Situation auf dem Arbeitsmarkt eines der größten Hindernisse für eine dynamische Erholung der privaten Konsumnachfrage dar. Die Beschäftigung ist immer noch rund fünf Prozent niedriger als vor der Finanzkrise und das Risiko eines weiteren Anstiegs der strukturellen Arbeitslosigkeit steigt. Im Durchschnitt sind die US-Arbeitslosen derzeit fast 40 Wochen ohne Job, der höchste je gemessene Wert. Zu Jahresbeginn 2011 lieferten kräftige Beschäftigungszuwächse zwar positive Signale vom US-Arbeitsmarkt, zuletzt überwogen allerdings wieder die enttäuschenden Meldungen.

### **Anstieg der strukturellen Arbeitslosigkeit in den USA**

Die schwache Arbeitsmarktentwicklung und die immer noch andauernde Krise auf dem Immobilienmarkt belasten die Stimmung und die Kaufbereitschaft der US-Haushalte. Hier hat es nach der Finanzkrise noch keine durchgreifende Erholung gegeben (vgl. Grafik auf Seite 3). Der private Verbrauch entwickelte sich verglichen mit der Vergangenheit im aktuellen Konjunkturzyklus denn auch relativ schwach. Die privaten Haushalte in den USA haben ihre Sparquote erhöht, um die während der Finanzkrise erlittenen Vermögensverluste auszugleichen und ihre Bilanzen zu sanieren. Solange die Preise auf dem Häusermarkt ihren Boden noch nicht gefunden haben, gibt es wenig Spielraum für mehr Dynamik bei den privaten Konsumausgaben.

### **USA: Private Haushalte müssen ihre Bilanzen sanieren, wenig Raum für höhere Konsumausgaben**

Im Euro-Raum stellt sich die Arbeitsmarktentwicklung insgesamt zwar weniger kritisch dar als in den Vereinigten Staaten, allerdings unterscheidet sich die Situation in den einzelnen Mitgliedsländern sehr stark. Im Durchschnitt des Euro-Raums liegt die Beschäftigung noch rund zwei Prozent unter dem Vorkrisenniveau, in Deutschland ist sie sogar bereits um rund zwei Prozent angestiegen. Besonders in den von der Schuldenkrise betroffenen Ländern der EWU-Peripherie ist die Arbeitsmarktsituation dagegen noch wesentlich negativer. Entsprechend entwickelt sich auch die Stimmung bei den privaten Haushalten im Euro-Raum sehr uneinheitlich.

### **Stimmung bei den privaten Haushalten im Euro-Raum sehr uneinheitlich**

Die in Teilen des Euro-Raums bestehenden Ungleichgewichte werden die Konjunktur in diesen Ländern auch weiter nachhaltig belasten. Die Finanzpolitik muss eine mehrjährige Konsolidierung bewerkstelligen, die Arbeitsmarktentwicklung belastet den privaten Konsum zusätzlich. Die angestrebte Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit wird sich erst in einigen Jahren positiv auf die Exportentwicklung der Defizitländer auswirken. Für Griechenland, Portugal und Irland, aber auch für Spanien und Italien bleiben die Wachstumsaussichten daher für die kommenden Jahre sehr gedämpft.

### **Für die Peripherieländer bleiben die Wachstumsaussichten sehr gedämpft**

Für Deutschland und einige andere Länder des „EWU-Kerns“ ist der Ausblick in Richtung 2012 dagegen deutlich positiver. Derzeit schwächt sich die globale Nachfrage zwar merklich ab, was sich z.B. auch in den aktuellen Daten zum Auftragseingang in der deutschen Industrie aus dem Ausland zeigt. Hier dürfte die Phase sehr starker Zuwächse auch erst einmal vorüber sein. Es bestehen aber gute Chancen, dass sich die private Binnennachfrage nach dem Abklingen der temporären Belastungsfaktoren wieder festigt. Die Konjunkturerholung wird dadurch wieder an Schwung gewinnen. Die günstige Arbeitsmarktentwicklung und der nachlassende Teuerungsdruck werden den privaten Konsum stützen, die Unternehmensinvestitionen werden durch ein niedriges Zinsniveau und eine bereits hohe Kapazitätsauslastung begünstigt. Daher erwarten wir besonders in den Kernländern der Währungsunion im Jahr 2012 wieder merklich höhere Wachstumsraten als im laufenden Jahr.

### **In den Kernländern der Währungsunion nach vorübergehender Abschwächung wieder merklich höhere Wachstumsraten im Jahr 2012**

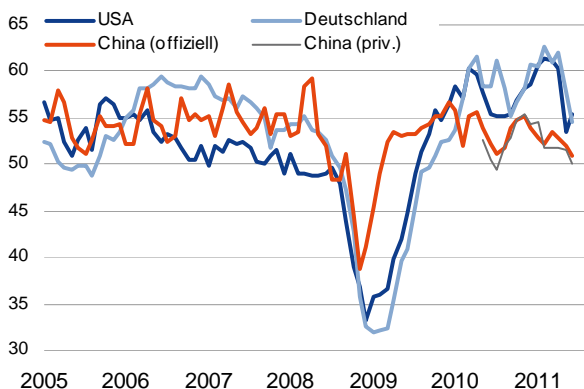
**China: Signalisiert der schwache Einkaufsmanagerindex einen Konjunkturreinbruch?**

Die Einkaufsmanagerindizes sind in fast allen großen Volkswirtschaften in den letzten Monaten merklich gesunken. Allerdings liegen die Stimmungsbarometer z. B. für die Vereinigten Staaten oder Deutschland immer noch deutlich über der neutralen 50-Punkte-Marke, die gemeinhin als „Expansionsschwelle“ gilt, und signalisieren damit weiterhin eine Fortsetzung der Konjunkturerholung – nur mit verringertem Tempo. In China jedoch sind die Umfragewerte beider verfügbaren Einkaufsmanagerindizes im Juni bis auf fast 50 Punkte gefallen und haben große Besorgnis über die Fortsetzung der Hochkonjunktur im Reich der Mitte ausgelöst. Steht China etwa ein scharfer Konjunkturreinbruch bevor?

Wir halten allerdings generell Zweifel an der Vergleichbarkeit der chinesischen Stimmungsindikatoren mit den Einkaufsmanagerindizes in den Industrieländern für angebracht: So fällt z. B. auf, dass der Indikator in den vergangenen zwei Jahren längst nicht so hohe Niveaus erklommen hat wie die Indizes in den Industriestaaten, obwohl China zweifellos in dieser Zeit einen außergewöhnlich kräftigen Konjunkturaufschwung vollzog. Die neutrale 50-Punkte-Marke ist daher wohl kaum als Expansionsschwelle der chinesischen Wirtschaft zu verstehen - eher schon als Wert, der z. B. die Grenze des beschäftigungsneutralen Wachstums markiert, das auf gut 8 Prozent geschätzt wird. Beide Indikatoren zeigen sich zudem äußerst volatil, weshalb einzelne Monatsbewegungen mit Vorsicht zu betrachten sind. Deutlichere Trends lassen sich in den Quartalswerten erkennen, aber auch hier ist die Indikatorqualität für das Wirtschaftswachstum eher eingeschränkt, denn in der Vergangenheit wurden durchaus Fehlsignale produziert oder auch Wendepunkte verpasst.

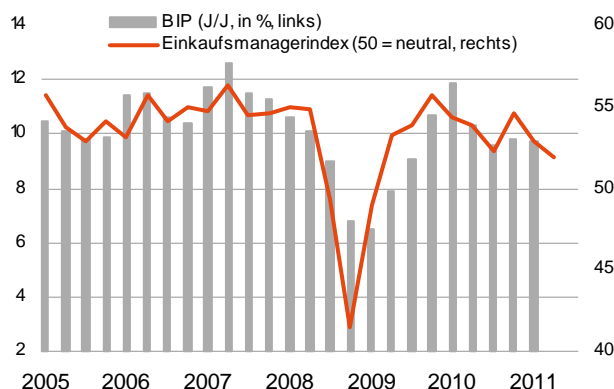
**Einkaufsmanagerindizes für China kaum mit anderen Indikatoren vergleichbar**

**EINKAUFSMANAGERINDIZES: IN CHINA SEIT MONATEN NIEDRIG...**



Einkaufsmanagerindizes, 50 = neutral; Quelle: ISM, Markit, NBoS

**...ABER NUR GROBE INDIKATION FÜR BIP-WACHSTUM**



Quelle: China National Bureau of Statistics (NBoS)

**Konjunkturausblick: „Soft Landing“ in China erwartet**

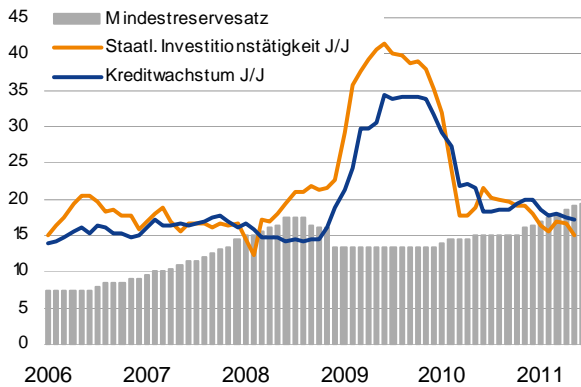
Was bleibt ist jedoch der grobe Trend, den der Index andeutet, und der zeigt spätestens aber seit Anfang dieses Jahres moderat nach unten. Damit wird auch unser mittelfristiges Bild für die Konjunkturwicklung generell bestätigt: Wir rechnen bereits seit einigen Monaten mit einer allmählichen, aber nachhaltigen Abkühlung der chinesischen Wirtschaft bis weit ins kommende Jahr hinein. Hintergrund ist dabei vor allem der deutliche Umschwung sowohl in der Fiskal- als auch in der Geldpolitik in den vergangenen Monaten: So sind die fiskalischen Impulse des 4 Billionen Yuan

starken Investitionspaketes zur Bekämpfung der Wirtschaftskrise allmählich ausge-  
 laufen - die staatliche Investitionstätigkeit ist zu ihren Vorkrisenwerten zurückgekehrt  
 und auch das Kreditvolumen wächst wieder mit fast durchschnittlichen Raten.

Angesichts der seit etwa einem Jahr sehr stark steigenden Inflation hat darüber hin-  
 aus die Notenbank mittlerweile recht deutlich die Geldpolitik gestrafft – vor allem ü-  
 ber die Mindestreservesätze, zuletzt aber auch wieder mit Leitzinserhöhungen. Al-  
 lerdings ist der Inflationsdruck überwiegend durch die hohen Rohstoffpreise an den  
 Weltmärkten entstanden, wogegen die Notenbank recht wenig ausrichten kann. So  
 liegt die Inflationsrate aktuell immer noch deutlich über ihrem Zielwert und wird im  
 Frühsommer wohl auch noch weiter steigen. Der Gipfel im aktuellen Zinszyklus der  
 Notenbank dürfte daher auch noch nicht ganz erreicht sein.

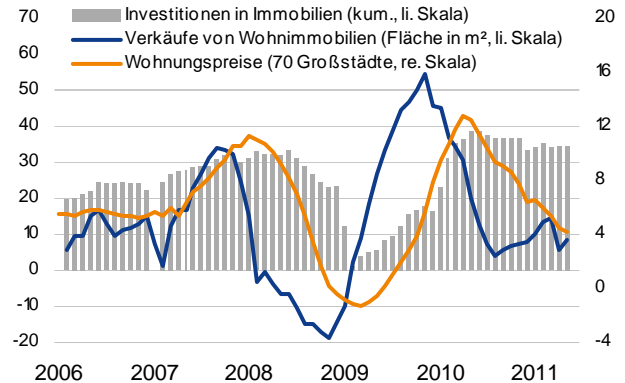
**Gipfel im aktuellen Zinszyklus noch  
 nicht ganz erreicht**

**FISKAL- UND GELDPOLITIK WIEDER DEUTLICH STRAFFER...**



In %; Quelle: NBoS, People's Bank of China (PBoC)

**... ABER DER IMMOBILIENMARKT KÜHLT SICH NUR ZÖGERLICH AB**



In % zum Vorjahr; Quelle: NBoS

Bislang hat die chinesische Konjunktur auf die geldpolitische Restriktion noch kaum  
 reagiert, was sicherlich auch auf das zunächst recht zögerliche Vorgehen der No-  
 tenbank Anfang vergangenen Jahres zurückzuführen ist. Wir rechnen nun aber recht  
 bald mit einer sichtbaren Verlangsamung der Wachstumsdynamik - spätestens jetzt  
 in der zweiten Jahreshälfte. Ein wichtiger Wirkungskanal dürfte dabei der Immo-  
 bilienmarkt und seine Rückwirkung auf die Bautätigkeit sein: Die Graphik oben zeigt,  
 dass der Auftrieb bei den Wohnungspreisen in den vergangenen Monaten zwar mo-  
 derat nachgegeben hat, aber offenkundig nicht genug, um die Wohnungsnachfrage  
 ausreichend zu dämpfen und damit eine Abkühlung der Baukonjunktur zu erreichen,  
 wie dies noch vor einigen Jahren geschehen ist. Die nun erfolgte stärkere Straffung  
 der Geldpolitik sollte aber alsbald eine deutlichere Korrektur auslösen.

**Bauinvestitionen wachsen immer  
 noch mit Rekordtempo**

Natürlich besteht dabei die Gefahr, dass diese Korrektur weitaus drastischer ausfällt  
 als angestrebt, wodurch die chinesische und mit ihr die weltweite Wirtschaft wohl er-  
 heblich belastet würden. Sicherlich steigt dieses Risiko auch noch, je länger die  
 Konjunkturabkühlung weiter auf sich warten lässt. Gleichwohl sind wir der Ansicht,  
 dass Peking gerade in der jüngsten Vergangenheit gezeigt hat, wirtschaftspolitisch  
 einerseits sehr vorsichtig zu agieren, im Ernstfall aber auch sehr rasch und umfas-  
 send gegensteuern zu können, so dass wir dieses Risiko für gering halten. Wir  
 rechnen deshalb mit einer „sanften Landung“ der chinesischen Wirtschaft, wobei

**BIP-Prognose:  
 2011 9,3 %, 2012 8,7 %**

sich das Wachstum in diesem Jahr auf durchschnittlich 9,3 und im kommenden Jahr weiter auf 8,7 Prozent verlangsamen sollte.

**Fazit: Schwächere Konjunktur im 2. Halbjahr, für 2012 gemischte Perspektiven**

Die konjunkturelle Abschwächung, die in den meisten Weltregionen im zweiten Quartal spürbar geworden ist, geht auf eine Reihe von Ursachen zurück. Einige sind eher temporärer Natur, wie etwa die Auswirkungen des japanischen Erdbebens und (vermutlich) die hohen Energiepreise, andere werden das Wachstum noch längere Zeit dämpfen. Dazu gehören etwa die strukturellen Probleme in den Vereinigten Staaten und in den hoch verschuldeten Ländern des Euro-Raums. Wir gehen daher davon aus, dass in diesen Ländern eine durchgreifende Wachstumsbeschleunigung auch im kommenden Jahr noch nicht zu erwarten ist. Auch in China muss die Wirtschaftspolitik einige strukturelle Ungleichgewichte angehen und eine Überhitzung der Wirtschaft vermeiden. Daher rechnen wir auch hier mit etwas niedrigeren Wachstumsraten im Jahr 2012.

Für die Länder der Kern-EWU und besonders Deutschland sehen wir aber gute Chancen, dass die konjunkturelle Dynamik im Jahresverlauf 2011 nur einen temporären Dämpfer erhält und sich im kommenden Jahr wieder festigen wird. Die Bedingungen für eine Belebung der privaten Nachfrage, die das nachlassende Tempo der Auslandsnachfrage ausgleichen kann, sind vor allem durch eine steigende Kaufkraft der privaten Haushalte bei robuster Beschäftigungsentwicklung und vorteilhafte Investitionsbedingungen für die Unternehmen ausgesprochen günstig.

**Einige Länder müssen zunächst ihre strukturellen Probleme beheben**

**Für die Länder der Kern-EWU und Deutschland aber gute Chancen, auf wieder mehr konjunkturelle Dynamik im Jahr 2012**

#### IMPRESSUM

Herausgeber: DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main  
Vorstand: Wolfgang Kirsch (Vorsitzender), Lars Hille, Wolfgang Köhler, Hans-Theo Macke, Albrecht Merz, Thomas Ullrich, Frank Westhoff  
Verantwortlich: Stefan Bielmeier, Leiter Research und Volkswirtschaft  
Verantwortlich: Dr. Hans Jäckel, Leiter Volkswirtschaft und Content Management,  
Tel.: 069 7447 2280, E-Mail: hans.jaeckel@dzbank.de  
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main 2011  
Nachdruck und Vervielfältigung nur mit Genehmigung der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

#### VERGÜTUNG DER ANALYSTEN

Research-Analysten werden nicht für bestimmte Investment Banking-Transaktionen vergütet. Der/die Verfasser dieser Studie erhält/erhalten eine Vergütung, die (unter anderem) auf der Gesamrentabilität der DZ BANK basiert, welche Erträge aus dem Investment Banking-Geschäft und anderen Geschäftsbereichen des Unternehmens einschließt. Die Analysten der DZ BANK und deren Haushaltsmitglieder sowie Personen, die den Analysten Bericht erstatten, dürfen grundsätzlich kein finanzielles Interesse an Finanzinstrumenten von Unternehmen haben, die vom Analysten gecovert werden.

#### ZUSTÄNDIGE AUFSICHTSBEHÖRDE

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Lurgiallee 12, 60439 Frankfurt am Main, Germany

#### VERANTWORTLICHES UNTERNEHMEN

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main, Germany

#### AUTOR(EN) UND ERSTELLER

<b>Monika Boven ,CFA</b>	<b>Senior Economist</b>	+49 (0) 69 - 74 47 - 36 34	monika.boven@dzbank.de
<b>Dr. Michael Holstein</b>	<b>Leiter Makroökonomik/Branchenresearch</b>	+49 - (0)69 - 74 47 - 22 82	michael.holstein@dzbank.de