

## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

## Einwanderungsland Deutschland – Eine ökonomische Betrachtung

Wenn Historiker in einigen Jahrzehnten auf den Beginn des 21. Jahrhunderts zurückblicken werden, wird das Jahr 2015 möglicherweise als ähnliche Zeitenwende gewertet werden wie die Nachkriegsjahre oder die Zeit der Wiedervereinigung. Es ist zumindest gut denkbar, dass mit etwas Abstand das aktuelle Jahr als der Zeitpunkt in die Geschichtsbücher eingehen wird, in der die Wanderungsbewegungen extreme Ausmaße annahmen und sowohl Deutschland als auch Europa nachhaltig veränderten.

Doch während diese aktuelle Entwicklung in der Gesellschaft und Politik breit diskutiert wird und Menschen bewegt wie kein anderes Thema seit der deutschen Wiedervereinigung, bleibt die Zunft der Volkswirte vergleichsweise stumm. Das überrascht, denn Volkswirte sind nicht für ihre Schüchternheit bekannt und äußern sich gern gefragt und ungefragt auch zu Themen, die weit weniger bedeutend sind. Die Funkstille hat aber einen Grund: Bei jeglicher Äußerung besteht die Gefahr, ungewollt und unberechtigt in eine politische Ecke gedrängt zu werden, in der man definitiv nicht steht und auch nicht stehen will. Um dieser Gefahr zu entgehen, ist man offensichtlich eher bereit, entweder gar keine Stellung zu beziehen oder sich zu Äußerungen hinreißen zu lassen, die zwar politisch korrekt sein mögen, aber einer scharfen intellektuellen Überprüfung nicht immer standhalten.

Dabei sind wir uns vollkommen darüber bewusst, dass eine ausschließlich ökonomische Analyse der aktuellen Entwicklung nicht gerecht wird. Selbstverständlich existieren ethische, moralische und soziale Gründe, die zu einer anderen Beurteilung führen können. Für Volkswirte ergibt sich auch nur die Aufgabe, Sachverhalte aus einem sehr spezifischen Blickwinkel werturteilsfrei zu analysieren – die daraus resultierenden Rückschlüsse müssen von der Politik immer auch unter Berücksichtigung anderer Aspekte getroffen werden. Trotzdem wird Volkswirten oft vorgeworfen, dass eine ökonomische Betrachtung zu „hartherzig“ und unsozial sei. Uns überzeugt diese Sichtweise nicht. Jeder VWL-Student lernt in einer der ersten Vorlesungen, dass Distribution und Allokation zwei Seiten der gleichen Medaille sind. Einfach gesagt: Es kann nur das verteilt werden, das zuvor erwirtschaftet wurde. Wenn man hohe Löhne zahlen möchte, braucht man eine hohe Produktivität. Wenn man sich einen leistungsfähigen Sozialstaat mit viel Umverteilung wünscht, braucht man eine noch höhere Produktivität. Es ist keine Überraschung, dass ein starker Sozialstaat nur in Ländern mit hoher Produktivität und Wettbewerbsfähigkeit zu finden ist. Es ist zudem ein Irrglaube, dass Sozialleistungen auf Dauer aus der Substanz einer Volkswirtschaft geleistet werden können; sie müssen vielmehr im besten Wortsinn jeden Tag neu erarbeitet werden. Aus diesem Grund ist eine präzise ökonomische und nicht ideologisch motivierte Analyse sowie eine daraus abgeleitete Wirtschaftspolitik sogar die Grundvoraussetzung dafür, langfristig sozial leistungsfähig zu sein. Des-

wegen halten wir es für fatal, aus falschverstandener „political correctness“ bei einem der größten Themen unserer Zeit auf genau diese saubere, nüchterne, werturteilsfreie und nachvollziehbare volkswirtschaftliche Analyse zu verzichten oder sie in politisch gewünschte Bahnen zu lenken. Im Folgenden werden wir daher verschiedene Themenkomplexe ansprechen und analysieren, die im Kontext einer stark erhöhten Einwanderung von volkswirtschaftlicher Relevanz sind. Wir verwahren uns aber auf das Schärfste dagegen, dass unsere Argumente aus dem Zusammenhang gelöst und von Menschen missbraucht werden, die unsere freiheitlich-demokratischen Grundwerte nicht teilen.

*Demografie, Staatsfinanzen und Sozialsysteme*

Die demografische Struktur in Deutschland ist so schlecht wie in kaum einem anderen Land auf der Erde. Die Geburtenrate pro Frau liegt mit 1,3 auf sehr niedrigem Niveau und wird nur durch die höhere Geburtenrate von Frauen mit Migrationshintergrund daran gehindert, noch tiefer zu fallen. In kaum einem anderen Land der Welt ist der Abstand zwischen den Generationen derart hoch und die Anzahl der Geburten auf 1000 Einwohner so gering. Dieser Befund ist an sich schon hochdramatisch und wirft – ganz nebenbei bemerkt – ein miserables Licht auf die (nichtexistente) Bevölkerungspolitik der letzten Jahrzehnte. Es ist nicht nachvollziehbar und ein irreparabler Fehler, wie über Jahrzehnte versäumt wurde, beispielsweise im Rahmen der gesetzlichen Sozialversicherung nachhaltige und systemisch sinnvolle und gerechte Anreize zu setzen, eine höhere Geburtenrate zu erzielen. Schließlich erzeugen Eltern mit ihren Kindern langfristig sog. positive externe Effekte für das Sozialsystem, ohne dafür entlohnt zu werden – ein Fehlanreiz allererster Güte in einem System, das auf einen funktionierenden Generationenvertrag angewiesen ist, da keine Kapitaldeckung für zukünftige Sozialleistungen vorhanden ist. Allerdings ist das Kind inzwischen sprichwörtlich in den Brunnen gefallen, und Deutschland ist zwingend auf ein gewisses Maß an Einwanderung angewiesen, um nicht im Laufe der nächsten Jahrzehnte zu vergreisen und schließlich zu kollabieren.

Allerdings ist Einwanderung nicht gleich Einwanderung. Für die Staatsfinanzierung und das Sozialsystem ist letztlich entscheidend, ob ein neuer Zuwanderer über sein gesamtes Leben hinweg bei gleicher Leistungsbeanspruchung wie von Inländern mindestens durchschnittliche Beiträge in das System einzahlt oder nicht. Alternativ entstünde auch ein Vorteil, wenn bei durchschnittlichen Beiträgen die Leistungsbeanspruchung geringer ausfiele. Bei der Einwanderung der letzten Jahrzehnte haben die Einwanderer im Vergleich zu Personen ohne Migrationshintergrund eher unterdurchschnittlich stark zur Finanzierung beigetragen, da die Lohnsumme aufgrund einer geringen Partizipationsrate am Arbeitsmarkt (sehr geringe Erwerbstätigkeit bei Frauen) sowie eher unterdurchschnittlicher Qualifikationen (das legen z.B. OECD-Studien nahe) ebenfalls unterdurchschnittlich ausfällt. Es gibt zudem einige Hinweise darauf,

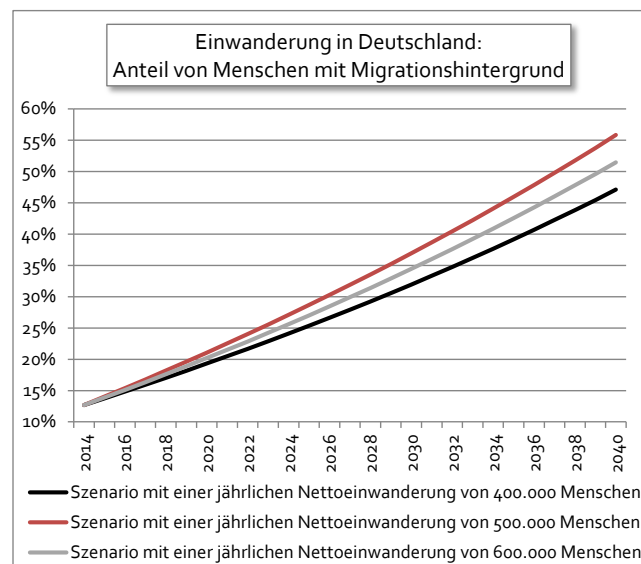
dass im Laufe eines Lebens bei Einwanderern die Inanspruchnahme staatlicher Leistungen inklusive der Sozialversicherungen nicht unbedingt geringer ausfällt als bei Personen ohne Migrationshintergrund. Zwar liegen die Rentenleistungen bei Einwanderern unter dem Durchschnitt aller Personen, allerdings fallen Leistungen der Arbeitslosenversicherung sowie Harz-IV-Zahlungen aufgrund einer stark erhöhten Arbeitslosenquote bei Menschen mit Migrationshintergrund höher aus.

Bisher gibt es keine klaren Hinweise darauf, dass die bisher in Deutschland erfolgte Einwanderung einen signifikant positiven Nettobeitrag für den Staatshaushalt und das System der Sozialversicherungen erbracht hat oder erbringen wird. Eine Studie der Bertelsmann-Stiftung kommt zu dem Ergebnis, dass die zu erwartenden Generationenkonten und damit die Summe der abdiskontierten erwarteten jährlichen Nettosteuerzahlungen (also die Summe von Zahlungen an den Staat sowie der Transfers vom Staat) bei Ausländern auf Basis der Daten des sozioökonomischen Panels signifikant schlechter ausfallen als bei Deutschen. Auf Basis dieser Berechnungen steigt bei steigender Einwanderung das Primärdefizit des Staates an.<sup>1</sup> Auch die OECD kommt in einer Untersuchung der großen Migrationsströme der letzten 50 Jahre für ihre Mitgliedsländer zum Ergebnis, dass der fiskalische Nettonutzen vermutlich nicht positiv war, sondern eher bei null lag.

Noch problematischer wird diese Betrachtung, wenn die aktuell und vermutlich auch in Zukunft erfolgenden Flüchtlingsströme aus Syrien und Nordafrika mit einbezogen werden. Das bei offenen Stellen im Durchschnitt geforderte Qualifikationsprofil ist eher nicht mit dem Qualifikationsprofil von Flüchtlingen kompatibel, zudem wird durch den hohen und weiter steigenden Mindestlohn und die oftmals substantiell noch höheren Tariflöhne systematisch der Niedriglohnssektor in Deutschland „ausgetrocknet“, was die Integration von Flüchtlingen in den Arbeitsmarkt weiter signifikant erschwert. Leider existieren in Deutschland kaum aussagekräftige Statistiken über den Integrationserfolg von Flüchtlingen und Asylanten in den deutschen Arbeitsmarkt. Dies führt dazu, dass selbst die Bundesanstalt für Arbeit mit diversen Annahmen und statistischen Tricks arbeiten muss, um sich ein Bild der Lage zu machen. Der sehr hohe Anteil von Harz-IV-Empfängern unter Flüchtlingen und Asylanten wirft aber kein gutes Bild auf die Lage, und Modellprojekte der Bundesanstalt für Arbeit legen nahe, dass tendenziell über kürzere Frist etwa nur 10% der Flüchtlinge und Asylanten in den Arbeitsmarkt integriert werden können. Dabei ist zu bedenken, dass Modellprojekte aufgrund einer intensiveren Begleitung eher bessere Ergebnisse erbringen als vergleichbare Maßnahmen im „Routinebetrieb“. Politikern legen wir nahe, in der Zukunft stärker auf diese Erkenntnisse zurückzugreifen, bevor sie behaupten, dass der deutsche Fachkräftemangel tatsächlich mit Flüchtlingen behoben werden kann. Wir halten es auch bei optimistischer Sichtweise eher für unwahrscheinlich,

<sup>1</sup> Vgl. Holger Bonin (2015): Der Beitrag von Ausländern und künftiger Zuwanderung zum deutschen Staatshaushalt; aber auch beispielsweise ifo Schnelldienst 1/2015 vom 15.1.2015.

dass eine ungesteuerte Einwanderung, so wie sie derzeit erfolgt, in einer Nettobetrachtung einen spürbar entlastenden Effekt auf die demografisch bedingten Probleme in Deutschland erbringt. Geht man zudem davon aus, dass auch vor dem Hintergrund der Familienzusammenführung allein in den kommenden fünf Jahren einige Millionen Einwanderer nach Deutschland kommen werden (ein originärer Einwanderer oder Asylsuchender zieht über die Familienzusammenführung in der Regel vier weitere Personen nach sich), sind nahezu unvorstellbare Integrationsmaßnahmen notwendig, die ebenfalls nicht zum Nulltarif zu haben sein werden. Möchte man das Abgleiten der neuen Einwanderer in (ökonomisch i.d.R. unproduktive) Parallelgesellschaften vermeiden oder abmildern, ist eine enge Betreuung durch staatliche Stellen notwendig. Das fängt beim Sprachunterricht an und hört bei der Berufsberatung noch lange nicht auf. In dem Zusammenhang ist es von Bedeutung, dass es in Deutschland und anderen europäischen Ländern bisher etwa sieben Jahre dauert, bis ein neuer Einwanderer erstmalig eine bezahlte Stelle antritt. Es gibt im Moment keine Indikation dazu, dass sich dieser Wert vor dem Hintergrund der typischen Qualifikationsprofile der Einwanderer aus dem Balkan, aus Syrien und Nordafrika deutlich verbessert. Überschlagsmäßig veranschlagen wir allein für diese Art von Betreuung etwa 20 Mrd. Euro an Sach- und Personalkosten pro Jahr – eine Summe, die durch Umschichtungen in öffentlichen Haushalten nicht leicht zu finanzieren sein wird.



Eine intensivere Nutzung der Infrastruktur bei steigender Bevölkerungszahl ist ebenfalls zu erwarten; das ist ein kostenintensiver Sachverhalt, der bisher in keiner staatlichen Projektion enthalten ist. Selbst das statistische Bundesamt hat bisher einen Netto-Einwanderungssaldo von 300.000 Personen allenfalls als Extremszenario eingeordnet und dementsprechend eher nur in Fußnoten erwähnt. Realistischer erscheint uns aber vermutlich inzwischen eine Netto-Zuwanderung von 500.000 Menschen pro Jahr für eine längere Zeitperiode; dieser Wert wurde vor einigen Tagen auch von der Bundesregierung als „machbare Größenordnung“ genannt. Bei einer derart hohen Zuwanderung

steigt aber auch die Bevölkerungszahl an, statt wie von allen erwartet zu fallen; dies erfordert Ersatz- und Neuinvestitionen in die ohnehin schon alternde deutsche Infrastruktur. Neben der Nettoeinwanderung existiert eine weitere demographische Größe von ökonomischer Bedeutung: Die Bruttoeinwanderung. Im letzten Jahr hat es in Deutschland in etwa eine Bruttoeinwanderung von 1,4 Millionen Menschen gegeben, in diesem Jahr dürfte der Wert vermutlich bei 2,0 Millionen Menschen liegen. Die Netto-Werte liegen deutlich niedriger, da viele Menschen das Land gleichzeitig verlassen. Dieser hohe „Turnover“ ist problematisch, denn er erschwert zielgenaue Integrationsbemühungen und verwässert ihren Effekt, da millionenfach Kosten für Integrationsbemühungen entstehen, die letztlich wertlos sind, weil viele Personen das Land nach kurzer Zeit wieder verlassen. Durch die massive Bruttoeinwanderung und Bruttoauswanderung reduziert sich die durchschnittliche Aufenthaltsdauer von Einwanderern in Deutschland. Dies ist kritisch, da der ökonomische Nutzen von Einwanderung allenfalls bei langfristiger Aufenthaltsdauer entsteht, aber sicher nicht am Anfang. Wie man es auch dreht und wendet – je tiefer man in die Materie eindringt, umso komplexer und kritischer erscheint die Lage. Das erklärt vermutlich auch, warum Länder mit einer deutlich längeren Tradition und Erfahrung in der Einwanderungspolitik (wie z.B. Großbritannien) auch eher von der deutschen Realität irritiert sind und selbst andere Wege hinsichtlich der Steuerung von Einwanderung eingeschlagen haben. Während also kein Zweifel an einem Bedarf an Einwanderung in Deutschland besteht, erscheint die sich aktuell abzeichnende Entwicklung vermutlich nicht vollumfänglich geeignet, die sich ökonomisch aus der desaströsen Demografie ergebenden Probleme wirkungsvoll abzumildern.

#### *Wachstum*

In den letzten Wochen wurde mehrfach behauptet, dass der aktuell erfolgende Flüchtlingsstrom die BIP-Wachstumsraten zumindest temporär erhöhen wird. Das ist definitiv der Fall. Ein steuer- und schuldenfinanzierter zusätzlicher Konsum führt in der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung fast zwangsläufig zu temporär höheren BIP-Wachstumsraten. Mit einer langfristig ausgerichteten Wachstumspolitik im eigentlichen Wortsinn hat dies aber nichts zu tun. Das Erzeugen kurzfristiger konjunktureller Effekte erhöht nicht den langfristigen Pfad des Produktionspotenzials, aber nur dieser Wert ist letztlich relevant für die Entwicklung der Wohlfahrt einer Volkswirtschaft.

Ganz nebenbei bemerkt gilt das übrigens auch für Kapitalmärkte. Über längere Zeiträume von z.B. zehn Jahren kommt es vor allem in den Volkswirtschaften zu einer positiven Entwicklung von Aktien und Unternehmensanleihen, in denen das Produktionspotenzial überdurchschnittlich stark steigt. Aus Einwanderungssicht gibt es zwei Methoden, zu einem Anstieg dieses Produktionspotenzials beizutragen. Die eine Methode zielt darauf ab, gezielt nach Einwanderern zu suchen, deren Qualifikationsprofil besonders hochwertig ist. Hier geht es i.d.R. darum, gezielt Lücken im Qualifikationsprofil der heimischen Bevölkerung zu füllen. Das Produktionspotenzial steigt hier nicht unbe-

dingt aufgrund eines höheren Einsatzes des Produktionsfaktors Arbeit, sondern primär aufgrund einer höheren Arbeitsproduktivität. Dieses Modell wird beispielsweise von Kanada oder Australien praktiziert. Ein alternatives Modell besteht darin, Wachstum über mehr Arbeitskräfte zu realisieren, wobei der Erfolg dieser Variante von einer hohen Beschäftigungsquote abhängig ist und i.d.R. nur funktioniert, wenn ein expansionsfähiger Niedriglohnssektor existiert. Die Vereinigten Emirate sind ein Beispiel für dieses Modell, wobei die Lebensumstände viele Einwanderer in solchen Ländern nicht selten an Ausbeutung grenzen. Vermutlich stellen die USA eine Mischform zwischen beiden Modellen dar.

Deutschland kommt definitiv weder dem Modell eins noch dem Modell zwei noch einer Mischform nahe. Für hochqualifizierte Migranten scheint Deutschland nicht die erste Wahl zu sein, und von einer hohen Beschäftigungsquote im Niedriglohnssektor kann kaum die Rede sein. Zum einen gibt es kaum einen Niedriglohnssektor, und die Beschäftigungsquote bzw. Partizipationsrate ist auch noch niedrig. Langfristiges Wachstum in Form eines steigenden Produktionspotenzials wird auf diese Weise kaum erzielt. Studien legen zudem nahe, dass langfristiges Wachstum auch davon abhängig ist, wie heterogen die Einkommens- und Vermögensverteilung ist. Eine Gleichverteilung ist eher wachstumsfeindlich, aber eine zu hohe Heterogenität ebenfalls, da sie Menschen eher frustriert, als Anreize zu setzen, am Wohlstand zu partizipieren. Deutschland läuft Gefahr, aus einer ohnehin schon heterogenen Gesellschaft zu einer gespaltenen Gesellschaft zu werden, wenn in Zukunft die Integration neuer Einwanderer nicht gut gelingt. Gute Voraussetzungen für Wachstum sehen also anders aus. Zudem kann eine Beobachtung in Einwanderungsländern mit stark steigendem Migrationsanteil nicht von der Hand gewiesen werden, wonach eine sinkende Verbindlichkeit allgemein akzeptierter kultureller Normen und Standards im Geschäftsleben zu eher höheren Transaktionskosten führt und das Wachstum bremst. Dem gegenüber stehen allerdings aber auch im Idealfall Einwanderer, die weniger „satt“, sondern mutig und risikofreudig sind und damit für das Wirtschaftssystem belebend wirken können.

#### *Fazit*

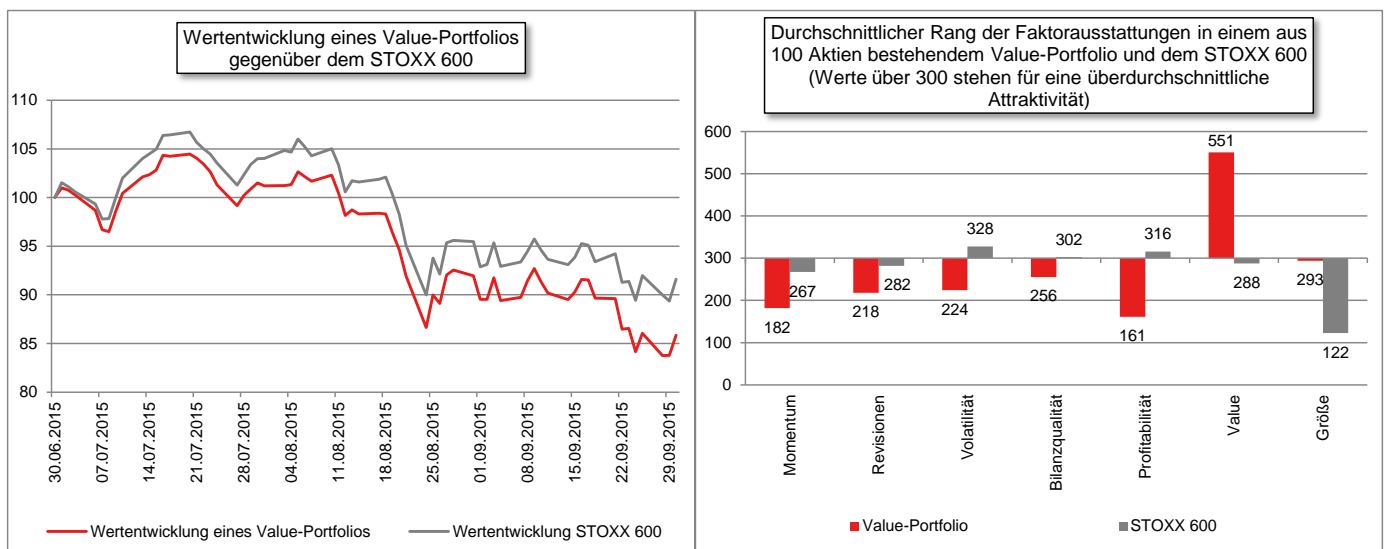
In den letzten Monaten haben viele Deutsche ein großes Herz gezeigt, indem sie freiwillig und oftmals aufopferungsvoll Flüchtlingen geholfen oder für sie gespendet haben. Darauf können wir stolz sein. Ohne das große ehrenamtliche Engagement sehr vieler Menschen wäre der aktuelle Ansturm an Flüchtlingen nicht zu bewältigen. Auch in dem kommenden Winter und in den kommenden Jahren sind die Flüchtlinge darauf angewiesen, dass diese Hilfsbereitschaft nicht abebbt. Nun ist es auch die Aufgabe der Politik, neben einem großen Herz den Verstand walten zu lassen und eine Einwanderungsgesetzgebung auf den Weg zu bringen, die eine langfristig tragfähige Brücke zwischen Menschlichkeit und ökonomischen Realitäten baut. Der Umfang der vor uns stehenden Aufgaben kann gar nicht hoch genug eingeschätzt werden. Die Griechenland-Rettung war dagegen ein Kinderspiel.

**Wochenausblick für die Zeit vom 5. Oktober bis 9. Oktober 2015**

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sept	Okt	Veröffentlichung
D: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	53,0	53,8	53,8	54,9	54,5		5. Oktober
D: Auftragseingänge, m/m	-0,3%	1,8%	-1,4%	-1,7%			6. Oktober
D: Auftragseingänge, y/y	4,7%	6,8%	-0,7%	3,3%			6. Oktober
D: Industrieproduktion, m/m	0,2%	-0,9%	0,7%	-2,1%			7. Oktober
D: Industrieproduktion, y/y	2,4%	1,0%	0,4%	1,0%			7. Oktober
D: Handelsbilanz, Mrd. Euro	22,6	22,1	22,8	22,5			8. Oktober
E-19: Einkaufsmanagerindex Dienstl.	53,8	54,4	54,0	54,4	54,1		5. Oktober
E-19: Sentix	19,6	17,1	18,5	18,4	13,6	12,0	5. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

**Chart der Woche: Momentan kein „Value“ für Value-Investoren**



Wer momentan ein Value-Portfolio hält hat wenig zu Lachen. An 41 von 66 Handelstagen im vergangenen dritten Quartal 2015 haben die 100 Aktien mit den besten Value-Eigenschaften aus dem STOXX 600 Europa schlechter abgeschnitten als der breite Index. Kumuliert ergibt das eine Underperformance zum ohnehin 8,4% im Minus liegenden STOXX 600 von 5,8%. Dies ist vor allem auf die aktuelle Faktorausstattung von Value-Aktien zurückzuführen. Wie die rechte Abbildung im „Chart der Woche“ zeigt, wären in einem Value-Portfolio alle anderen berücksichtigten Faktoren unterdurchschnittlich attraktiv. Bestimmt man beispielsweise den durchschnittlichen Rang der 100 Aktien im aktuellen Value-Portfolio für den Faktor Momentum im Investmentuniversum des STOXX 600, ergibt sich ein Wert von 182. Ein durchschnittlicher Rang von unter 300 lässt darauf schließen,

dass die Mehrheit der 100 Value-Aktien unterdurchschnittliche Eigenschaften bezüglich des Faktors Momentum aufweist. Diese Systematik ist auch auf alle anderen berücksichtigten Faktoren anwendbar. Sprich, man würde neben vermeintlich guten Value-Eigenschaften Aktien mit unterdurchschnittlichen Eigenschaften hinsichtlich Momentum, Gewinnrevisio-nen, Volatilität, Bilanzqualität, Profitabilität und Größe ein-kaufen. Das es auch anders geht zeigt ein Blick auf das Fak-torportfolio Momentum, welches, im dritten Quartal relativ zum STOXX 600 5,5% vorne liegen würde. Da es jedoch unmöglich ist zu prognostizieren, welcher Faktor in der Zu-kunft die anderen schlagen wird, ist es wichtig sich bewusst zu machen, dass Single-Faktorinvestments auch immer eine Wette auf die zukünftige (Out)Performance eines Faktors darstellen.

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum			
	01.10.2015 14:00	24.09.2015 -1 Woche	31.08.2015 -1 Monat	30.06.2015 -3 Monate	31.12.2014 YTD
Dow Jones	16285	0,5%	-1,5%	-7,6%	-8,6%
S&P 500	1920	-0,6%	-2,6%	-6,9%	-6,7%
Nasdaq	4620	-2,4%	-3,3%	-7,4%	-2,4%
DAX	9660	2,5%	-5,8%	-11,7%	-1,5%
MDAX	19280	2,5%	-2,0%	-1,7%	13,8%
TecDAX	1748	3,6%	2,4%	6,4%	27,4%
EuroStoxx 50	3101	2,7%	-5,2%	-9,5%	-1,5%
Stoxx 50	2977	2,4%	-4,3%	-9,4%	-0,9%
SMI (Swiss Market Index)	8513	2,8%	-3,5%	-3,0%	-5,2%
Nikkei 225	17388	-1,0%	-8,0%	-14,1%	-0,4%
Brasilien BOVESPA	45059	-0,5%	-3,4%	-15,1%	-9,9%
Russland RTS	790	2,6%	-5,3%	-16,0%	-0,1%
Indien BSE 30	26155	1,1%	-0,5%	-5,9%	-4,9%
China Shanghai Composite	3053	-2,9%	-4,8%	-28,6%	-5,6%
MSCI Welt (in €)	1582	0,0%	-3,8%	-9,0%	0,3%
MSCI Emerging Markets (in €)	792	1,2%	-3,2%	-18,6%	-10,2%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	156,19	0	310	419	32
Bobl-Future	129,02	-1	-101	-56	-126
Schatz-Future	111,35	0	9	7	26
3 Monats \$ Libor	0,33	0	0	4	7
10-jährige US Treasuries	2,06	-6	-14	-27	-12
10-jährige Bunds	0,59	0	-21	-18	5
10-jährige JGB	0,35	2	-3	-9	2
US Treas 10Y Performance	571,70	0,6%	1,4%	3,0%	2,5%
Bund 10Y Performance	580,59	0,0%	2,0%	2,2%	0,5%
REX Performance Index	473,99	0,0%	0,4%	1,2%	0,5%
Hypothekenzinsen USA	3,86	0	2	-16	3
IBOXX AA, €	1,39	5	3	2	50
IBOXX BBB, €	2,43	16	29	30	64
ML US High Yield	8,22	39	68	129	128
JPM EMBI+, Index	692	-0,2%	-1,1%	-0,9%	0,1%
Wandelanleihen Exane 25	6662	0,0%	-0,2%	-1,1%	3,1%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	388,99	-0,4%	-2,7%	-10,3%	-13,1%
MG Base Metal Index	245,09	0,6%	-0,3%	-10,1%	-19,3%
Rohöl Brent	47,60	-2,2%	-0,3%	-22,2%	-17,0%
Gold	1114,34	-3,5%	-1,4%	-4,7%	-6,1%
Silber	14,55	-4,0%	-0,7%	-7,4%	-7,6%
Aluminium	1566,75	-0,1%	-1,3%	-5,1%	-14,2%
Kupfer	5176,50	2,2%	0,6%	-10,0%	-18,7%
Frachtraten Baltic Dry Index	900	-2,4%	-0,3%	12,5%	15,1%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,12	-0,3%	-0,1%	0,1%	-7,7%
EUR/ GBP	0,74	-0,3%	1,1%	4,0%	-5,0%
EUR/ JPY	134,69	0,2%	-1,0%	-1,7%	-7,3%
EUR/ CHF	1,09	-0,1%	0,8%	4,8%	-9,2%
USD/ JPY	119,87	-0,2%	-1,1%	-2,2%	0,1%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Dr. Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar und ersetzt nicht eine kunden- und produktgerechte Beratung. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.