



# Ausblick Deutschland

## Deutsches Sparverhalten vor QE-Herausforderungen

30. April 2015

### Autoren

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

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

### Editor

Stefan Schneider

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

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

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosetabellen.....	2
Anlageverhalten deutscher Haushalte: Etwas mehr Risikobereitschaft.....	3
EZB QE: Perfekter Start – keine Kursänderung.....	9
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland.....	12
Eventkalender.....	13
Datenkalender.....	14
Finanzmarktprognosen.....	14
Datenmonitor.....	15

**Anlageverhalten deutscher Haushalte: Etwas mehr Risikobereitschaft.** Die Vermögenssituation der deutschen Haushalte hat sich 2014 weiter deutlich verbessert. Dank der guten Einkommenssituation konnten sie EUR 160 Mrd. neu anlegen. Zudem betragen die Bewertungsgewinne existierender Geldanlagen EUR 53 Mrd. Insgesamt erhöhte sich das Bruttogeldvermögen der Haushalte dadurch von EUR 5 Bill. auf EUR 5,2 Bill. (180% des BIP). An der geringen Risikobereitschaft deutscher Anleger hat sich zwar grundsätzlich nichts geändert; risikotragende Anlagen machen weiterhin weniger als ein Viertel des Geldvermögens aus. Allerdings stieg der Anteil an den Neuanlagen auf 11% – der höchste Wert seit 2006 (33%). In den zwei Jahren zuvor wurden aus diesen Anlageklassen noch Gelder abgezogen. Zudem wurden 2014 EUR 20,5 Mrd. Schulden neu aufgebaut – der höchste Wert seit 2001. Beide Entwicklungen dürften vom Niedrigzinsumfeld geprägt sein und sich angesichts der geldpolitischen Aussichten 2015 fortsetzen. Aktienmuffel blieben die Deutschen aber auch 2014. Das Netto-Geldvermögen der Haushalte stieg trotz der höheren Verbindlichkeiten erneut kräftig an. Es betrug Ende 2014 125% des BIP oder 211% der verfügbaren Einkommen; im europäischen Vergleich ein überdurchschnittlicher Wert. Aus konjunktureller Sicht sollte dies den deutschen Konsum stützen. Aus struktureller Sicht ist eine hohe Ersparnis angemessen, um für den demografischen Wandel vorzusorgen. Die Kritik an den steigenden deutschen Leistungsbilanzüberschüssen, Spiegelbild der hohen laufenden Ersparnisse – nicht nur der privaten Haushalte –, dürfte daher zunehmen.

**EZB QE: Perfekter Start – keine Kursänderung.** Das QE-Programm der EZB hatte einen nahezu perfekten Start. Die Erfolgsaussichten dürften auch – nicht zuletzt dank der gesunkenen Ölpreise – durch die verbesserte konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone begünstigt werden. Mittlerweile zeigen sich neben dem Wechselkurskanal auch bei anderen Transmissionskanälen positive Impulse. Insbesondere bei den Inflationserwartungen – dem ultimativen Erfolgsmaßstab für QE – beginnt sich eine Normalisierung abzuzeichnen. Die derzeit günstigen Erfolgsaussichten für QE hängen allerdings von dessen voller Implementierung ab. Ein frühes Zurückführen der monatlichen Käufe von EUR 60 Mrd. (tapern) ist deshalb von EZB-Präsident Draghi ausgeschlossen worden. Wir erwarten eine erste umfassende Evaluierung des QE-Programmes durch die EZB nicht vor Frühjahr 2016. Die Renditen für deutsche Staatsanleihen lagen zwischenzeitlich bis zu Laufzeiten von 4 Jahren unter -0,2% und konnten daher von der Bundesbank nicht im Rahmen von QE erworben werden. Sollten die Renditen für längere Laufzeiten unter -0,2% fallen, könnte die Bundesbank Probleme bekommen, ihren monatlichen Anteil von 11 Mrd. EUR zu erfüllen.



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Euroland	0,9	1,4	1,6	0,4	0,0	1,4	2,4	3,3	2,6	-2,5	-2,1	-1,7
Deutschland	1,6	2,0	1,7	0,9	0,0	1,5	7,6	8,3	8,2	0,6	0,6	0,7
Frankreich	0,4	1,1	1,6	0,6	0,1	1,1	-1,0	-0,5	-0,8	-4,4	-4,0	-3,4
Italien	-0,4	0,6	1,3	0,2	0,1	1,1	1,8	2,5	2,7	-3,0	-2,7	-2,2
Spanien	1,4	2,5	2,3	-0,2	-0,6	1,5	0,1	0,7	0,5	-5,6	-4,5	-3,7
Niederlande	0,8	1,7	1,1	0,3	0,0	1,3	10,9	11,4	11,5	-2,5	-2,0	-1,9
Belgien	1,0	1,3	1,6	0,5	0,2	1,6	1,0	1,5	1,2	-3,0	-2,7	-2,2
Österreich	0,3	1,2	1,8	1,5	0,7	1,7	0,7	1,2	1,5	-2,3	-1,6	-1,2
Finnland	-0,1	0,8	1,4	1,2	0,1	1,3	-1,9	-1,5	-1,3	-3,4	-3,3	-2,8
Griechenland	0,7	0,8	3,2	-1,4	-1,6	1,0	1,0	1,5	1,2	-3,5	-0,7	-0,7
Portugal	0,9	1,6	1,6	-0,2	0,1	1,3	0,5	1,0	0,7	-5,0	-3,1	-2,5
Irland	4,8	3,7	3,5	0,3	0,1	1,8	4,5	5,0	4,5	-4,0	-2,8	-2,5
Großbritannien	2,6	2,4	2,3	1,5	0,4	1,9	-5,3	-4,1	-2,9	-5,0	-4,0	-2,0
Dänemark	1,0	1,7	1,8	0,6	1,0	1,5	6,2	6,0	6,0	-1,0	-2,5	-2,5
Norwegen	2,3	2,0	2,2	2,0	2,0	2,0	8,5	8,0	7,5	9,1	9,0	8,5
Schweden	2,3	2,8	2,8	-0,2	0,5	1,5	6,3	5,5	5,0	-1,9	-1,2	-0,6
Schweiz	2,0	1,0	1,0	0,0	-0,8	-0,4	8,0	8,5	8,5	0,2	0,5	0,5
Tschech. Rep.	2,0	2,6	2,5	0,4	0,3	1,9	-1,0	-0,8	-0,6	-1,3	-2,1	-2,2
Ungarn	3,6	2,7	2,4	-0,2	-0,3	2,5	3,6	3,5	3,5	-2,9	-2,7	-2,4
Polen	3,3	3,4	3,5	0,0	-0,4	1,5	-1,3	-1,3	-1,5	-3,4	-2,9	-2,7
USA	2,4	3,3	3,1	1,6	0,6	2,6	-2,6	-2,8	-3,5	-2,9	-2,6	-2,9
Japan	0,0	0,9	1,8	2,7	0,7	0,9	0,6	3,5	3,4	-5,9	-5,3	-4,4
China	7,4	7,0	6,7	2,0	1,8	2,7	3,1	3,4	3,3	-2,1	-3,0	-3,0
Welt	3,4	3,4	3,7	3,7	3,3	3,7						

\*Inflationsdaten für EU-Länder basieren auf harmonisierten Verbraucherpreisindizes außer bei Deutschland. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen.

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

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

	2012	2013	2014	2015P	2016P	2014				2015			
						Q1	Q2	Q3	Q4	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	0,4	0,1	1,6	2,0	1,7	0,8	-0,1	0,1	0,7	0,8	0,2	0,4	0,3
Privater Konsum	0,7	0,8	1,2	2,3	1,0	0,6	0,0	0,8	0,8	0,6	0,5	0,4	0,3
Staatsausgaben	1,2	0,7	1,1	1,0	0,4	0,1	0,6	0,6	0,2	0,1	0,2	0,3	0,2
Anlageinvestitionen	-0,7	-0,6	3,4	2,7	1,7	3,0	-1,7	-1,2	1,2	3,1	-2,0	1,0	0,6
Ausrüstungen	-3,1	-2,4	4,3	3,9	3,5	2,0	0,6	-1,4	0,4	2,0	0,0	2,0	1,0
Bau	0,6	-0,1	3,6	3,1	1,1	4,5	-3,7	-1,5	2,1	5,0	-4,0	0,7	0,6
Lager, %-Punkte	-1,4	0,2	-0,4	-0,3	0,1	-0,1	0,1	-0,5	-0,2	0,0	0,1	0,1	0,0
Exporte	2,8	1,6	3,9	4,4	5,1	-0,4	1,0	2,0	1,3	-0,2	1,3	1,0	1,2
Importe	0,0	3,1	3,4	4,5	4,5	-0,3	1,2	1,3	1,0	0,3	1,2	1,5	1,5
Nettoexport, %-Punkte	1,3	-0,5	0,4	0,3	0,6	-0,1	0,0	0,4	0,2	-0,2	0,1	-0,1	-0,1
Konsumentenpreise*	2,0	1,5	0,9	0,0	1,5	1,2	1,1	0,8	0,5	-0,3	-0,1	0,1	0,5
Arbeitslosenquote, %	6,8	6,9	6,7	6,5	6,6	6,8	6,7	6,7	6,6	6,5	6,4	6,4	6,6
Industrieproduktion	-0,4	0,1	1,5	1,8	1,8								
Budgetsaldo, % BIP	0,1	0,1	0,6	0,6	0,7								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	79,0	76,9	73,3	69,3	65,8								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,8	6,5	7,6	8,3	8,2								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	187	182	220	250	255								

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

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



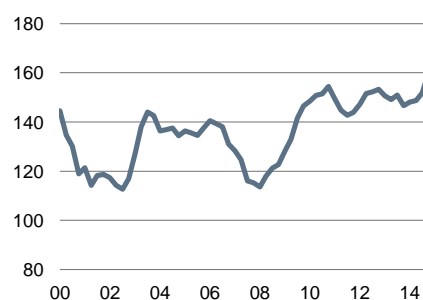
## Anlageverhalten deutscher Haushalte: Etwas mehr Risikobereitschaft

- Die Vermögenssituation der deutschen Haushalte hat sich 2014 weiter deutlich verbessert. Dank der guten Einkommenssituation konnten sie EUR 160 Mrd. neu anlegen. Zudem betrug die Bewertungsgewinne existierender Geldanlagen EUR 53 Mrd. Insgesamt erhöhte sich das Bruttogeldvermögen der Haushalte dadurch von EUR 5 Bill. auf EUR 5,2 Bill. (180% des BIP).
- An der geringen Risikobereitschaft deutscher Anleger hat sich zwar grundsätzlich nichts geändert; risikotragende Anlagen machen weiterhin weniger als ein Viertel des Geldvermögens aus. Allerdings stieg der Anteil an den Neuanlagen auf 11% – der höchste Wert seit 2006 (33%). In den zwei Jahren zuvor wurden aus diesen Anlageklassen noch Gelder abgezogen. Zudem wurden 2014 EUR 20,5 Mrd. Schulden neu aufgebaut – der höchste Wert seit 2001. Beide Entwicklungen dürften vom Niedrigzinsumfeld geprägt sein und sich angesichts der geldpolitischen Aussichten 2015 fortsetzen. Aktienmuffel blieben die Deutschen aber auch 2014.
- Das Netto-Geldvermögen der Haushalte stieg trotz der höheren Verbindlichkeiten erneut kräftig an. Es betrug Ende 2014 125% des BIP oder 211% der verfügbaren Einkommen; im europäischen Vergleich ein überdurchschnittlicher Wert. Aus konjunktureller Sicht sollte dies den deutschen Konsum stützen. Aus struktureller Sicht ist eine hohe Ersparnis angemessen, um für den demografischen Wandel vorzusorgen. Die Kritik an den steigenden deutschen Leistungsbilanzüberschüssen, Spiegelbild der hohen laufenden Ersparnisse – nicht nur der privaten Haushalte –, dürfte daher zunehmen.

### Europäische Hoffnungen und der deutsche Sparer

Ersparnisse Ende '14 kräftig gestiegen 1

Geldvermögensbildung, 4Q-Summe, EUR Mrd.



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Deutschland wird international immer wieder für seine Wirtschaftspolitik und insbesondere für seine hohen Leistungsbilanzüberschüsse kritisiert, die das Spiegelbild der hohen deutschen Sparquote sind. Die in diesem Kontext häufig geäußerte Meinung ist, dass eine niedrigere Sparquote im gleichen Maße zu höheren Konsumausgaben der privaten Haushalte führen würde, was den europäischen Nachbarländern deutliche Impulse geben würde. Wir haben diese sehr simplistische Argumentation an verschiedenen Stellen kritisiert und darauf hingewiesen, dass die hohe Sparquote vor allem demografisch bedingt ist und politische Eingriffe daher fragwürdig sind.<sup>1</sup> Kürzlich haben wir außerdem die Frage gestellt, ob denn die Politik der EZB und die niedrigen Zinsen den Deutschen das Sparen vermiesen könnten.<sup>2</sup> Insgesamt haben wir einen spürbaren Einfluss des Zinsniveaus auf das aggregierte Sparverhalten der deutschen Haushalte verneint, da andere Erwägungen im Vordergrund stehen. Die Sparquote dürfte mittelfristig dennoch sinken, wenn die Babyboomer beginnen zu entsparen.

Angesichts dieses Umfelds ist der kräftige Anstieg der Sparquote in Q4 2014 von 9,2% auf 9,8% in Europa sicher nicht begrüßt worden. Kürzlich wurde zudem die detaillierte Statistik zur Entwicklung der Geldvermögen der deutschen privaten Haushalte in Q4 2014 veröffentlicht. Dort zeigte sich, dass die Geldvermögensbildung (der Teil der Ersparnis, der ins Geldvermögen fließt) das höchste Niveau in einem vierten Quartal seit 1999 erreichte und im Gesamtjahr

<sup>1</sup> Peters, Heiko und Stefan Schneider (2013). Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig. Standpunkt Deutschland. 12.12.2013. Deutsche Bank Research.

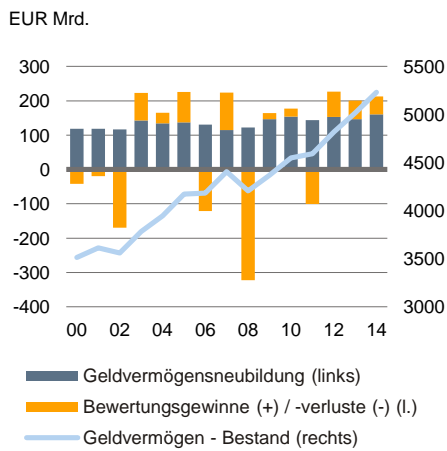
<sup>2</sup> Schneider, Stefan (2015). Höheres Wachstum und Löhne, Sparer weiter vorsichtig. Ausblick Deutschland. 02.03.2015. Deutsche Bank Research.



## Ausblick Deutschland

Konsistent hohe Ersparnisse treiben Geldvermögen

2



Quelle: Deutsche Bundesbank

2014 ein neues historisches Hoch markierte. Es gibt allerdings einige Anzeichen dafür, dass insbesondere das vierte Quartal wegen überraschender Realeinkommensgewinne (Ölpreiseinbruch) einen Ausreißer darstellte. Die EZB-Politik dämpft zwar nicht merklich die Sparbereitschaft insgesamt, verschiebt aber doch zumindest das Anlage- und Sparverhalten moderat Richtung risikoreichere Anlageklassen, Immobilien und ins Ausland – eine (von der EZB) durchaus gewollte Reaktion.

### Positive Vermögenssituation 2014 weiter verbessert

Dank der sehr robusten Arbeitsmarktlage konnten die deutschen Privathaushalte ihre Ersparnisse 2014 trotz eines soliden Konsumplus weiter ausbauen. Das Geldvermögen stieg auf EUR 5,2 Billionen von EUR 5,0 Billionen bzw. auf 180% des BIP von gut 178% in 2013. Dies ging vor allem auf eine gestiegene Geldvermögensbildung („Ersparnis“) zurück, die bei EUR 160 Mrd. lag. Dass dies in absoluter Betrachtung ein neuer Höchstwert ist, ist wenig überraschend angesichts der anhaltend recht hohen deutschen Sparquote und steigender Einkommen. Allerdings ist es auch relativ zu den verfügbaren Einkommen ein kräftiger Anstieg von 8,7% (2013) auf 9,3% (2014). Die positive Wertentwicklung der Finanzanlagen trug 2014 etwas weniger zum Vermögensaufbau bei (EUR 52,6 Mrd.) als im Vorjahr (EUR 54,3 Mrd.).

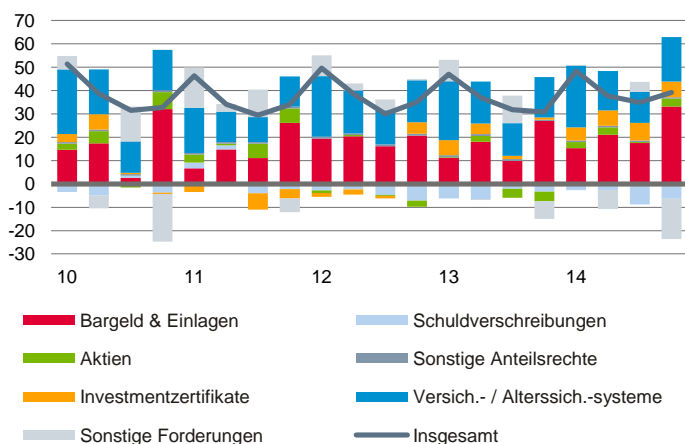
### Ersparnis in Q4 2014 durch Ölpreisverfall überzeichnet

Trotz Niedrigzinsen und erhöhter Investitionen in Wohneigentum stiegen die Ersparnisse kräftig an? Diese Entwicklung dürfte durch das vierte Quartal deutlich überzeichnet sein, in dem die Haushalte gut EUR 39 Mrd. Geldvermögen neu aufbauten. Dies war der höchste Wert für ein viertes Quartal seit Beginn der derzeit konsistent vorliegenden Statistik im Jahr 1999. In den übrigen Quartalen des Jahres wurde nur leicht mehr als im Vorjahr gespart. Mit EUR 33 Mrd. trugen Bargeld & Einlagen in Q4 mit Abstand am stärksten zum Anstieg bei. Dies war der stärkste Anstieg in dieser Kategorie überhaupt, wenn man das vierte Quartal 2008 (globale Rezession) außen vor lässt.

Rekordaufbau von Bargeld & Einlagen Ende 2014

3

Geldvermögensbildung, EUR Mrd.

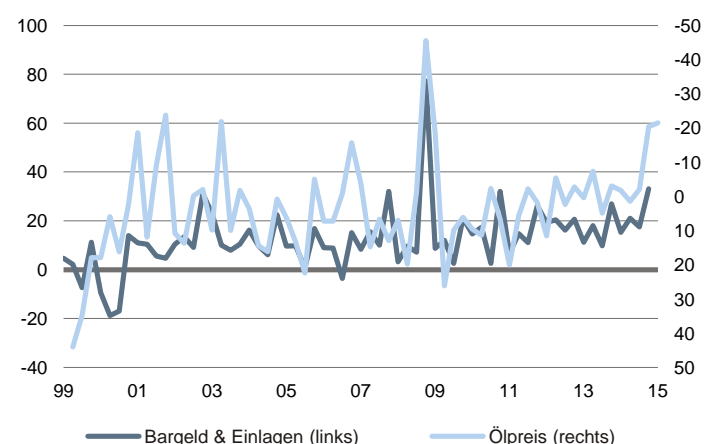


Quelle: Deutsche Bundesbank

"Überraschender" Realeinkommensgewinn (Öl) wurde gespart

4

Geldvermögensbildung, EUR Mrd. (links); % gg. Vq. (rechts)



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research, EZB

Unseres Erachtens war dies durch den Ölpreiseinbruch geprägt. So könnten die Konsumenten bspw. abgewartet haben, ob der Rückgang von Dauer ist, ehe sie die dadurch verfügbaren Gelder anderweitig konsumieren oder fest anlegen.



Alternativ könnte es auch eine eher unbemerkte Ersparnis gewesen sein, die erst im Folgequartal realisiert wird und auf die dann reagiert wird. Dies stützt unsere Theorie, dass die vom Ölpreisverfall ausgelösten kräftigen (realen) Einkommenssteigerungen in 2014 zunächst nur wenig zum ohnehin starken Konsumwachstum beitrugen und sich der Effekt im Verlauf von 2015 zeigen dürfte. Wir erwarten, dass der reale private Verbrauch 2015 um über 2% steigt – eine der höchsten Raten der letzten Jahre. Grafik 4 verdeutlicht, dass Ausschläge beim Ölpreis eine gewisse Korrelation mit Ausschlägen bei den Ersparnissen in Bargeld & Einlagen aufweist.

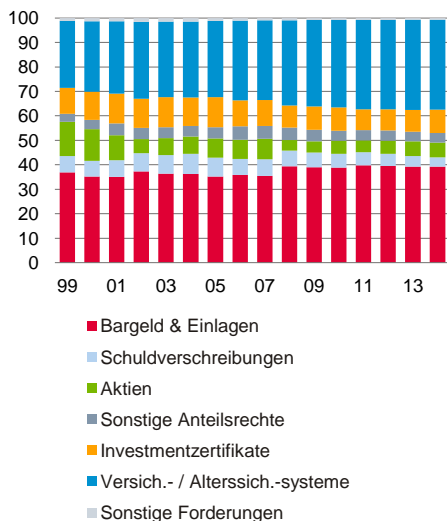
### Risikobereitschaft nimmt etwas zu

Wir haben wiederholt auf die geringe Risikobereitschaft deutscher Anleger hingewiesen.<sup>3</sup> Grundsätzlich hat sich an diesem Bild auch nichts geändert. So standen risikotragende Anlagen, zu denen wir Aktien, Schuldverschreibungen und Investmentzertifikate zählen, in den letzten vier Jahren nahezu konstant für einen Anteil von gut 23% am gesamten Geldvermögen.<sup>4</sup> Der Anteil von Bargeld & Einlagen allein betrug dagegen 2014 schon knapp 40%. Versicherungs- und Alterssicherungssysteme, die nur indirekt risikotragend sind, stehen für 37%. Insgesamt hielten sich die Veränderungen in den letzten Jahren in Grenzen, wobei ein gradueller Anstieg bei Investmentzertifikaten und Aktien einem angesichts des Niedrigzinsniveaus wenig überraschenden Rückgang bei Schuldverschreibungen entgegenstand.

40% des Geldvermögens stecken in Bargeld und liegen auf Konten

5

Anteil am Geldvermögen, Bestand, %

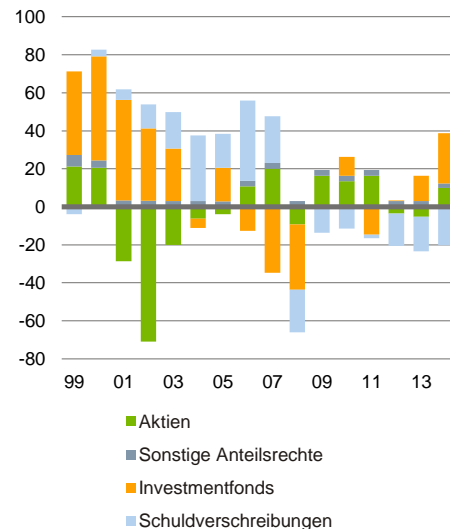


Quelle: Deutsche Bundesbank

Kräftiger Zufluss in Investmentfonds; Flucht aus Schuldverschreibungen

6

Geldvermögensbildung, EUR Mrd.



Quelle: Deutsche Bundesbank

Risikobereitschaft zuletzt gestiegen, aber weiter niedrig

7

Anteil risikotragender Anlagen an Neuanlage (gesamter Geldvermögensbildung), %



Basiert auf 4Q-Summen und umfasst Flüsse in Schuldverschreibungen, Aktien, sonst. Anteilsrechte und Investmentzertifikate

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Blickt man jedoch nicht auf die Geldvermögensbestände, sondern auf die Neuanlageentscheidungen zeigt sich, dass die „Risikobereitschaft“ den höchsten Wert seit 2006 erreicht hat. Allerdings flossen 2014 trotzdem lediglich gut 11% der EUR 160 Mrd. Ersparnisse in risikotragende Anlagen (2006 waren es 33%);

<sup>3</sup> Gräf, Bernhard und Oliver Rakau (2014). Risiken nehmen zu. Ausblick Deutschland. 30. September 2014. Deutsche Bank Research.

<sup>4</sup> Jede Geldanlage ist mit Risiken besetzt. Die ausgewählten Anlageklassen tragen allerdings ein größeres direktes Risiko und im Gegensatz z.B. zu vielen Versicherungen gibt es keine vertraglich garantierte Verzinsung.

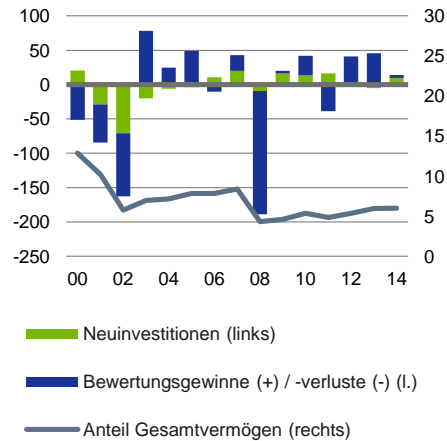


## Ausblick Deutschland

### Deutsche blieben auch 2014 Aktienmuffel

8

Aktien; EUR Mrd. (links); % (rechts)

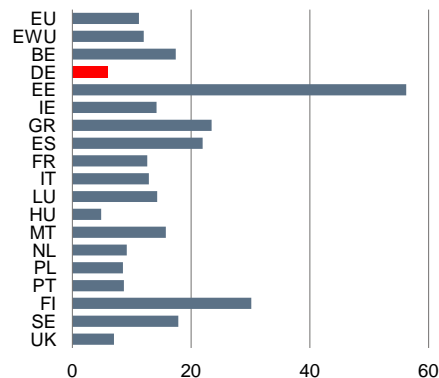


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Geringer Aktien-Enthusiasmus in DE

9

Aktien, % des gesamten Finanzvermögens, 2013

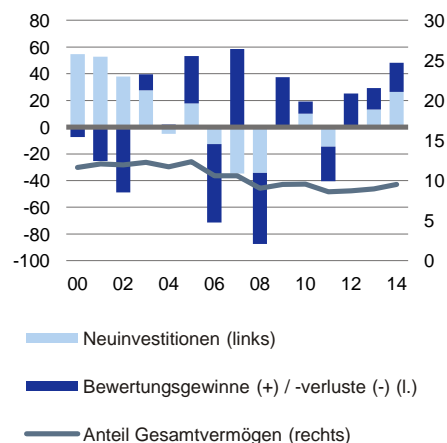


Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

### Investmentfonds: Hohe Zuflüsse und Bewertungsgewinne

10

Investmentfonds, EUR Mrd. (links); % (rechts)



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

in 2012/13 wurden aus diesen Anlagen jedoch sogar Gelder abgezogen. Besonders kräftig wurde 2014 in Investmentzertifikate investiert (EUR 26,5 Mrd.). Ein moderates Plus gab es bei Aktien (EUR 9,9 Mrd.). Aus Schuldverschreibungen wurden dagegen das dritte Jahr in Folge etwa EUR 20 Mrd. abgezogen (Grafik 6).

Das veränderte Zinsumfeld dürfte dabei eine Hauptrolle gespielt haben. Renditen deutscher Staatsanleihen mit 10-jähriger Laufzeit sind beispielsweise in Erwartung weiterer geldpolitischer Impulse von der EZB (z.B. QE) von einem ohnehin historisch niedrigen Niveau von etwa 2% Anfang 2014 auf nur noch gut 0,5% zum Ende des Jahres gefallen. Das Bild deutlich rückläufiger Zinsniveaus zieht sich durch die Laufzeiten und über die Anleiheklassen hinweg durch. Die Anreize von Staatsanleihen in Aktien, andere Anleihtypen oder Fonds zu wechseln bestanden zwar schon länger. Allerdings dürfte das jetzige Zinsniveau diesen Impuls weiter verstärken. Zudem dürften zunehmend Staatsanleihen auslaufen, die zum Ausgabezeitpunkt noch einen hohen Coupon aufwiesen. Das erneute Investment in diese Anlageklasse dürfte jedoch aktuell wenig attraktiv sein.

## Deutsche immer noch keine Aktienfreunde

Deutsche sind als Aktienmuffel bekannt. Daran hat sich auch 2014 nichts geändert. Zwar wurde im Gegensatz zu den zwei Vorjahren netto wieder mehr in Aktien investiert. Allerdings reichten die Zuflüsse von EUR 6 Mrd. gerade einmal aus, um das vorherige Disinvestment der Jahre 2012/13 auszugleichen. Zudem blieben die Bewertungsgewinne deutlich hinter jenen der beiden Vorjahre zurück – sie schlugen mit gut EUR 4 Mrd. zu Buche im Vergleich zu über EUR 40 Mrd. in den beiden Vorjahren. Daher machen Aktien wie im Vorjahr nur 6% des gesamten Geldvermögens aus – eine der niedrigsten Quoten in Europa und noch merklich unter dem Vorkrisenhöchstwert von 8,4% in Jahr 2007 (2008: 4,3%).

Trotz des günstigen Umfelds für Aktien werden die Deutschen wohl auch 2015 nicht zu Aktienenthusiasten. Nach jetzigem Stand dürften die Bewertungsgewinne 2015 dank des kräftigen Anstiegs nicht nur des DAX zwar wieder deutlich positiver ausfallen. So wurden die geldpolitischen Entscheidungen der EZB rasant eingepreist, und der DAX liegt derzeit etwa 20% über dem Jahresendstand 2014. Bei einer Prognose der Deutschen Bank für den DAX-Jahresendstand von 11.500 Punkten ist das weitere Aufwärtspotenzial aus heutiger Sicht jedoch begrenzt. Andererseits liegt die Dividendenrendite immer noch spürbar über jener vieler Anleiheklassen (bei höherem Kursrisiko). Insgesamt ist daher auch angesichts der Alternativen wohl noch Potenzial nach oben. Bis zum europäischen Durchschnitt von 12% wäre es aber ein weiter Weg, der angesichts der Risikoaversion deutscher Anleger und steigendem Medianalter wohl nicht gegangen werden wird.

## Investmentfonds steigen in der Anlegergunst

Investmentzertifikate (oder Investmentfonds) hatten gegenüber Aktien zuletzt die Nase vorn. Ihr Anteil am gesamten Geldvermögen stieg 2014 von 9% auf 9,5%. Dazu trug bei, dass im letzten Jahr EUR 16,5 Mrd. neu in diese Anlageklasse investiert wurden – der höchste Zufluss seit 2003 und spürbar mehr als im Vorjahr (EUR 9 Mrd.). Gleichzeitig schlugen Bewertungsgewinne in Höhe von EUR 21,7 Mrd. zu Buche – das dritte Jahr in Folge mit kräftigen Bewertungsgewinnen. Vermutlich sehen die investierenden Haushalte Fonds als im Vergleich zu Aktien weniger risikoreiche Anlage an, bei gleichzeitig höherer Rendite als bei vielen Anleiheklassen.

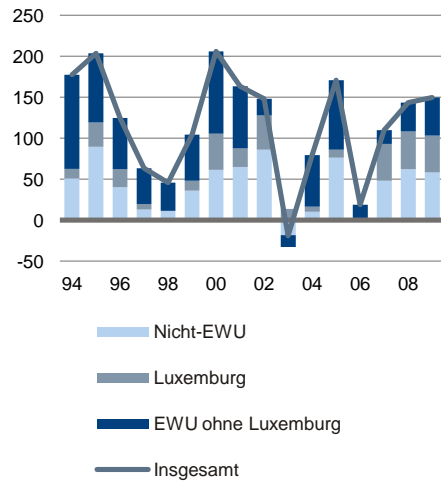


## Ausblick Deutschland

### Große Zuflüsse nach Luxemburg

11

Deutsche Portfolioinvest. im Ausland, EUR Mrd.

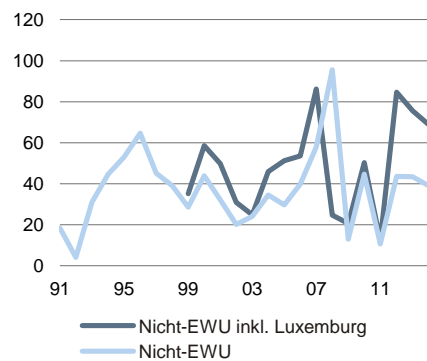


Quellen: Deutsche Bank Research, Deutsche Bundesbank

### Anteil der Investitionen im Nicht-EWU-Ausland steigt

12

Deutsche Portfolioinvestitionen im Ausland, Anteil der ins Nicht-EWU-Ausland geht, %

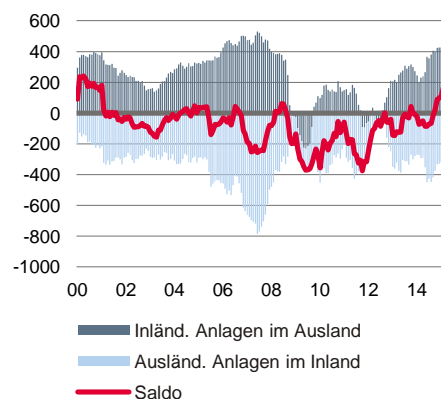


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### EWU: Netto-Abfluss von über EUR 160 Mrd. in letzten 12 Monaten

13

Kapitalbil., Portfolioinv. EUR Mrd., 12M-Summe



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Die Statistik der Deutschen Bundesbank zu den Finanzvermögen der deutschen Haushalte schlüsselt die Investmentfonds nicht weiter auf. Alternative Datenquellen wie der BVI und die Fondsstatistik der Bundesbank geben nur die hier ansässigen Fonds an; das heißt, auch die Vermögensanlagen ausländischer Investoren in „deutschen“ Fonds werden gezählt. Als Orientierung können sie allerdings dienen. Der Anteil reiner Aktienfonds am gesamten in Deutschland verwalteten Fondsvermögen ist laut BVI zuletzt merklich angestiegen. Ähnliches gilt für Mischfonds. Dies lag nicht nur an Bewertungsgewinnen, sondern auch an steigenden Zuflüssen. Dies interpretieren wir ebenfalls als Zeichen einer gewissen Bereitschaft angesichts des Niedrigzinsumfelds etwas mehr Risiko einzugehen. Dagegen verloren reine Rentenfonds Anteile.

### Zinsen treiben Ersparnisse zunehmend ins Nicht-EWU-Ausland ...

Unseres Erachtens treibt das Niedrigzinsumfeld die Anleger schrittweise in risikoträchtigere Anlageklassen. Anleger haben aber nicht nur die Wahl zwischen Anlageklassen, sondern auch zwischen unterschiedlichen Anlageländern. Wir gehen davon aus, dass das Zinsniveau in der EWU angesichts der divergierenden Zinspolitik der bedeutenden Zentralbanken auf absehbare Zeit deutlich unter jenem anderer Industriestaaten liegen wird<sup>5</sup>, was eine Reallokation von Investments außerhalb des Euro-Raums stützen würde. Dies kann entweder eine bewusste Entscheidung der Privatanleger sein oder das Ergebnis der Anlageentscheidung von Fondsmanagern, die Gelder der Privatanleger verwalten. Die bislang beschriebenen Daten lassen jedoch nur Schlüsse über die Anlageklassen und nicht die Länder zu, in die die deutschen Haushalte investieren. Daher greifen wir auf die Kapitalbilanz zu. Diese weist die Transaktionen zwar nicht getrennt für die Haushalte aus, sollte aber trotzdem Rückschlüsse zulassen, da alle Anleger vor ähnlichen Herausforderungen stehen.

Auf den ersten Blick zeigen sich hier noch keine eindeutigen Zeichen einer „Flucht aus dem Euro“. So lag der Anteil der Portfolioinvestitionen<sup>6</sup> deutscher Anleger, die in den Nicht-Euroraum fließen, bei 39% und damit unter den 43% der beiden Vorjahre und nicht wesentlich höher als in den Jahren 2000-2007 (35%). Dies dürfte die tatsächliche Entwicklung jedoch unterzeichnen. Ein erheblicher Teil der Investitionen innerhalb des Euroraums fließt nach Luxemburg.<sup>7</sup> Im letzten Jahr waren es EUR 46,5 Mrd. der insgesamt EUR 91,2 Mrd. Portfolioinvestitionen im Euroraum. Das Geld dürfte in Investmentfonds gehen, die in Luxemburg emittiert wurden. Diese Fonds dürften dann aber wiederum einen erheblichen Anteil im Nicht-Euroraum anlegen. Würde man die Investitionen in Luxemburg komplett dem Nicht-EWU-Raum zuschlagen, würde der Anteil auf 76% ansteigen – einer der höchsten Werte der vorhandenen Zeitreihe. Statistisch sauberer ist der Blick auf die Portfolioinvestitionen des Euroraums insgesamt, bei dem ähnliche Investitionsbedingungen unterstellt werden können. Hier zeigt sich deutlich, dass es einen kräftigen Abfluss an Portfolioinvestitionen gibt (Grafik 13), der eine hohe Korrelation mit dem EUR/USD-Kurs aufweist. Unsere Währungsstrategen sehen das demografisch bedingt hohe deutsche Sparaufkommen in Zusammenspiel mit dem Abbau der hohen Auslandsverschuldung einiger südeuropäischer Staaten neben dem Zinsargument als einen der Haupttreiber der erwarteten EUR-Schwäche.<sup>8</sup> Sie sehen den EUR/USD-Wechselkurs Ende 2015 bei Parität mit einer weiteren Abwertung in den beiden Folgejahren. Trotz der nicht ganz eindeutigen Evidenz

<sup>5</sup> Hooper, Peter et al (2015). Gewinner und Verlierer der Dollar-Aufwertung. Globaler Ausblick. 08.04.2015. Deutsche Bank Research.

<sup>6</sup> Portfolioinvestitionen umfassen Aktien, Investmentfonds sowie Schuldverschreibungen.

<sup>7</sup> Laut Bundesbank: „Regionale Zuordnung beim Erwerb ausländischer Wertpapiere durch Inländer nach dem Land des Schuldners (Emittenten)“.

<sup>8</sup> Saravelos, George und Robin Winkler (2014). Euroglut Revisited: The German saver. Special Report. 09.12.2014. Deutsche Bank Markets Research.

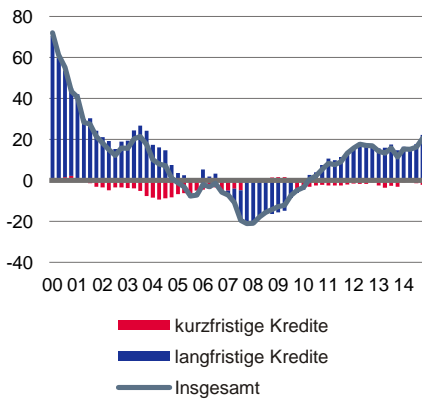


## Ausblick Deutschland

### Steigende Verschuldung in 2014

14

Neuverschuldung, EUR Mrd., 4Q-Summe

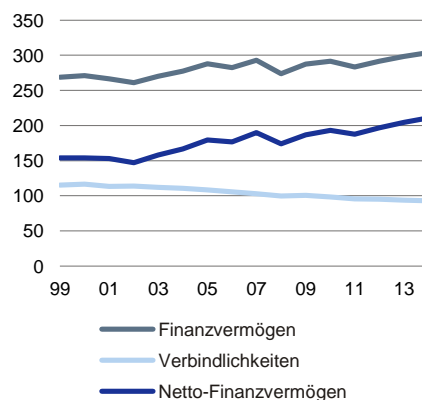


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

### Netto-Finanzvermögen stieg kräftig

15

% der verfügbaren Einkommen

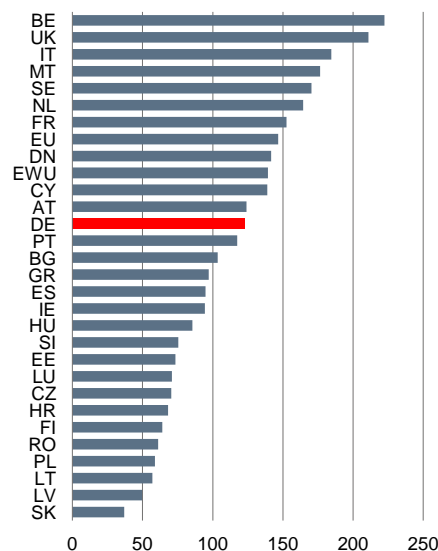


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

### Netto-Finanzvermögen: Deutschland im oberen Mittelfeld

16

Netto-Finanzvermögen, % BIP, 2013



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

für Deutschland erscheinen uns die Argumente für eine vermehrte Anlage im Nicht-Euroraum plausibel.

### ... und Kreditnachfrage für Immobilien nach oben ...

Die Daten zum Geldvermögen der deutschen Haushalte zeigen darüber hinaus, dass die niedrigen Zinsen wieder vermehrt Anreize zur Kreditaufnahme setzen. Insbesondere der Immobilienerwerb dürfte diese Entwicklung getrieben haben. Im letzten Jahr betrug die Neuverschuldung EUR 20,5 Mrd., was der höchste Wert seit 2001 ist. Gerade zum Ende des Jahres hat sich die Kreditaufnahme beschleunigt, wobei die Neuverschuldung im zweiten Halbjahr höher war als in jedem einzelnen der zehn vorangegangenen Gesamtjahre. Vor allem langfristige Kredite wurden aufgenommen (EUR 22,2 Mrd.), die überwiegend zur Finanzierung von Immobilien dienen. Nicht zuletzt der anhaltende Rückgang bei den Hypothekenzinsen dürfte eine Rolle gespielt haben. Zuletzt sind die durchschnittlich fälligen Zinsen für Hypotheken mit 5-10-jähriger und über 10-jähriger Zinsbindung auf unter 2% gefallen. Kurzfristige Kredite wurden 2014 weiter abgebaut (EUR -2,2 Mrd.).

Das Potenzial für einen anhaltenden Schuldenaufbau ist eindeutig vorhanden. Deutsche Immobilienpreise sind trotz der kräftigen Anstiege der letzten Jahre im historischen, internationalen und im Vergleich zur Einkommenssituation noch günstig (freilich bei massiven regionalen und individuellen Unterschieden). Darüber hinaus dürften sie auf mittlere Sicht preiswert bleiben. Das Potenzial ist allerdings durch die deutsche Demografie begrenzt. Ältere Haushalte, die einen zunehmenden Anteil an der Gesamtbevölkerung ausmachen, haben abgesehen vom Vererbungsmotiv wenige Anreize für einen Immobilienkauf.

Zudem muss die Verschuldungsaufnahme relativiert werden. Erstens dient sie dem Aufbau von Sachvermögen. Zweitens ist die Verschuldung in Relation zum BIP bzw. der verfügbaren Einkommen 2014 weiter gefallen. Nachdem die Verschuldung der privaten Haushalte Anfang der 2000er Jahre noch über 115% ihres verfügbaren Einkommens betrug, ist dieses Verhältnis seitdem stetig gesunken und betrug 2014 93%. Im europäischen Vergleich ist dies eine unterdurchschnittliche Verschuldungsquote (2013: EWU 66% des BIP; DE: 56%).

### ... Netto-Vermögen trotzdem weiter steigend

Aufgrund des anhaltend kräftigen Geldvermögensaufbaus und der verbuchten Bewertungsgewinne ist das Netto-Finanzvermögen trotz leicht steigender Schulden weiter angestiegen. In Relation zum verfügbaren Einkommen erreichte es knapp 211%. Anfang der 2000er Jahre lag der Wert noch bei gut 150% der verfügbaren Einkommen. Auch bei dieser Betrachtung stehen deutsche Haushalte im europäischen Vergleich etwas besser da als der Durchschnitt.

Aus konjunktureller Sicht stützt die äußert komfortable Vermögenssituation der deutschen Privathaushalte unserer Erwartung, dass der private Konsum 2015 einen kräftigen Schub erhält. Im Gegensatz zur Lage in vielen Südeuropäischen Ländern können die steigenden Einkommen weitgehend konsumiert werden. Wir erwarten eine leicht sinkende deutsche Sparquote. Aus struktureller Sicht macht die weiter verbesserte Vermögenssituation Mut mit Blick auf die künftige demografische Herausforderung.

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

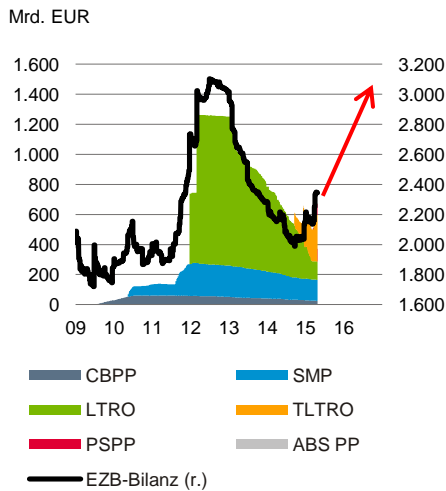




## EZB QE: Perfekter Start – keine Kursänderung

Unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen der EZB

1

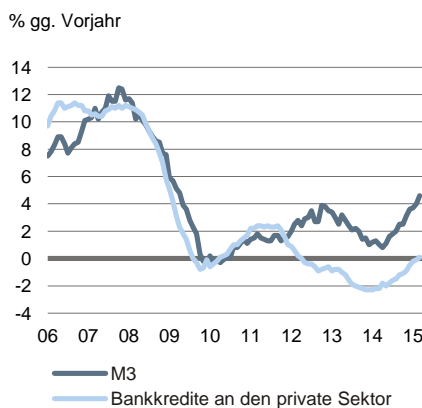


Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

- Das QE-Programm der EZB hatte einen nahezu perfekten Start. Die Erfolgsaussichten dürften auch – nicht zuletzt dank der gesunkenen Ölpreise – durch die verbesserte konjunkturelle Entwicklung in der Eurozone begünstigt werden.
- Mittlerweile zeigen sich neben dem Wechselkurskanal auch bei anderen Transmissionskanälen positive Impulse. Insbesondere bei den Inflationserwartungen – dem ultimativen Erfolgsmaßstab für QE – beginnt sich eine Normalisierung abzuzeichnen.
- Die derzeit günstigen Erfolgsaussichten für QE hängen allerdings von dessen voller Implementierung ab. Ein frühes Zurückführen der monatlichen Käufe von 60 Mrd. EUR (tapern) ist deshalb von EZB-Präsident Draghi ausgeschlossen worden. Wir erwarten eine erste umfassende Evaluierung des QE-Programmes durch die EZB nicht vor Frühjahr 2016. Die Renditen für deutsche Staatsanleihen lagen zwischenzeitlich bis zu Laufzeiten von 4 Jahren unter  $-0,2\%$  und konnten daher von der Bundesbank nicht im Rahmen von QE erworben werden. Sollten mittelfristig auch die Renditen für längere Laufzeiten unter  $-0,2\%$  fallen, könnte die Bundesbank Probleme bekommen, ihren monatlichen Anteil von 11 Mrd. EUR zu erfüllen.

EWU: Geldmenge und Kredit

2



Quelle: EZB

Aus Sicht der EZB hätten die ersten Monate ihres QE-Programms nicht besser verlaufen können. Nachdem bereits zunehmende Spekulation über ein derartiges Programm Ende letzten Jahres zu einer deutlichen Schwächung des Euro geführt hatten, sorgte die Ausgestaltung des Programms – insbesondere das über den Erwartungen liegende Volumen und die lange, potenziell unbegrenzte Laufzeit – für weitere Impulse. Seit dem Start des Programms am 9. März hat die EZB mittlerweile Staatsanleihen im Wert von 85 Mrd. EUR sowie 17,4 Mrd. an Covered Bonds und 2,1 Mrd. an ABS gekauft. In diesem Zeitraum sind die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in Deutschland von  $0,31\%$  auf bis zu  $0,075\%$  gefallen. Die Renditen sind allerdings jüngst aufgrund der deutlichen Korrektur an den Anleihemärkten wieder auf ihr Ausgangsniveau geklettert. In den südeuropäischen Ländern sind die Renditen zwar leicht gestiegen, dies dürfte aber mit den deutlichen Renditerückgängen im Vorfeld von QE und der vergleichsweise regen Emissionstätigkeit dieser Länder zusammenhängen.

Überdies hatte die EZB beim Timing von QE wohl eine glückliche Hand. So hatte die Konjunktur in der Eurozone nicht zuletzt dank des Rückgangs der Ölpreise bereits im Schlussquartal 2014 wieder leicht an Schwung gewonnen und dürfte angesichts der Erholung der Vertrauensindikatoren im ersten Quartal 2015 wohl weiter zugelegt haben.

PMI: Exportaufträge ziehen an

3



Quelle: Markit

### Impulse in verschiedenen Transmissionskanälen erkennbar

Mittlerweile mehren sich die Anzeichen, dass QE – wie beabsichtigt – über die verschiedenen Transmissionskanäle wirkt.

Der Rückgang des Außenwerts des Euros, der bereits Mitte letzten Jahres einsetzte, hat sich ungeachtet der jüngsten leichten Korrektur seit dem Jahreswechsel beschleunigt. Trotz der anhaltenden Schwäche des Welthandels zeigt sich bei der Einschätzung der Exportnachfrage (PMI) seit Jahresbeginn ein Aufwärtstrend, der allerdings im April unterbrochen wurde.

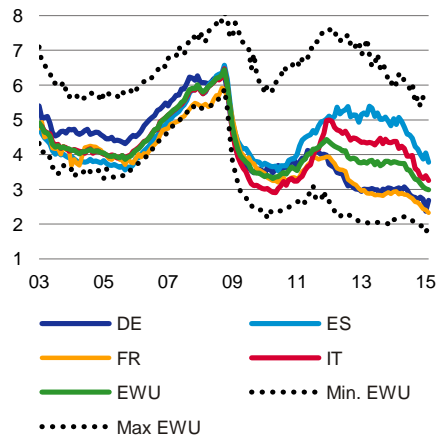
Die Kreditzinsen für Unternehmen sind deutlich gesunken. Die Kreditvergabe an den privaten Sektor ist im März erstmals wieder leicht gestiegen ( $0,1\%$  gg. Vj. nach  $-0,1\%$ ). Korrigiert um Kreditverkäufe und Verbriefung lag der Zuwachs bei  $0,8\%$ . Im jüngsten Bank Lending Survey der EZB berichten die Banken über eine Zunahme der Kreditnachfrage von Unternehmen und Verbrauchern sowie



## Ausblick Deutschland

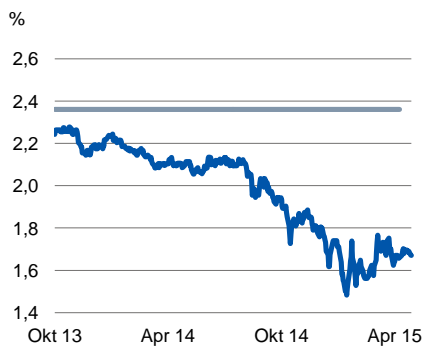
### EWU: Zinsen für Kredite < € 1 Mio. 4

%, Neugeschäft, nicht-finanzielle Unternehmen



Quelle: EZB

### Inflationserwartungen (5Y/5Y Swap) 5



Quelle: Thomson Reuters

### Inflationserwartungen 6

Renditedifferenz nominaler und inflationsgeschützter Bundesanleihen (10J), %



Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank Research

für den Wohnungsbau im ersten Quartal und erwarten für das laufende Quartal eine deutlichere Belebung der Nachfrage in allen drei Bereichen.

Auf der letzten Pressekonferenz der EZB hat Präsident Draghi noch einmal herausgestellt, dass das ultimative Ziel von QE eine Normalisierung der Inflationserwartungen in der mittleren Frist ist und damit die Inflationserwartungen – ungeachtet der Mess- und Interpretationsprobleme der verschiedenen Konzepte – das Maß für den Erfolg von QE darstellen. Hier zeigt sich bei den unterschiedlichen Maßen bereits eine Stabilisierung und teilweise sind sogar Ansätze einer Normalisierung erkennbar. So haben sich die aus den 5J/5J-Swaps abgeleiteten Inflationserwartungen seit ihrem Tiefststand Mitte Januar von knapp 1,5% auf knapp 1,7 % erhöht.

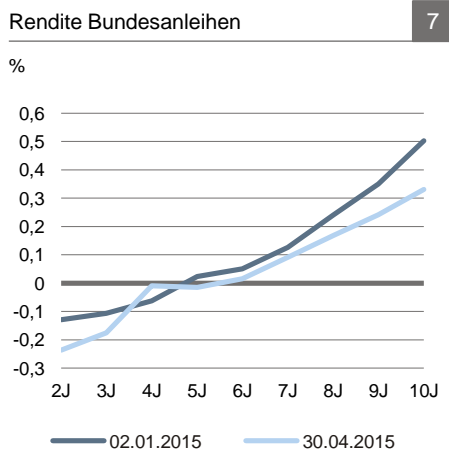
Im gleichen Zeitraum stiegen die aus der Differenz von nominalen und realen Renditen zehnjähriger deutscher Staatsanleihen errechneten Inflationserwartungen von -0,75% auf gut ein Prozent. Die von der EZB im Rahmen der Umfrage unter professionellen Prognostikern erhobenen Inflationserwartungen für 2016 und 2017 sind jeweils um 0,1 Prozentpunkte (auf 1,2% bzw. 1,6 %) gegenüber der letzten Umfrage im ersten Quartal 2015 gestiegen. Die mittelfristigen Inflationserwartungen, bei denen der Rückgang deutlich weniger ausgeprägt war als bei den marktbasierenden Indikatoren, lagen gerundet bei unverändert 1,8 %, stiegen aber leicht in der zweiten Nachkommastelle. Auch die aus Forward-Swapzinsen abgeleiteten erwarteten kurzfristigeren Inflationsraten haben sich im Vergleich zu 2014 deutlich erholt, wie EZB-Präsident Draghi auf der letzten Pressekonferenz betonte. Auch bei der tatsächlichen Inflationsentwicklung zeigt sich mittlerweile eine Trendwende. Nicht zuletzt dank der Stabilisierung des Ölpreises ist die Inflationsrate in der Eurozone von -0,6% gg. Vorjahr im Januar auf 0,0% im April gestiegen.

Die Normalisierung der Inflationserwartungen ist ebenfalls mit Blick auf den Zinskanal von entscheidender Bedeutung. Trotz der negativen Zinsen am Geldmarkt oder für Staatsanleihen ist es schwer vorstellbar, dass die EZB den Marktzins für Kredite unter 0 % drücken könnte (Nullzinsschranke). Ist die Nullzinsschranke erreicht, führt ein Rückgang der Inflationserwartungen automatisch zu einem Anstieg des Realzinses, der letztlich für Kreditentscheidungen relevanten Größe. Ein eigentlich von der Notenbank beabsichtigter geldpolitischer Impuls wird dadurch zum Teil ausgehebelt. Die in den letzten Monaten einsetzende Erholung der Inflationserwartungen sollte dagegen zusammen mit dem Rückgang der nominalen Kreditzinsen zu einem deutlichen monetären Impuls durch niedrigere Realzinsen geführt haben.

Auch ist es der EZB gelungen, die Markterwartungen durch QE dahingehend zu verfestigen, dass die Leitzinsen der EZB auch über einen mittelfristigen Zeitraum sehr niedrig bleiben werden (Forward guidance). Die aus dem 3M-Future-Kontrakten abgeleiteten Zinserwartungen für September 2017 haben sich seit dem Start von QE von 0,12% auf zuletzt 0,04% reduziert.

## Diskussion über Reduktion des Kaufprogramms im Keim erstickt

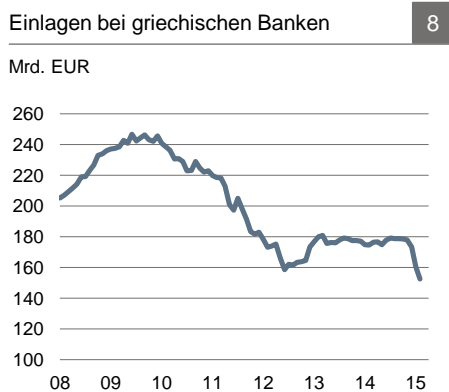
Diese insgesamt wohl über den Erwartungen liegenden Effekte haben im Vorfeld der letzten Sitzung sogar zu ersten Diskussionen über eine vorzeitige Reduktion oder zeitliche Kürzung des QE-Programms geführt. Wie zu erwarten hat Draghi diesen Diskussionen eine klare Absage erteilt. In der Tat dürften die hier beschriebenen Effekte, deren Wirkung auf die Realwirtschaft bestenfalls ansatzweise eingetreten ist, auf der Annahme basieren, dass das Programm wie angekündigt bis mindestens September 2016 fortgeführt wird. Angesichts der erheblichen Unsicherheiten und Zeitverzögerungen bezüglich der verschiedenen Wirkungskanäle dürfte die EZB wohl nicht vor Frühjahr 2016 in der Lage sein, eine belastbare Evaluierung von QE vorzunehmen.



Quelle: Reuters

## Draghi sieht derzeit keine Knappheit von Anleihen

EZB-Präsident Draghi hat in der letzten Pressekonferenz Marktspekulationen, dass der Deutschen Bundesbank auf mittlere Sicht nicht genügend Material für monatliche Käufe von 11 Mrd. EUR (entsprechend dem Kapitalanteil Deutschlands an der EZB) zur Verfügung stehen könnte, als wenig begründet dargestellt. Allerdings ist das Angebot von deutschen Staatsanleihen aufgrund fehlender Netto-Neuemissionen des Bundes (dank der Haushaltsüberschüsse) und der Wiederanlageprobleme potentieller Verkäufer begrenzt. Hinzu kommt, dass aufgrund der von der EZB für QE-Käufe bestimmten Mindestverzinsung in Höhe des Einlagezinssatzes von -0,2% deutsche Staatsanleihen mit einer Laufzeit bis zu vier Jahren, die zwischenzeitlich unter -0,2 % rentierten, nicht mehr von der Bundesbank gekauft werden konnten. Unsere Anleihestrategen kommen daher zu dem Schluss, dass – falls in den nächsten Monaten auch Renditen von Anleihen mit einer Restvorlaufzeit von bis zu sieben Jahren unter -0,2 % fallen sollten – die Bundesbank in der Tat Probleme bekommen könnte. Eine weitere Absenkung des Einlagezinssatzes als Reaktion auf eine solche Entwicklung hat Draghi auf der letzten EZB-Pressekonferenz ausgeschlossen. Allerdings dürfte in einem derartigen Szenario die EZB ihre Käufe auf andere Anlageklassen, beispielsweise Unternehmensanleihen, ausweiten oder einen Teil der eigentlich durch die Bundesbank zu tätigen Käufe an andere Zentralbanken weitergeben. Damit würde sich dann wohl eine Verschiebung des monatlichen Volumens von 60 Mrd. EUR hin zu höher verschuldeten Peripherieländern ergeben.



Quelle: Thomson Reuters

## Restriktivere Vergabe von ELA-Krediten in Griechenland?

Mit Blick auf Griechenland sieht die EZB weiter die griechische Regierung in der Pflicht und wird im Rahmen ihrer Regeln die Finanzierung des griechischen Bankensystems sicherstellen. Allerdings zeigen Äußerungen bezüglich möglicher höherer Abschläge bei den im Rahmen von ELA-Krediten zu hinterlegenden Sicherheiten, dass die Geduld der EZB begrenzt ist. Da die griechischen Banken sich nicht mehr durch Hinterlegung von griechischen Staatsanleihen im Rahmen der normalen Refinanzierungsgeschäfte bei der EZB Liquidität verschaffen können und die Einlagen mittlerweile den niedrigsten Stand seit 10 Jahren erreicht haben, sind sie auf Notkredite seitens der griechischen Nationalbank (Emergency Lending Assistance) angewiesen. Dabei liegt das Risiko einzig bei der griechischen Nationalbank; diese muss sich aber den ELA-Rahmen durch die EZB genehmigen lassen. Dieser wurde in den letzten Monaten sukzessive auf zuletzt 76,9 Mrd. erhöht. Würde die EZB deutlich höhere Abschläge verlangen, so könnten einer weiteren Erhöhung des ELA-Volumens enge Grenzen aufgrund mangelnder Sicherheiten gesetzt werden. Dies wäre ein deutliches Signal, dass die EZB nicht länger bereit ist, mangelnde Fortschritte bei den Verhandlungen über das griechische Rettungspaket zu alimentieren. Zuletzt gab es etwas konstruktivere Signale seitens der griechischen Regierung, wie zum Beispiel die personellen Veränderungen bei den griechischen Unterhändlern oder Äußerungen von Premierminister Tsipras, sich eventuell durch ein Referendum die Zustimmung der griechischen Bevölkerung für Zugeständnisse, die im Widerspruch zu seinen Wahlversprechen stehen, zu holen. Dies dürfte wohl eine weiter abwartende Haltung der EZB begünstigen.

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



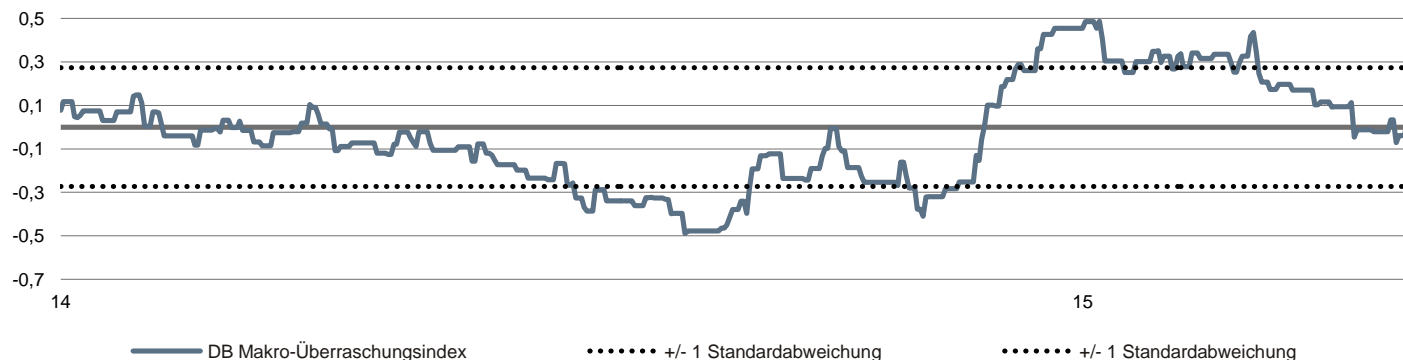
## Ausblick Deutschland

### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Der DB Makro-Überraschungsindex vergleicht den Wert der veröffentlichten Konjunkturdaten mit den Markterwartungen und liefert damit Hinweise über die Richtung künftiger Prognoseanpassungen.<sup>9</sup>

#### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen



Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

#### Letzte 20 veröffentlichte deutsche Konjunkturdaten

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	1 2015	09.03.15	15,9	16,5	-0,6	-0,6	0,3
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	2 2015	12.03.15	0,1	0,1	0,0	0,3	0,3
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	3 2015	17.03.15	55,1	52,0	3,1	0,3	0,7
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	3 2015	17.03.15	54,8	59,4	-4,6	-0,5	0,3
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	3 2015	25.03.15	107,9	107,3	0,6	0,3	0,6
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	2 2015	27.03.15	-3,0	-3,9	0,9	1,0	1,0
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	2 2015	31.03.15	-0,1	-0,7	0,6	0,7	0,8
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	3 2015	31.03.15	-14,0	-12,0	2,0	-0,1	0,5
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	3 2015	01.04.15	52,8	52,4	0,4	0,4	0,8
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	3 2015	07.04.15	55,4	55,3	0,1	0,2	0,6
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	2 2015	08.04.15	-0,9	1,5	-2,4	-1,1	0,1
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	2 2015	09.04.15	0,2	0,1	0,1	0,1	0,6
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	2 2015	09.04.15	16,6	17,5	-0,9	-0,6	0,2
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	3 2015	15.04.15	0,3	0,3	0,0	0,3	0,3
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	4 2015	21.04.15	70,2	56,5	13,7	1,8	1,0
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	4 2015	21.04.15	53,3	55,3	-2,0	-0,2	0,4
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	4 2015	23.04.15	51,9	53,0	-1,1	-1,1	0,1
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	4 2015	23.04.15	54,4	55,5	-1,1	-1,1	0,1
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	4 2015	24.04.15	108,6	108,4	0,2	0,0	0,5
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	3 2015	27.04.15	-1,4	-2,0	0,6	0,8	0,9

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

<sup>9</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



## Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
5.-7. Mai	Arbeitskreis Steuerschätzung, Saarbrücken	Angesichts erhöhter BIP-Prognose der Bundesregierung dürften die für 2015 (bislang EUR 660 Mrd.) bis 2019 erwarteten Steuereinnahmen deutlich höher angesetzt werden als im letzten Herbst.
10. Mai	Bürgerschaftswahl in Bremen	Es wird eine klare Bestätigung der deutlichen Mehrheit der rot-grünen Koalition erwartet.
11.-12. Mai	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Lage im Eurogebiet - Frühjahrsprognose der Kommission, Inflations- und Wechselkursentwicklung, Wachstum und Beschäftigung - Implementierung der Empfehlungen für das Eurogebiet.
27. Mai	G7-Finanzminister und Notenbankgouverneure, Dresden	Internationale Finanzmarktarchitektur, Stärkung des internationalen Handels, (möglicherweise) Lage in Ukraine u.a.
3. Juni	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Der EZB-Rat ist fest überzeugt vom laufenden Programm der Anleihekäufe im Volumen von EUR 60 Mrd. pro Monat bis September 2016 und möglicherweise darüber hinaus.
16. Juni	Europäischer Gerichtshof (EuGH), Luxemburg	Urteil über (Legalität des) OMT-Programm(s) der EZB. Urteil ist für Bundesverfassungsgericht (BVerfG) in anhängigen Klagen gegen OMT grundsätzlich bindend. EuGH dürfte feststellen, dass OMT mit Europäischen Verträgen vereinbar ist. Offen ist, ob BVerfG sich an Einschätzung des EuGH hält. Selbst wenn OMT in seiner Wirkung begrenzt würde, dürfte EZB über QE die Staatsanleihen-Märkte weiterhin stabilisieren.
18./19. Juni	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Europäisches Semester: Länderspezifische Empfehlungen auf Basis der Stabilitäts- und Konvergenzprogramme (SCP), Griechenland, Agenda der Eurogruppe für H2 2015 u.a.
25./26. Juni	Europäischer Rat, Brüssel	Debatte über künftige Ausrichtung der Eurozone auf Grundlage des sog. Four Presidents' Report, der im Vorfeld des Gipfels veröffentlicht wird; sowie Außen- und Sicherheitspolitische Strategie der EU und möglicherweise Lage in Griechenland u.a.

Quelle: Deutsche Bank Research

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

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



## Ausblick Deutschland

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
7. Mai 2015	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	März	2,0	-0,9
8. Mai 2015	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	März	0,4	0,2
8. Mai 2015	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	März	-	20,0
8. Mai 2015	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	März	-	1,4 (5,0)
8. Mai 2015	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	März	-	1,3 (0,9)
13. Mai 2015	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q1 2015	0,8	0,7
21. Mai 2015	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Mai	51,9	51,9
22. Mai 2015	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Mai	54,4	54,4
22. Mai 2015	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Mai	108,2 (0,0)	108,6 (0,0)
29. Mai 2015	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	April	-	1,0 (-1,4)
1. Juni 2015	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Mai	-	0,5

Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt, Bundesagentur für Arbeit, ifo, Markit

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,120	0,10	0,05	0,50	-1,25	-0,25	0,05	1,25	1,50	1,95	0,05
Jun 15	0,125	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,25	0,05	1,25	1,50	1,85	0,05
Sep 15	0,500	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,25	0,05	1,25	1,50	1,85	0,05
Dez 15	0,750	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,25	0,05	1,25	1,50	1,85	0,05
<b>3M Geldmarktsatz, %</b>											
Aktuell	0,35	0,15	0,02	0,57							
Jun 15	0,75	0,15	0,00	0,59							
Sep 15	1,30	0,15	0,00	0,59							
Dez 15	1,35	0,15	-0,10	0,60							
<b>Rendite 10J Staatsanleihen, %</b>											
Aktuell	2,00	0,33	0,22	1,58							
Jun 15	2,50	0,50	0,30	1,60							
Sep 15	-	0,55	0,40	1,80							
Dez 15	2,65	0,60	0,40	2,00							

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,09	119,30	0,74	0,67	1,05	9,26	7,47	8,60	4,07	299,65	27,38
Jun 15	1,04	121,00	0,71	1,47	1,07	9,00	7,46	9,00	4,08	310,50	27,50
Sep 15	1,02	123,00	0,71	1,43	1,09	9,00	7,46	9,00	4,03	311,00	27,50
Dez 15	1,00	125,00	0,74	1,36	1,10	8,90	7,46	8,90	4,08	315,00	27,50

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

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

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



## Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Nov 2014	Dez 2014	Jan 2015	Feb 2015	Mrz 2015	Apr 2015
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	110,8	110,0	106,7	104,6	107,2	104,7	105,5	106,8	106,8	107,9	108,6
ifo Geschäftserwartungen	107,4	105,5	101,9	100,3	102,8	100,3	101,3	102,0	102,5	103,9	103,5
PMI Composite	55,4	55,2	54,5	52,5	54,2	51,7	52,0	53,5	53,8	55,4	54,2
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	106,9	106,2	102,8	99,8	102,8	99,6	101,1	102,2	102,3	103,8	104,6
Produktion (% gg. Vp.)	1,0	-1,0	-0,2	0,7		0,1	1,0	-0,4	0,2		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	0,5	-1,1	1,3	1,3		-2,2	3,3	-2,6	-0,9		
Grad der Kapazitätsauslastung	84,0	84,0	83,8	84,1	84,5						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	5,7	-4,7	-0,1	1,3		0,7	1,2	2,0	-3,4		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	0,8	-4,5	-2,4	-0,1		0,3	1,0	9,8	-1,6		
ifo Bauhauptgewerbe	122,8	119,8	120,4	120,4	118,8	120,7	119,6	119,3	119,2	117,9	119,4
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	0,3	4,3	1,0	-1,2	1,0	-1,6	-1,4	0,0	-0,1	3,2	3,3
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	1,5	0,0	0,0	1,7	0,8	0,9	0,8	0,9	-0,1	-2,3	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	2,8	-0,3	4,1	2,7	6,4	-1,8	6,7	2,6	6,6	9,0	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-0,5	-1,0	3,4	0,9		-0,7	3,0	-3,2	-1,6		
Exporte (% gg. Vp.)	0,5	0,5	2,4	1,4		-1,5	2,8	-2,1	1,4		
Importe (% gg. Vp.)	1,6	-0,9	0,6	0,5		1,1	-0,7	-0,2	1,3		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	48,6	52,2	57,5	60,3		18,3	21,5	19,7	20,0		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,8	6,7	6,7	6,6	6,5	6,6	6,5	6,5	6,5	6,4	6,4
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-38,9	-19,9	-0,7	-37,5	-47,9	-15,1	-24,8	-8,8	-19,5	-13,9	-8,3
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,7	0,9	0,8	0,9	0,7	0,9	0,9	0,8	0,6	0,6	
ifo Beschäftigungsbarometer	107,6	106,8	106,5	106,3	107,7	105,2	106,7	108,1	106,9	108,1	108,1
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,0	0,9	0,8	0,4	-0,2	0,5	0,1	-0,5	-0,1	0,1	0,3
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,1	1,1	1,2	1,1	0,9	0,9	1,2	0,8	1,0	0,9	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-1,0	-0,8	-0,8	-1,2	-2,0	-0,9	-1,7	-2,2	-2,1	-1,7	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-11,1	-4,9	-1,8	0,9	2,3	1,7	0,1	2,3	1,4	3,4	
Ölpreis (USD)	108,2	109,7	102,0	76,4		78,8	63,1	49,7	58,9		
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	22,0	16,9	13,4	8,6	0,5	8,5	6,2	0,5	-0,7	1,7	2,1
EC Unternehmensumfrage	5,6	2,3	4,2	2,1	-0,4	3,2	-1,5	-1,2	-0,1	0,1	0,4
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	0,8	2,0	2,0	1,7							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,8	2,5	2,5	2,3							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	0,8	2,3	2,1	1,6							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	3,8	4,5	4,7	4,7	7,1	5,1	4,7	5,9	6,3	7,1	
Trend von M3*						4,6	5,2	5,6	6,4		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	-3,6	-3,5	1,4	1,7		1,5	1,7	2,1	2,5		
Kredite an öffentliche Haushalte	-1,5	9,7	5,9	12,6		3,6	12,6	19,0	15,5		

% gg. VP = Veränderung gegenüber der Vorperiode; \* zentrierter 3M-Durchschnitt

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



## Ausblick Deutschland

Im Ausblick Deutschland aus der Reihe Aktuelle Themen/Konjunktur werden volkswirtschaftliche und wirtschaftspolitische Themen zu Deutschland behandelt. Jede Ausgabe enthält zudem Übersichtstabellen zu finanz- und wirtschaftspolitischen Terminen sowie einen detaillierten Datenmonitor zu deutschen Wirtschaftsindikatoren. Die Ausgabe erscheint monatlich.

- ▶ **Kräftiger Gegenwind für deutsche Exportwirtschaft trotz Euroabwertung** ..... 30. März 2015
- ▶ **Höheres Wachstum und Löhne, Sparer weiter vorsichtig** ..... 2. März 2015
- ▶ **Deutsches BIP nach Öl, EUR und EZB** ..... 2. Februar 2015
- ▶ **2015: Konjunkturerholung mit Risiken** ..... 6. Januar 2015
- ▶ **Strukturelle Verlangsamung des Welthandels belastet deutsches BIP-Wachstum** ..... 2. Dezember 2014
- ▶ **Weitere Enttäuschungen** ..... 5. November 2014
- ▶ **Risiken nehmen zu** ..... 30. September 2014
- ▶ **Ice bucket challenge und strukturelle Investitionslücke** ..... 2. September 2014
- ▶ **Nur schwache Konjunkturerholung in H2** ..... 4. August 2014
- ▶ **Solides Wachstum, wenig Inflation (trotz EZB)** ..... 30. Juni 2014

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite [www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de). Dort können Sie sich auch als regelmäßiger Empfänger unserer Publikationen per E-Mail eintragen.

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

Schneller via E-Mail:  
[marketing.dbr@db.com](mailto:marketing.dbr@db.com)

© Copyright 2015. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank 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 zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Limited, Tokyo Branch, genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg