



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	1,5	1,6	0,4	0,1	1,0	2,4	2,8	2,5	-2,6	-2,1	-1,9
Deutschland	1,6	1,7	1,9	0,9	0,3	1,3	7,4	8,3	8,2	0,3	0,3	0,0
Frankreich	0,2	1,1	1,4	0,6	0,1	0,8	-0,9	-0,3	-0,7	-3,9	-3,8	-3,5
Italien	-0,4	0,8	1,5	0,2	0,1	0,9	1,9	2,2	2,7	-3,0	-2,7	-2,4
Spanien	1,4	3,2	2,8	-0,2	-0,6	0,9	1,0	1,3	1,2	-5,9	-4,6	-3,5
Niederlande	1,0	1,9	1,4	0,3	0,3	1,1	10,6	11,0	11,1	-2,4	-2,0	-1,9
Belgien	1,3	1,3	1,4	0,5	0,6	1,6	0,1	1,5	1,5	-3,1	-2,7	-2,6
Österreich	0,5	0,8	1,4	1,5	0,9	1,7	2,0	1,7	2,3	-2,7	-1,8	-1,7
Finnland	-0,4	0,2	0,9	1,2	-0,1	1,1	-0,9	1,0	0,8	-3,3	-3,2	-3,1
Griechenland	0,7	-0,5	-0,8	-1,4	-0,8	1,3	-2,1	-1,0	-1,5	-3,6	-3,3	-2,2
Portugal	0,9	1,7	1,7	-0,2	0,5	1,2	0,6	0,8	0,7	-7,2	-3,1	-2,6
Irland	5,2	5,2	3,5	0,3	0,1	1,6	3,6	5,0	4,5	-3,9	-2,1	-1,8
Großbritannien	2,9	2,6	2,5	1,5	0,1	1,3	-3,2	-4,5	-4,0	-4,5	-3,7	-2,1
Dänemark	1,1	1,7	1,9	0,6	0,6	1,5	6,3	6,5	6,0	-1,0	-1,5	-2,0
Norwegen	2,3	1,3	1,5	2,0	2,1	2,5	9,4	7,5	7,0	9,1	7,5	7,0
Schweden	2,4	3,2	2,7	-0,2	0,2	1,5	6,2	6,5	6,0	-1,9	-1,0	-0,5
Schweiz	1,9	1,0	1,3	0,0	-1,0	-0,3	7,3	7,0	6,5	0,2	0,0	-0,5
Tschech. Rep.	2,0	4,2	3,0	0,4	0,5	1,5	0,6	0,3	0,0	-1,9	-1,8	-1,6
Ungarn	3,6	2,7	2,4	-0,2	0,1	2,2	4,0	3,1	3,3	-2,6	-2,7	-2,4
Polen	3,4	3,4	3,5	0,0	-0,7	1,4	-1,4	-1,7	-1,8	-3,2	-2,9	-2,7
USA	2,4	2,4	2,5	1,6	0,2	2,1	-2,6	-3,1	-3,7	-2,8	-2,7	-2,4
Japan	-0,1	0,6	1,1	2,7	0,8	0,8	0,5	3,4	3,3	-5,9	-5,3	-4,5
China	7,3	7,0	6,7	2,0	1,7	2,7	3,1	3,4	3,3	-2,1	-3,7	-3,0
Welt	3,3	3,1	3,4	3,6	3,5	4,1						

*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				2015			
	2012	2013	2014	2015P	2016P	2012	2013	2014	2015P	2016P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3P	Q4P
BIP	0,4	0,3	1,6	1,7	1,9	0,7	-0,1	0,2	0,6	0,3	0,4	0,4	0,3					
Privater Konsum	1,0	0,6	0,9	2,0	1,8	0,3	-0,1	0,6	1,0	0,4	0,2	0,7	0,3					
Staatsausgaben	1,3	0,8	1,7	1,8	0,4	0,4	0,6	0,6	0,5	0,6	0,3	0,3	0,2					
Anlageinvestitionen	-0,4	-1,3	3,5	2,6	1,9	2,4	-1,5	-0,7	1,3	1,7	-0,4	0,6	0,5					
Ausrüstungen	-2,6	-2,3	4,5	4,3	2,0	-0,2	0,9	-1,9	2,6	1,9	0,1	0,3	0,4					
Bau	0,5	-1,1	2,9	1,5	2,4	4,4	-3,8	-0,4	0,6	1,8	-1,2	1,0	0,9					
Lager, %-Punkte	-1,6	0,6	-0,3	-0,6	-0,1	0,0	0,4	-0,7	0,0	-0,1	-0,4	0,1	0,0					
Exporte	2,7	1,6	4,0	5,7	4,2	0,4	0,4	1,5	1,4	1,2	2,2	0,5	0,5					
Importe	-0,3	3,1	3,7	5,9	3,8	0,6	0,9	0,4	2,3	1,9	0,8	1,2	0,7					
Nettoexport, %-Punkte	1,4	-0,5	0,4	0,4	0,3	0,0	-0,2	0,5	-0,3	-0,2	0,8	-0,3	0,0					
Konsumentenpreise*	2,0	1,5	0,9	0,3	1,3	1,2	1,1	0,8	0,5	0,0	0,5	0,1	0,7					
Arbeitslosenquote, %	6,8	6,9	6,7	6,4	6,6	6,8	6,7	6,7	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5					
Industrieproduktion	-0,4	0,1	1,5	1,1	1,2													
Budgetsaldo, % BIP	-0,1	-0,1	0,3	0,3	0,0													
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	79,7	77,4	74,9	71,6	69,3													
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,8	6,4	7,4	8,3	8,2													
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	187	180	216	252	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

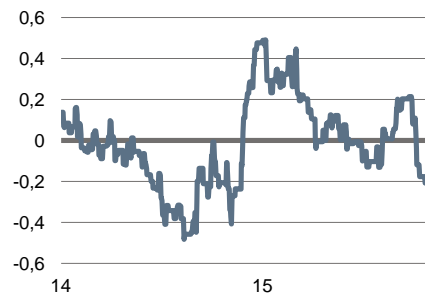


Binnenkonjunktur trotz negativen Überraschungen

DB Makro-Überraschungsindex

1

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen

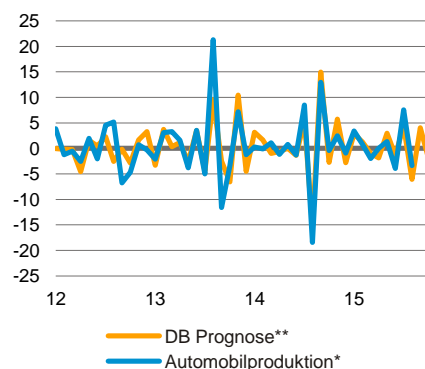


Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

- Seit unserem letzten Ausblick Deutschland wurden einige zum Teil enttäuschende Konjunkturdaten veröffentlicht, die Sorgen um die deutsche Konjunktur befeuerten. Zusätzliche Nahrung bekamen diese durch das „Dieselgate“ sowie anhaltende Diskussionen über die Konjunkturprobleme der Emerging Markets.
- Wir glauben nicht, dass dies Revisionen unserer BIP-Prognosen nötig macht. Die schwachen Daten aus der Industrie dürften wie im letzten Jahr durch Ferieneffekte spürbar überzeichnet worden sein. Allerdings besteht das Risiko, dass die Auslandsnachfrage noch hinter unserer vorsichtigen Schätzung zurückbleibt. Dies wird jedoch durch Aufwärtsrisiken bei der kräftigen Binnenkonjunktur ausgeglichen. So hat der Beschäftigungsaufbau zuletzt wieder an Tempo zugelegt.

Autoproduktion & DB Prognose

2



*Offizieller realer Produktionsindex; ** Basiert auf Anzahl produzierter Autos laut VDA und DB Saisonbereinigung

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research, VDA

Negative Überraschungen im Oktober

Seit unserer letzten Ausgabe des Ausblick Deutschland Anfang Oktober gab es an der Datenfront einige negative Überraschungen. Diese haben unseren DB Makro-Überraschungsindex (siehe Ende der Publikation) von einem moderat positiven Niveau aus wieder deutlich ins Negative gedrückt. Zuletzt war der Index auf dem tiefsten Stand seit Ende 2014. Steht unsere gerade erst bestätigte bzw. angehobene BIP-Prognose für 2015 bzw. 2016 damit schon wieder in Frage?

Die deutlich markanter als erwarteten Rückgänge der Industrieproduktion, des Auftragseingangs und der Exporte im August, die Anfang Oktober berichtet wurden, wurden vermutlich als Bestätigung der Sorgen um die Konjunktur vor allem in den Emerging Markets gesehen. Sie verstärkten die vermuteten Belastungen für die deutsche Industriekonjunktur, nachdem die Manipulationen von Volkswagen – das Dieselgate – bekannt geworden waren.

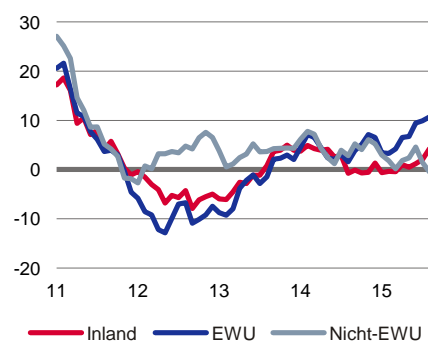
Allerdings spielten bei diesen Monatszahlen Ferieneffekte eine wichtige Rolle, was eine Gegenbewegung bei den Septemberdaten erwarten lässt. Im August 2015 hatten rd. 80% der deutschen Bundesländer/Bürger Schulferien. Das war deutlich mehr als im Schnitt der letzten Jahre 2008-2013 (70%) und die statistischen Saisonbereinigungsverfahren des Statistischen Bundesamtes korrigieren solche Effekte nicht. Schon im letzten Jahr sorgte die Lage der Schulferien (ebenfalls 80%) für enttäuschende Industriedaten im August und Konjunktursorgen, die dann von einer Gegenbewegung im September zurückgedrängt wurden.

Die Erwartung einer Gegenbewegung wird auch durch die vom VDA schon publizierten Zahlen zur Autoproduktion im September gestützt. Diese deuten darauf hin, dass der kräftige Produktionsrückgang im Autosektor von -3,4% gg. Vm. weitgehend ausgeglichen werden sollte. Daten des VDA für Oktober deuten auf einen leichten Rückgang der offiziellen Produktionsdaten hin, der allerdings im Rahmen der monatlichen Schwankungen bleiben sollte. Ebenso sollte beim Auftragseingang und den Exporten eine Gegenbewegung verzeichnet werden. Es gibt unseres Erachtens also keinen markanten Tempoverlust der Industriekonjunktur.

Kernaufträge aus Nicht-EWU Ausland deutlich abgeschwächt

3

Gesamtaufträge ohne sonst. Fahrzeugbau, % gg. Vj., gl. 3M-Schnitt



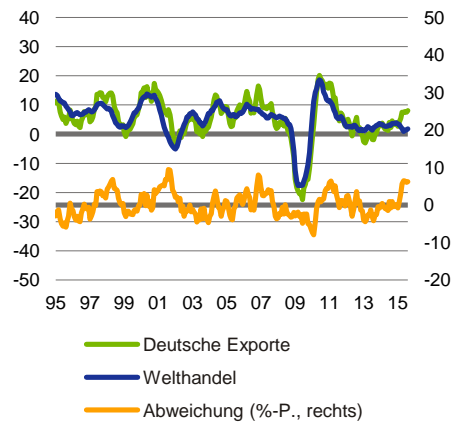
Quelle: Statistisches Bundesamt



Deutsche Exporte & Welthandel

4

% gg. Vj., gl. 3M-Schnitt



Quellen: Statistisches Bundesamt, CPB

Externe Risiken werden durch ...

Wir wollen die externen Risiken für die deutsche Industrie allerdings nicht klein reden. Insbesondere die Konjunktur außerhalb des Euroraums macht uns Sorgen und sollte zu einer Abschwächung des zuletzt hohen Exportwachstums führen. Dies hatten wir bei unserer vorsichtigen Exportprognose allerdings weitgehend unterstellt.

Die Auftragsdaten bestätigen dieses trübe Bild. Der Auftragseingang der deutschen Industrie aus Nicht-Euro-Staaten hat sich bspw. von noch 6% gg. Vj. Ende 2014 auf -0,5% im August verlangsamt. Dabei dürfte einerseits die Konjunkturabschwächung in Asien (China) und andererseits die Normalisierung der Nachfrage aus den USA eine Rolle spielen. Hier dürften die zum Teil wechselkursgetriebenen deutschen Exporterfolge auslaufen. Dagegen haben sich die Aufträge aus dem Inland und den anderen EWU-Staaten beschleunigt. Insgesamt sollte dies dafür sorgen, dass das deutsche Exportwachstum wieder mehr im Einklang mit dem Welthandelwachstum steht, das in realer Rechnung gerade einmal etwa 2% beträgt. Seit Anfang '15 hatte es eine Abkopplung gegeben.

Die fortgesetzte Abschwächung des Emerging Market PMIs auf Niveaus, die zuletzt 2009 erreicht wurden, deutet auf vorhandene Abwärtsrisiken für unsere Prognose hin. Auch die ifo-Exporterwartungen haben sich im Oktober weiter eingetrübt. Allerdings geht unser China-Ökonom weiter davon aus, dass sich die Konjunktur in China in Q4 fängt und danach in eine graduelle Verlangsamung übergeht.

... ausgeprägte inländische Stärke kompensiert

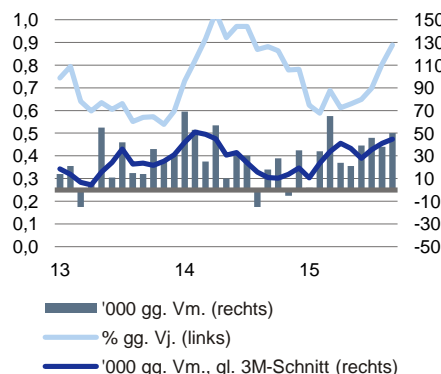
Im Gegensatz dazu haben sich die binnenwirtschaftlichen Aussichten seit unserer letzten Prognoserevision eher aufgehellt.

Das Beschäftigungswachstum hat sich in den letzten Monaten wieder beschleunigt, nachdem es in H2 2014 eine Schwächephase gab. Im September entstanden 50.000 neue Stellen. Dadurch verbesserte sich der Vorjahresvergleich auf +0,9%. Zu Beginn des Jahres lag das Wachstum bei nur noch 0,6%. Aufwärtsrevisionen haben ebenfalls zum sehr positiven Bild beigetragen.

Zusammen mit den in Q3 2015 wieder stark gefallenem Ölpreisen trägt der Arbeitsmarkt zu den äußerst günstigen Aussichten für den Konsum bei. Die Einzelhandelsumsätze stiegen in Q3 um 0,9% gg. Vq. Das ist ähnlich stark wie Ende 2014 bzw. Anfang 2015 als der Ölpreiseinbruch spürbare reale Einkommensgewinne bewirkte. Darüber hinaus legten die PKW-Neuzulassungen in Q3 um über 5% zu im Vergleich zu Q2. Das war der stärkste Anstieg seit Q3 2011 und einer der stärksten überhaupt.

Beschäftigung: Stärkeres Wachstum

5



Quelle: Statistisches Bundesamt

Einzelhandel: So stark wie 1995

6

Reale Einzelhandelsumsätze, gl. 3M-Schnitt, 2010=100

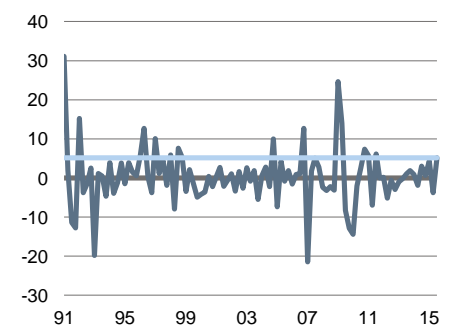


Quelle: Statistisches Bundesamt

Neuzulassungen selten stärker

7

Neuzulassungen Kfz, % gg. Vq.



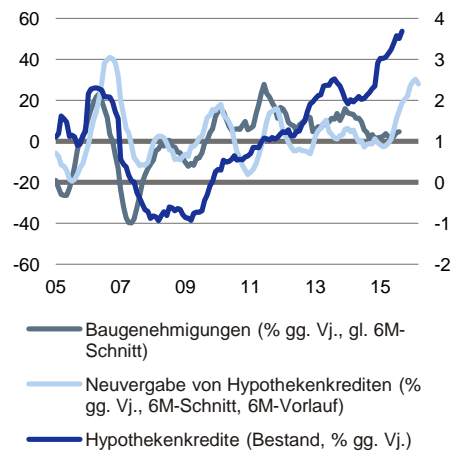
Quelle: Haver



Ausblick Deutschland

Deutsche Bauinvestitionen könnten kräftig steigen

8



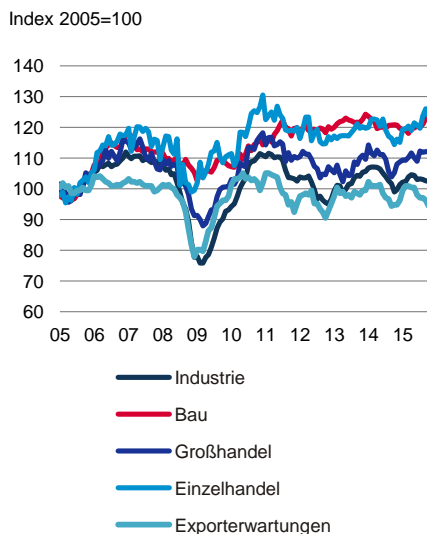
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank

Daten zu Hypothekenkrediten deuten zudem auf eine robuste Baukonjunktur hin. Die Neuvergabe von Krediten lag im Schnitt der letzten 6 Monate nahezu 30% über Vorjahr. Auch wenn es einige Sonderfaktoren gab, die die Entwicklung überzeichnen dürften, trug das dazu bei, dass das Gesamtvolumen an Immobilienkrediten im September 3,7% über Vorjahr lag. Zwar dürften die Kredite vielfach für den Erwerb existierender Wohnungen genutzt werden. Aber auch der Neubau sollte stimuliert werden. Der Zustrom an Immigranten dürfte außerdem für eine spürbare Zunahme der Wohnraumnachfrage sorgen und somit den ohnehin vorhandenen großen Nachfrageüberhang verstärken. Dies stützt die Baukonjunktur auch mittelfristig.

Die Stimmungsdaten (ifo/PMI) für den Oktober bestätigen das Bild gedämpfter externer und sehr robuster binnenwirtschaftlicher Aussichten. Das ifo-Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe ist leicht gesunken und lag damit weiter nur leicht über seinem historischen Durchschnitt. Das Verarbeitende Gewerbe ist angesichts der hohen Exportquote stark vom internationalen Umfeld abhängig. Die ifo-Exportserwartungen sind in den letzten 8 Monaten gesunken oder blieben konstant. Dadurch lagen sie im Oktober unter ihrem historischen Durchschnitt. Dagegen befand sich das ifo-Geschäftsklima für die binnenwirtschaftlich dominierten Sektoren Einzelhandel und Bau trotz einer uneinheitlichen Entwicklung im Oktober auf einem sehr hohen Niveau.

ifo-Index nach Sektoren

9



Quelle: ifo

Dieselgate (bislang) ohne Wirkung

Angesichts der Diskussion um die technischen Manipulationen bei Volkswagen haben wir die Veröffentlichung der ifo-Umfrageergebnisse für den Oktober mit Spannung erwartet. Die Ergebnisse für den Automobilsektor waren insgesamt gemischt, zeigen aber insgesamt bis dato keine eindeutige Belastung des Sektors.

Überraschenderweise hat sich das Geschäftsklima im Automobilsektor im Oktober dank einer deutlich positiveren Einschätzung der Geschäftsaussichten(!) sogar aufgehellt. Auch die Produktionserwartungen sind angestiegen und lagen dadurch wieder auf dem hohen Q1-Niveau. Die Kapazitätsauslastung ist laut Einschätzung der Unternehmen in Q4 deutlich auf 91,8% gestiegen und ist damit wieder genauso hoch wie in H1 2015 bzw. Ende 2008 vor der Krise. Andererseits haben die Export- und Beschäftigungserwartungen weiter nachgegeben. Auch der Auftragsbestand wird merklich negativer bewertet.

Freilich ist es möglich, dass die Auswirkungen erst mit Verzögerung bei den Händlern und Produzenten auflaufen, weil derzeit noch volle Auftragsbücher die kurzfristigen (Produktions-)Auswirkungen begrenzen. Allerdings sieht Volkswagen laut eigenen Angaben bislang keine negativen Auswirkungen auf seinen Auftragseingang. Alles in allem sehen wir unsere Erwartung einer höchstens marginalen gesamtwirtschaftlichen Auswirkung bis dato bestätigt.¹

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

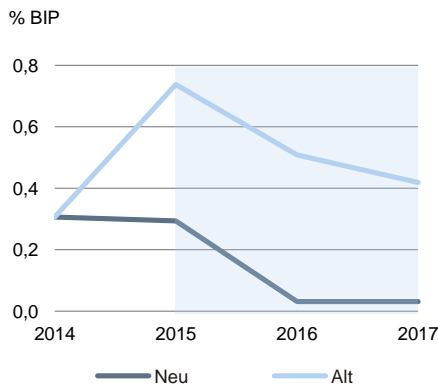
¹ „Dieselgate“ a massive blow for Volkswagen but not to the German economy. Focus Europe. 9. Oktober 2015.



Ausgaben für Flüchtlinge schmelzen Budgetüberschüsse

Prognose: Finanzierungssaldo

1



Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

- Aufgrund der hohen Flüchtlingszahlen prognostizieren wir deutlich sinkende Budgetüberschüsse für die Jahre 2015 und 2016. Relativ zum BIP erwarten wir nun ein Plus von 0,3% und 0,0% (zuvor 0,7% und 0,5%).
- Gleichzeitig dürften die zusätzlichen Staatsausgaben für Flüchtlinge das BIP-Wachstum 2016 um rund ¼ Prozentpunkte auf 1,9% steigern. Für den Schuldenstand relativ zum BIP ergeben sich aus niedrigeren Überschüssen und höherem Wachstum nur geringe Anpassungen unserer Prognose. Bei erfolgreicher Integration ist in der nächsten Dekade jedoch – relativ zur andernfalls negativen Dynamik – eine deutlich verbesserte Fiskalposition zu erwarten.
- Aufgrund der Zuwanderungsdynamik sind alle Prognosen mit hoher Unsicherheit behaftet. So könnten im Zuge der Flüchtlingskrise höhere Unterstützungszahlungen für andere stark betroffene Länder anfallen.

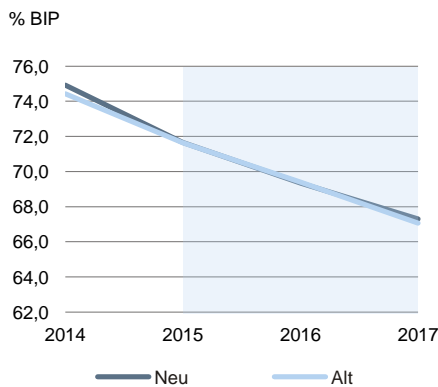
Hohe Prognoseunsicherheit aufgrund der Zuwanderungsdynamik

Die anschwellende Zahl von Bürgerkriegsflüchtlings und Asylanten wird aufgrund der gesetzlichen Leistungen für Flüchtlinge die Staatsausgaben erhöhen. Um einen Treiber der Zuwanderung einzudämmen, hat die Bundesregierung im jüngst verabschiedeten Asylpaket die Länder des Westbalkans als sichere Herkunftsländer deklariert. Allerdings verbieten nach Ansicht der Bundesregierung humanitäre Gründe eine zahlenmäßige Begrenzung des Rechts auf Asyl. Damit dürften die asylbedingten Ausgaben weiter ansteigen. Zudem zeichnen sich Unterstützungszahlungen an Nachbarländer Syriens ab, in denen der Großteil der Bürgerkriegsflüchtlings bis dato Zuflucht gefunden hat. Letztlich dürften wahrscheinlich auch Maßnahmen zur Eindämmung des Konfliktes in Syrien zusätzliche Staatsausgaben bewirken, die allerdings wohl von einer größeren Gruppe von Staaten geschultert werden.

Konsumbedingter Wachstumsimpuls

Prognose: Öffentlicher Schuldenstand

2



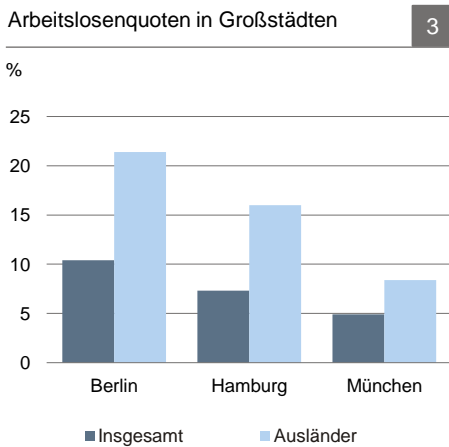
Quellen: Destatis, Deutsche Bank Research

Angesichts des massiven Anstiegs der Flüchtlingszahlen und einer nur geringen Aussicht, dass der Zustrom 2016 deutlich nachlassen wird, unterstellen wir einen Durchschnitt von einer Million Flüchtlingen im Jahr 2016. Laut Aussagen der Politik liegen die Geld- und Sachleistungen pro Jahr und Flüchtling bei etwa EUR 12.000. Zwar teilen sich diese Ausgaben auf privaten und staatlichen Konsum auf, insgesamt dürfte der Konsum 2016 aber um mindestens EUR 12 Mrd. steigen. Die Investitionstätigkeit im Bausektor dürfte dagegen trotz zusätzlicher Wohnnachfrage der Flüchtlinge zunächst gedämpft bleiben. Schon bisher wirkten dem hohen Nachfrageüberhang im Wohnungsmarkt Kapazitätsrestriktionen und regulatorische Maßnahmen entgegen. Mittelfristig dürften die zur Bewältigung der Flüchtlingskrise bereitgestellten öffentlichen Mittel für sozialen Wohnungsbau, sowie bereits verabschiedete gelockerte Genehmigungsvorschriften, die Bauaktivität aber ankurbeln. Für das kommende Jahr haben wir aber nur aufgrund des höheren Konsums unsere BIP-Prognose um rund ¼ Prozentpunkte auf 1,9% erhöht.



Langsame Arbeitsmarktintegration erhöht Sozialausgaben

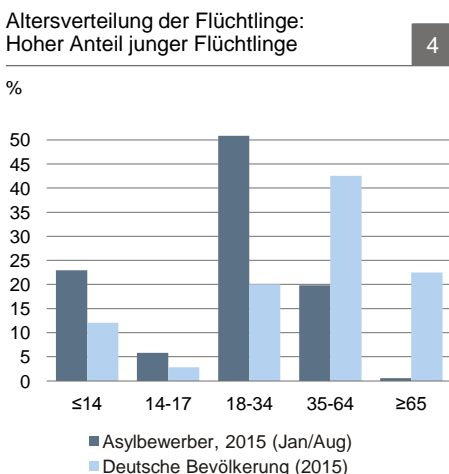
Die kurzfristigen, fiskalischen Effekte des Flüchtlingsstroms hängen im Wesentlichen von den notwendigen Ausgaben für die zur Vermittlung der notwendigen Sprach- und Berufskompetenzen für Flüchtlinge und der für die Integration in den Arbeitsmarkt notwendigen Zeit ab. Hier dürften zunächst aufgrund einer langsam ablaufenden Arbeitsmarktintegration der Flüchtlinge die Kosten deutlich über den Erträgen liegen. Mittel- und langfristig liegt in einer erfolgreichen Integrationspolitik das Potenzial für eine dreifache Dividende: 1. niedrigere Sozialausgaben, 2. höhere Sozialbeiträge und höhere Steuereinnahmen und 3. bei erfolgreicher Integration eine verbesserte Wachstumsdynamik im Vergleich zu der ansonsten demografisch bedingten Belastung für das Wachstumspotential.



Stand: September 2015
Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Deutsche Bank Research

Neben bürokratischen Engpässen bei Asylverfahren und der Erteilung von Arbeitsgenehmigungen dürfte auch der Qualifikationsmismatch einer zügigen Integration in den Arbeitsmarkt zunächst im Wege stehen. Somit dürfte trotz einer hohen Zahl offener Stellen – auch für Geringqualifizierte – die Zahl der Jobsuchenden steigen. Das Sozialministerium rechnet mit mehreren 100.000 zusätzlichen Leistungsempfängern im Jahr 2016, was sich in höheren Defiziten in der Sozialversicherung niederschlagen sollte. Die pro ankommendem Flüchtling angesetzten EUR 12.000 pro Jahr dürften bei nur langsam stattfindender Arbeitsmarktintegration im Mittel eher eine Untergrenze darstellen. Neben den zunächst anfallenden Kosten für Unterbringung, Verpflegung und ärztliche Versorgung sollten dann weitere Kosten für Arbeitsplatzsuche, Ausbildung und Sprachkurse anfallen. Zudem sinkt für alle Jobsuchenden die Betreuungsquote in den Arbeitsagenturen rasch, denn neben den 2,8 Mio. Arbeitslosen sind dann, zumindest anfänglich, besonders betreuungsintensive Flüchtlinge auf Jobsuche. Die kurzfristigen, fiskalischen Grenzkosten sollten also deutlich über den Erträgen liegen. Wie schnell die Integration gelingt und wie sich Erträge und Kosten über die nächsten Jahre verteilen, könnte insbesondere auch von der unvermeidlichen Diskussion rund um eine eventuelle Neuregelung der Sozialleistungen und des Mindestlohns für Flüchtlinge abhängen.

Neueinstellungen im öffentlichen Sektor notwendig



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Weitere Ausgabenerhöhungen fallen im Bildungsbereich für die Einstellung neuer Lehrer und Erzieher an. So ist rund jeder vierte Flüchtling minderjährig (siehe Grafik), was natürlich auch die Integrationschancen deutlich erhöht. Mitte Oktober hat Bayern in einem Nachtragshaushalt angekündigt, 1700 neue Lehrerstellen zu schaffen, mit dem Ziel Flüchtlingskinder zu integrieren. Der Lehrerverband fordert bundesweit mehr als 20.000 neue Lehrerstellen und darüber hinaus die Einstellung von Sozialpädagogen, Dolmetschern und Therapeuten. Ähnlich hoch könnte der Bedarf für Erzieher im Vorschulbereich ausfallen. Diese potentiellen Neueinstellungen belasten zunächst die Haushalte der Kommunen und Länder. Gleiches gilt für die öffentliche Verwaltung, die vielerorts an ihrer Kapazitätsgrenze arbeitet. Bereits im August forderte der Beamtenbund mehrere tausend Neueinstellungen für die Polizei, Kommunen, Gesundheitsämter, Sozialdienste und die Justiz. Unterstellt man Durchschnittskosten von rund EUR 75.000 pro Jahr und pro Lehrerstelle und EUR 50.000 für die weiteren Stellen im öffentlichen Dienst, steigen die öffentlichen Ausgaben für je 1000 Lehrerstellen um EUR 75 Mio. und je 1000 Stellen im öffentlichen Dienst um EUR 50 Mio. Zudem stehen den Mehrausgaben aufgrund von Einarbeitungszeiten, die insbesondere in dieser angespannten Situation länger ausfallen könnten, zunächst nur geringe Leistungen gegenüber.



Verteilung der Kosten zwischen Bund, Ländern und Kommunen

Diese zusätzlichen Ausgaben erhöhen in vielen Kommunen und Ländern die Haushaltsdefizite, während der Bund hohe Überschüsse ausweist. Damit sollten die Forderungen an den Bund, für die Mehrkosten aufzukommen, erneut auf die politische Tagesordnung rücken. Bisher überweist der Bund einen Betrag von EUR 670 pro Monat und pro Flüchtling. Diese Zahlung dürfte die tatsächlichen Kosten auf Länder- und kommunaler Ebene aber nur teilweise decken.

Neue Prognose für Finanzierungssaldo und Staatsschulden

Ein Großteil der hier beschriebenen Mehrausgaben sollte durch sinkende Zinsausgaben des Staates und weiter kräftig wachsender Steuereinnahmen und Sozialbeiträge abgefangen werden, wodurch es allerdings zum Abschmelzen der bis dato erwarteten Budgetüberschüsse kommt. Deshalb senken wir unsere Budgetprognose relativ zum Bruttoinlandsprodukt für 2015 und 2016 auf 0,3% und 0,0% (zuvor 0,7% und 0,5%). Diese Prognose unterstellt auch, dass die Bundesregierung am Ziel eines ausgeglichenen Haushalts eisern festhält.

In Bezug auf unsere Prognose der Staatsschuldenquote neutralisieren sich die niedrigeren Budgetüberschüsse und die höhere BIP-Prognose nahezu. So erwarten wir weiterhin einen Schuldenstand von 71,6% im Jahr 2015 und 69,3% in 2016. Gegen Ende des Jahrzehnts dürften die Schulden weiter sinken und dann nur knapp über der 60%-Maastrichtgrenze liegen. Allerdings ist diese Prognose aufgrund der Neuausrichtung der Asylpolitik mit Abwärtsrisiken verbunden. Über das Jahr 2020 hinaus dürfte jedoch die jetzige Zuwanderung bei erfolgreicher Integration in einer deutlichen Verbesserung der Fiskalposition resultieren. Aufgrund der zu erwartenden Belastungen in Folge des demografischen Wandels wäre eine solche Entwicklung hoch willkommen.

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



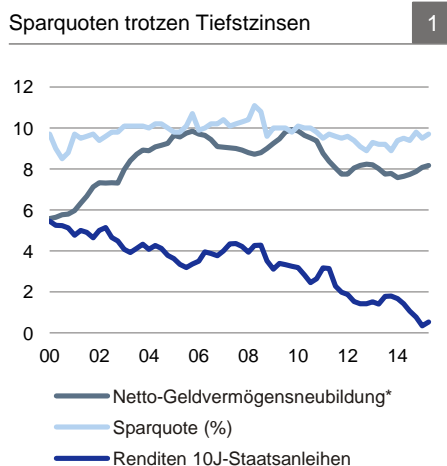
Deutsche Privathaushalte: Niedrigzinsen treiben Schuldenaufnahme

- Trotz des anhaltenden Niedrigzinsumfelds ist die Sparquote der deutschen Haushalte zuletzt wieder gestiegen, da das Sparmotiv (Vorsorgesparen) und die Einkommensentwicklung den Effekt niedriger Zinsen kompensieren.
- Die deutschen Haushalte zeigen weiter ein äußerst vorsichtiges Anlageverhalten. Der überwiegende Teil der Neuanlagen fließt nach wie vor in niedrigverzinsten Einlagen und in Versicherungs- bzw. Alterssicherungssysteme. Risikotragende Anlagen verzeichnen nur geringe Zuflüsse, doch der Nettoabfluss aus diesen Anlageklassen scheint vorerst gestoppt zu sein. Innerhalb der risikotragenden Anlagen hält die Umschichtung von Schuldverschreibungen hin zu Investmentzertifikaten an.
- Deutlichere Spuren hinterlassen die Zinsen bei der Neuverschuldung. Die Haushalte haben sich in H1 2015 in einem Ausmaß verschuldet, wie zuletzt während der Dotcom-Blase Anfang der 2000er Jahre, und damit wohl hauptsächlich Immobilienkäufe finanziert. Sorgen um die Schuldentragfähigkeit sind jedoch unangebracht. Relativ zu den kräftig steigenden Einkommen ist der Schuldenstand im internationalen und historischen Vergleich niedrig. Selbst unter extremen Annahmen würde es bis Mitte der 2020er Jahre dauern, bis der Schuldenstand wieder so hoch wäre wie Anfang der 2000er.

Einleitung

Ende April haben wir uns das letzte Mal zum Anlageverhalten deutscher Privathaushalte geäußert. Damals lagen uns Zahlen bis Q4 2014 vor, welche zeigten, dass die Deutschen trotz Niedrigzinsen sogar eher wieder mehr gespart hatten. Selbst die Bereitschaft, Gelder in renditeträchtigeren Anlagen zu investieren, hatte sich nur leicht erhöht – trotz der damit einhergehenden, niedrigen Anlagerendite. Allerdings hatte das Niedrigzinsumfeld zu einem deutlichen Anstieg der Verschuldung beigetragen.

Diese Entwicklungen haben sich im ersten Halbjahr 2015 fortgesetzt oder sogar verstärkt. Insgesamt bleibt das Anlageverhalten äußerst vorsichtig. Angesichts der immer wieder aufkommenden Diskussionen um eine Immobilienblase in Deutschland, vergleichen wir im Folgenden die Situation mit der in anderen Ländern, die in den letzten Jahren mit den Folgen von platzenden Immobilienblasen zu kämpfen hatten. Dabei zeigen wir, dass die Verschuldungssituation deutscher Haushalte bislang weit von der in jenen Ländern entfernt ist.



*4Q-Summe in % d. verf. Einkommens

Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Sparen: Zinsen sind nur ein Faktor von vielen

Nachdem die Sparquote der deutschen Privathaushalte im Verlauf der Krise seit 2008 spürbar gesunken war, ist sie seit Anfang des Jahres wieder leicht gestiegen. Zuletzt lag sie bei 9,7% im Vergleich zu dem Tief von 8,9% in Q4 2013. Dies spiegelt sich in einer beschleunigten Geldvermögensbildung (finanzielle Ersparnis) wider. So wurden in Q1 und Q2 2015 insgesamt EUR 100 Mrd. gespart. Das ist mit großem Abstand die höchste Summe in einem Halbjahr; im Schnitt der vier Vorjahre lag der Wert bei nur gut EUR 80 Mrd. Selbst wenn man die finanziellen Ersparnisse ins Verhältnis zum verfügbaren Einkommen setzt und die neu aufgenommenen Schulden abzieht, zeigt sich ein zunehmender Vermögensaufbau. Seit Q1 2014 (7,6%) ist diese Quote zuletzt auf 8,2% angestiegen (2005-08: 9,3%).

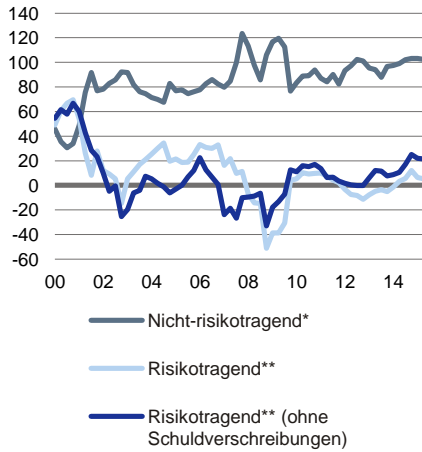


Ausblick Deutschland

Ein bisschen mehr Risiko

2

Anteil an Geldvermögensbildung, 4Q-Schnitt, %



* Bargeld, Einlagen und Versicherungs-/Alterssicherungssys.
**Schuldverschreibungen, Aktien, sonst. Anteilsrechte, Investmentzertifikate

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Im ersten Halbjahr waren aber auch die Zinsen auf historische Tiefs gefallen. So lagen die Renditen für 10J deutsche Staatsanleihen im April bei unter 0,1%. 7J deutsche Staatsanleihen rentierten zum Teil negativ.

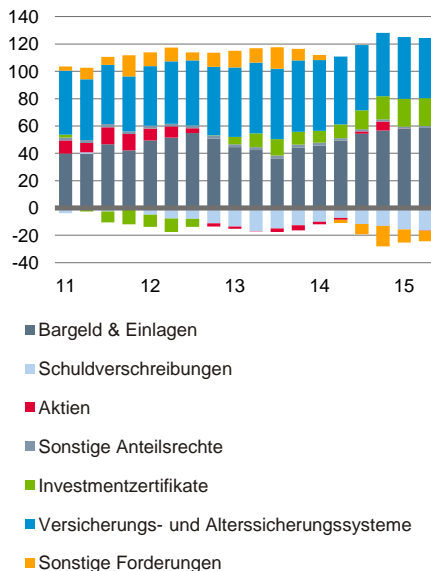
Unsere statistische Analyse im März (Ausblick Deutschland, 2. März 2015) zeigte nur einen geringen (nicht signifikanten) Einfluss der Zinsen auf das Sparverhalten. In ihrem aktuellen Monatsbericht zeigt die Bundesbank ebenfalls, dass (reale) Renditen das Spar- und Anlageverhalten allenfalls geringfügig beeinflussen. „Stattdessen dürften einkommens- und vermögensbezogene sowie demografische Faktoren und der institutionelle Rahmen ungleich wichtigere Determinanten sein.“ (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Oktober 2015). So könnte der Vorsorgeaspekt sogar dafür sorgen, dass fallende Zinsen steigende Ersparnisbildung nach sich ziehen, um die verfügbaren Mittel im Alter konstant zu halten. In einer Umfrage der Bundesbank gaben 77% der Haushalte an, dass sich ihr Sparverhalten trotz niedriger Zinsen nicht verändert habe. Die Umfrage wurde allerdings in den Jahren 2010 und 2011 durchgeführt, als die Zinsen noch ein merklich höheres Niveau aufwiesen.

Zuletzt haben die äußerst günstige Arbeitsmarktlage, der kräftig gefallene Ölpreis, die Einführung des Mindestlohns und die Rentenerhöhungen für kräftige (reale) Einkommenssteigerungen gesorgt, die zum Teil zu einer verstärkten Spartätigkeit genutzt wurden.

Nur Investmentzertifikate als Risikoanlage

3

Anteil an Geldvermögensbildung, 4Q-Schnitt, %



Quelle: Deutsche Bundesbank

Sicherheit geht immer noch vor

Beim Anlageverhalten der Haushalte gab es in den letzten zwei Quartalen insgesamt nur graduelle Verschiebungen (Grafik 2). Sicherheit hat bei der Anlageentscheidung immer noch Vorrang. Angesichts der hohen (saisonalen) Volatilität der Daten analysieren wir die kumulierten bzw. durchschnittlichen Flüsse über die letzten vier Quartale.

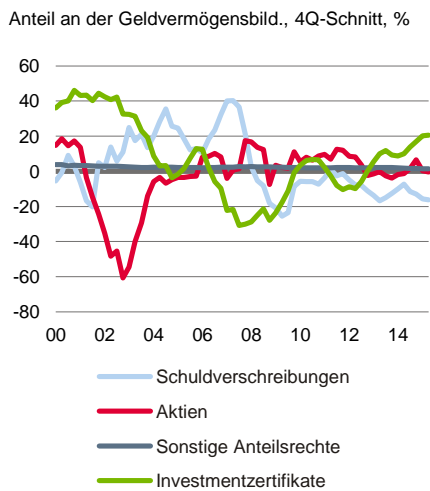
Gut 100% der neuangelegten finanziellen Ersparnisse flossen im Schnitt der letzten vier Quartale in **nicht-risikotragende Anlagen**. Dazu zählen wir Bargeld und Einlagen sowie Versicherungen und Alterssicherungssysteme. Der Wert war in den letzten Quartalen recht konstant. Der Aufwärtstrend der letzten Jahre scheint damit zunächst gestoppt zu sein. Bis auf die Zeit der Finanzkrise, in der Gelder aktiv aus riskanteren Anlageklassen in diese nicht-risikotragenden Anlagen umgeschichtet wurden, ist dies aber immer noch der höchste Anteil und damit ein klares Zeichen für eine hohe Risikoaversion.

Der leichte Anstieg der Risikobereitschaft bis Q4 2014 hat sich in den letzten beiden Quartalen auf den ersten Blick schon wieder leicht abgeschwächt. Ende 2014 waren 12% der Neuanlagen in **risikotragende Anlagen** geflossen. Dies war der höchste Wert seit 2007. In H1 2015 ist dieser Wert allerdings wieder in Richtung 5% gerutscht, womit er jedoch immerhin noch im positiven Bereich verbleibt. 2012 und 2013 wurden noch umfangreiche Mittel aus diesen Anlagen abgezogen. Zu den risikotragenden Anlagen zählen wir Aktien, sonstige Anteilsrechte, Investmentzertifikate und Schuldverschreibungen.

Die Zuflüsse in risikotragende und nicht-risikotragende Anlagen übersteigen die gesamten Neuanlagen der Haushalte. Dies liegt an den sinkenden „**sonstigen Forderungen**“, die seit einigen Quartalen dämpfend auf die Ersparnisbildung wirken. Eine eindeutige Erklärung dafür ist aufgrund der nicht weiter aufgeschlüsselten Position nicht möglich. Allerdings gehören bei den Haushalten zu den sonstigen Forderungen auch verzinlich angesammelte Überschussanteile bei Versicherungen. Angesichts des anhaltenden Niedrigzinsumfelds dürften diese zunehmend unter Druck gekommen sein.

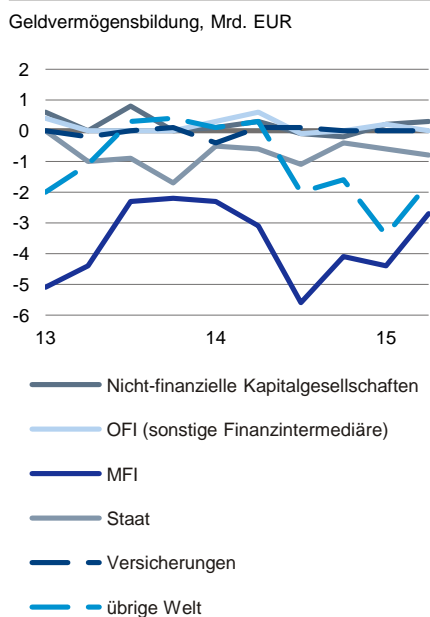


Divergenz bei risikotragenden Anlagen 4



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Geringere Anlagen bei Bankanleihen 5



Quelle: Deutsche Bundesbank

Divergenz bei risikotragenden Anlagen ...

Innerhalb der risikotragenden Anlagen gibt es jedoch markante Veränderungen, die auf eine steigende Risikobereitschaft hindeuten.

Einerseits verstärkte sich der Mittelabfluss aus Schuldverschreibungen zuletzt wieder spürbar. In den letzten vier Quartalen summierten sie sich auf EUR 28 Mrd. oder gut 16% der gesamten Neuanlagen. In dieser Anlageklasse ist es seit der Finanzkrise 2008 zu anhaltenden wenn auch stark schwankenden Abflüssen gekommen. Dafür dürfte es mehrere, miteinander verbundene Treiber geben:

- Den wichtigsten Treiber bilden das sinkende Angebot von Bankanleihen (und anderen MFIs, monetäre Finanzinstitute). Investitionen in Schuldverschreibungen werden erst seit Anfang 2013 aufgeschlüsselt. Seitdem haben Haushalte jedoch konstant Mittel abgezogen bzw. Gelder aus auslaufenden Anleihen nicht reinvestiert. In den letzten vier Quartalen waren es fast EUR 17 Mrd. Dies dürfte vor allem auf eine geänderte Refinanzierungsstruktur der Banken zurückgehen. Dank äußerst günstiger Refinanzierungsbedingungen von der EZB und umfangreicher Zuflüsse von Bankeinlagen benötigen Banken weniger Liquidität von Anleiheinvestoren, bzw. diese Investoren sind bei den gegebenen Bedingungen weniger bereit, Investitionen vorzunehmen. Andere risikotragende Anleihen haben vor allem 2012 und 2013 nicht davon profitiert.
- Ein weniger bedeutender Treiber sind Abflüsse aus (deutschen) Staatsanleihen. Diese kumulierten sich zuletzt auf etwa EUR 3 Mrd. Hier könnte das äußerst geringe Zinsniveau eine Rolle spielen, das Neuanlagen oder das Überrollen von Altanlagen unattraktiv macht.
- Aus Anlagen in Schuldverschreibungen von im Ausland ansässigen Emittenten wurden EUR 9 Mrd. abgezogen. Eine Aufgliederung nach Sektoren ist hierfür nicht vorhanden. Allerdings dürften ähnliche Argumente wie bei Anlagen in Anleihen von deutschen Emittenten eine Rolle spielen.

Andererseits verstärkt sich der Mittelzufluss in Investmentzertifikate in ähnlicher Größenordnung. Haushalte investierten in den vergangenen vier Quartalen insgesamt über EUR 35 Mrd. Damit überstiegen diese Zuflüsse die Abflüsse aus Anleihen in 5 der letzten 6 Quartale. Dies interpretieren wir als leicht zunehmende Bereitschaft zu mehr Risiko.

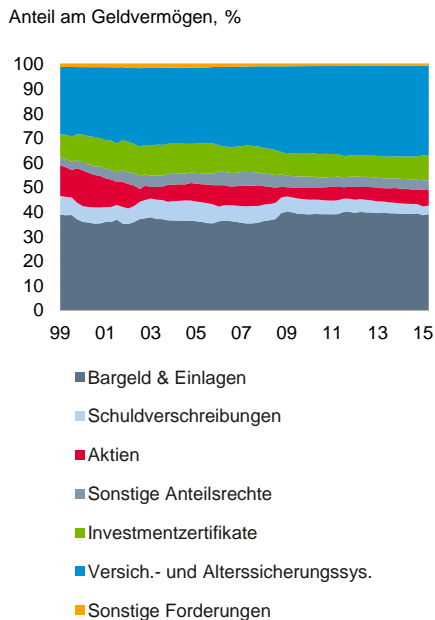
... zeigt sich auch im Bestand

In Anbetracht der insgesamt allenfalls moderat ausfallenden Veränderungen bei den Neuanlagen, zeigen sich beim Geldvermögensbestand keine spürbaren Veränderungen. Bargeld & Einlagen machten in Q2 2015 39% des Geldvermögens aus. Damit setzte sich der graduelle Trend abnehmender „Cash-Bestände“ fort. In Q3 2011 betrug der Anteil noch 39,8%. Angesichts anhaltend hoher Neuanlagen wird der sinkende Anteil aber vor allem durch Bewertungsgewinne anderer Anlageklassen getrieben. Investitionen in Versicherungs- und Alterssicherungssysteme standen für 36,7% des Geldvermögens. Dieser Wert war in den letzten 10 Quartalen nahezu konstant, nachdem der Anteil zuvor einen aufwärtsgerichteten Trend aufwies. Nimmt man diese beiden Anlageklassen zusammen, liegt deren Anteil seit Mitte 2011 bei über 75%.

Zwar liegt damit der Anteil der übrigen (risikotragenden) Anlagen konstant bei etwa einem Viertel. Innerhalb dieser Gruppe zeigt die zuvor beschriebene Entwicklung bei den Neuanlagen jedoch zunehmend ihre Wirkung. Während Schuldverschreibungen Ende 2007 noch für etwa 7% der Anlagen standen, schrumpfte der Anteil zuletzt auf nur noch 3,5%. Dagegen stieg der Anteil von

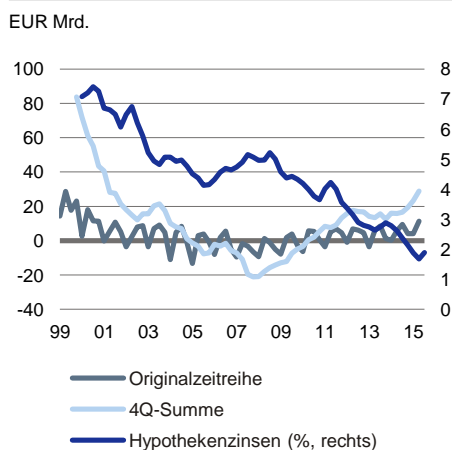


Rückzug bei Schuldverschreibungen **6**



Quelle: Deutsche Bundesbank

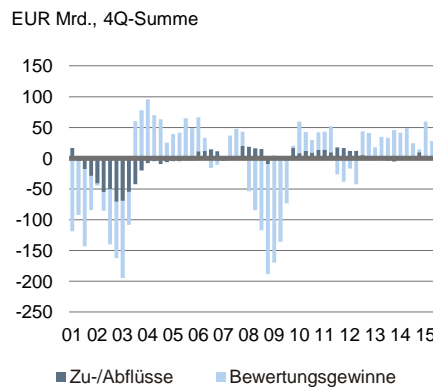
Neuverschuldung stieg kräftig **9**



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

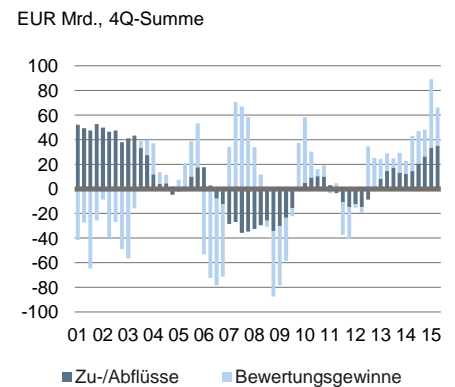
Aktien und von Investmentzertifikaten seit den Tiefstständen deutlich. Dabei profitieren Investmentzertifikate sowohl von kräftigen Zuflüssen neuer Mittel, als auch von Bewertungsgewinnen. Dagegen ging der ansteigende Aktienanteil weitgehend auf Bewertungsgewinne zurück.

Bewertungsgewinne dominieren bei Aktien **7**



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Investmentzertifikate: Hohe Bewertungsgewinne und Neuanlagen **8**



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Steigende Neuverschuldung ...

Die markanteste Entwicklung bei der finanziellen Situation der Haushalte in den letzten Quartalen ist der deutlich beschleunigte Aufbau an Schulden. In Q2 2015 allein wurden EUR 11,3 Mrd. an Schulden neu aufgenommen. Dies ist der höchste Wert seit Q3 2000. Kumuliert man den Aufbau der letzten 4 Quartale, welche alle überdurchschnittlich waren, liegt der Wert bei EUR 28,8 Mrd. Dieses hohe Tempo dürfte in Q3 gehalten worden sein. So stieg die Vergabe von Hypothekenkrediten an Haushalte laut der monatlich vorliegenden Bankenstatistik der Bundesbank in Q3 noch einmal leicht an.

Der verstärkte Schuldenaufbau wird ausschließlich durch die Aufnahme von langfristigen Schulden getrieben, die (wohl weitgehend) für die Finanzierung von (Wohn-)Immobilien herangezogen werden. Das extrem niedrige Zinsniveau spielt hierbei eine wichtige Rolle. Hypothekenzinsen für Kredite mit 5-10-jähriger Zinsbindung waren in H1 2015 auf unter 2% gesunken. Bei einem mittelfristigen Inflationsziel der EZB von 2% entspräche dies einer negativen realen Verzinsung.

Angesichts des historischen und im internationalen Vergleich niedrigen Verschuldung der deutschen Haushalte, des niedrigen Zinsniveaus, der robusten Einkommensaussichten und der international niedrigen Hauspreise sind die für viele Haushalte vorhandenen Anreize, in Immobilien zu investieren, eindeutig. Dies haben wir an verschiedenen Stellen dargestellt.²

... bislang ungefährlich

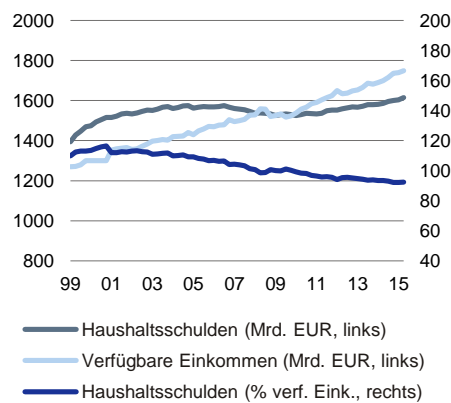
In diesem Zusammenhang werden häufig Befürchtungen einer schuldenfinanzierten Immobilienblase laut. Immobilienblasen sind vor allem durch die Zweitundeneffekte über den Banken-/Finanzmarktkanal ein Risiko für die gesamtwirtschaftliche Stabilität. Sollten Immobilienkredite auf breiter Front ausfallen, könnte dies die Banken und ihre Aufgabe als Finanzintermediär gefährden.

² Ausblick Deutschland. Migration, Metropolregion, Inflation. 2. Oktober 2015.



Ausblick Deutschland

Stabilisierte Schuldenquote **10**

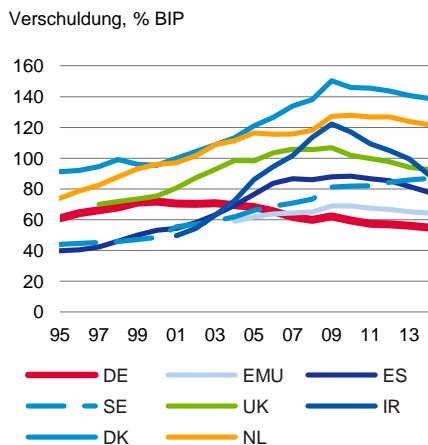


Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Ein Maß für die Schuldenfähigkeit ist das Schuldeniveau relativ zum Bruttoinlandsprodukt oder zu den verfügbaren Einkommen. Dieses gibt allerdings wenig Anlass zur Sorge: Die verfügbaren Einkommen der deutschen Haushalte sind bis zuletzt kräftig angestiegen. Daher hat der verstärkte Schuldenaufbau gerade einmal bewirkt, dass sich die Relation der beiden Größen auf einem niedrigen Niveau stabilisiert hat. In Q2 2015 betrug der Schuldenstand 92% der verfügbaren Einkommen und 54% des BIPs. Anfang der 2000er Jahre lagen diese Werte noch bei 115% bzw. bei über 70%. Vor allem seit Mitte der 2000er Jahre zeigte sich ein deutlicher Abwärtstrend.

Auch im internationalen Vergleich zeigt sich, dass die Verschuldung deutscher Haushalte niedrig ist. In 13 von 28 EU-Staaten war sie 2014 zwar niedriger. Darunter waren mit Italien und Österreich aber nur zwei EWU-Staaten. Vergleicht man die Lage in Deutschland mit jener in Staaten, die in den letzten Jahren eine Immobilienkrise erlebt haben bzw. mit jener in Staaten Westeuropas, die relativ hohe Verschuldungsquoten aufweisen, sticht Deutschland mit einem fallenden Trend und niedrigem Schuldeniveau heraus. Der höchste Verschuldungsgrad deutscher Haushalte lag 2000 mit 71,6% des BIP vor. In Spanien war er in 2010 mit über 88% deutlich höher. Die Niederlande (2010: 127,9%), Dänemark (2009: 150,3%), Irland (2009: 122,3) und UK (2009: 106,8%) lagen alle noch einmal deutlich höher.

Deutsche Verschuldung: International und historisch niedrig **11**



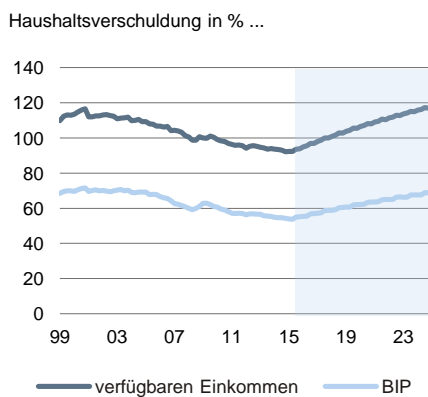
Quelle: Eurostat

Angesichts des Niedrigzinsumfelds könnte der Schuldenaufbau weiter an Tempo gewinnen und so dauerhaft die Einkommenssteigerungen übertreffen. Um die Verschuldung deutscher Haushalte wieder in Richtung der letzten Hochs Anfang der 2000er zu treiben oder gar in die Nähe jener in anderen Ländern mit hohem Verschuldungsgrad, müsste diese Entwicklung jedoch deutlich ausgeprägter sein, als es derzeit absehbar ist.

Ein rein illustratives Rechenbeispiel: Wir nehmen an, dass der Schuldenaufbau sich mit EUR 22,6 Mrd. pro Quartal verdoppelt gegenüber dem aktuellen Rekordquartal Q2 2015 und damit genauso hoch wie Anfang der 2000er Jahre während der Dotcom-Blase wäre. Würden die verfügbaren Einkommen mit 2% p.a. zunehmen (Schnitt der letzten 10 Jahre: 1,8% p.a.), würde es dennoch bis 2024 dauern, bis die Schuldenniveaus von Anfang der 2000er Jahre erreicht würden.

Damit wären die deutschen Haushalte immer noch weit entfernt von den Schuldenniveaus, die die Haushalte in anderen europäischen Staaten aufgebaut haben. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht erscheint die Entwicklung daher bislang ungefährlich.

Selbst bei extremen Annahmen bleibt Schuldenstand niedrig **12**



Annahme: Schulden steigen pro Quartal um EUR 22,6 Mrd. und BIP und Einkommen um je 2% p.a.

Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

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



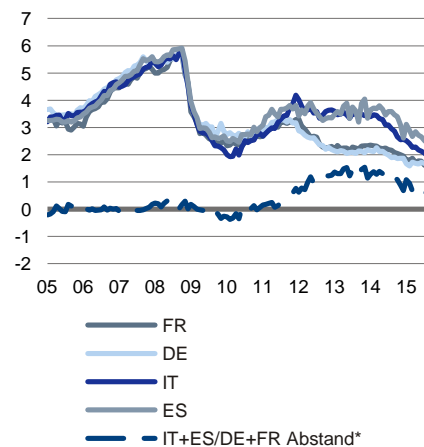
EZB: Richtung QE-Ausweitung und Zinssenkung

- Die Botschaft der Europäischen Zentralbank (EZB) bei ihrer Pressekonferenz am 22. Oktober war taubenhafter als wir erwartet hatten. Wie von uns vermutet, verkündete die EZB noch keine konkreten Politikmaßnahmen, ihre Äußerungen kamen aber einer Vorfestlegung bezüglich einer geldpolitischen Lockerung im Dezember sehr nah. Erstens betonte die EZB das Risiko einer langsamer als bis dato erwarteten Normalisierung der Inflationsrate. Zweitens signalisierte sie, dass der Zentralbankrat Maßnahmen vorbereitet und drittens, dass diese Maßnahmen unmittelbar bevorstehen dürften.
- Der Zentralbankrat erwartet, dass sich die Erholung der Konjunktur in der Eurozone im zweiten Halbjahr mit einem ähnlichen Tempo wie im ersten Halbjahr fortsetzt, sieht aber Abwärtsrisiken für das Wachstum durch die Entwicklung in den Schwellenländern. Der Rat ist aber weniger zuversichtlich mit Blick auf die Inflationsperspektiven.
- Daher haben wir unsere bestehende Prognose einer Ausweitung von QE nunmehr um eine Zinssenkung erweitert. Wir denken, dass die EZB am 3. Dezember ihre Lockerungspolitik mit zwei sich ergänzenden Maßnahmen fortsetzt: Eine Verlängerung von QE um sechs Monate sowie eine Senkung des Einlagezinssatzes bzw. des gesamten Korridors der EZB-Zinssätze um zehn Basispunkte.
- Allerdings ist eine weitere Reduzierung des Einlagezinssatzes nicht ohne Risiken. Daher erwarten wir, dass die EZB, wie bereits im Juni und September 2014, den Zins nur um zehn Basispunkte reduziert. Das Risiko, damit den Markt zu enttäuschen, könnte durch ein Signal, dass die absolute Untergrenze damit noch nicht erreicht ist, kompensiert werden.
- Unserer Ansicht nach wird mit der Senkung des Einlagenzinsses der gesamte EZB-Zinskorridor nach unten gezogen. Dies bedeutet, dass nunmehr auch der Zins für Refinanzierungsgeschäfte ins Negative rutscht (-0,05 Bp.). Wir erwarten, dass die EZB die Bedingungen für ihre TLTROs entsprechend anpasst, um mögliche kontraproduktive Effekte zu vermeiden.

Fragmentierung und Kreditkosten gehen zurück

1

Durchschn. Kreditzinsen für Neukredite an nicht-finanzielle Unternehmen



*Abstand zwischen dem Durchschnitt von Italien & Spanien gegen Deutschland & Frankreich

Quellen: Deutsche Bank, Europäische Zentralbank, Haver Analytics

Ganz nahe an einer Vorfestlegung

Die EZB gab am 22. Oktober ein noch stärker als erwartetes Signal, dass im Dezember eine weitere geldpolitische Lockerung ansteht. Dabei waren die Kernbotschaften:

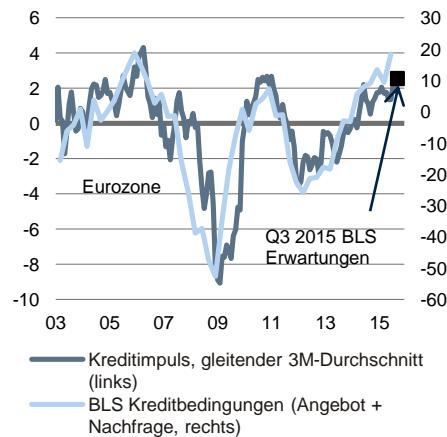
- i. Die Sorge, dass die Normalisierung der Inflationsrate langsamer als erwartet erfolgt. Das einführende Statement betonte die Abwärtsrisiken für Inflation und Wachstum. Dabei waren unseres Erachtens folgend Aussagen relevant:
 - Die Notwendigkeit einer gründlichen Analyse, welche Faktoren einer Normalisierung der Inflationsrate derzeit entgegenstehen.
 - Die Notwendigkeit einer Neukalibrierung der geldpolitischen Ausrichtung im Dezember, wobei wir erwarten, dass die im Dezember zur Verfügung stehende neue Prognose des EZB Stabes eine Abwärtsrevision der Inflationsprognose für 2017 von 1,7% Richtung 1,5 % beinhalten wird.
- ii. Die Vorbereitung um demnächst aktiv zu werden. In der Q&A berichtete Draghi davon, dass der Zentralbankrat eine intensive Diskussion über das gesamte zur Verfügung stehende Menü an Politikinstrumenten hatte und, dass einige Mitglieder sogar schon im Oktober darüber nachdachten, davon Gebrauch zu machen.



Das Bank Lending Survey (BLS) deutet auf einen kräftigen Kreditimpuls ...

2

PP des BIP (links); Nettobilanz (pos. Wert = Lockerung, rechts)



Quellen: Deutsche Bank, EZB, Haver Analytics

iii. Das klare Signal, dass derartige Maßnahmen unmittelbar bevorstehen. Draghi benutzt das Codewort „Wachsamkeit“ (*vigilance*). Zudem betont er wiederholt, dass der Rat sich nicht in einer abwartenden Haltung befände, sondern in einem „Arbeits- und Beurteilungsmodus“ (*work and assess*). Arbeitsgruppen in der EZB beschäftigen sich intensiv mit den unterschiedlichen Instrumenten.

Insgesamt denken wir, dass Inaktivität seitens der EZB im Dezember zu einer erheblichen Enttäuschung an den Märkten und damit zu potenziell restriktiveren Finanzmarktbedingungen führen dürfte. Es sei denn, wir erleben eine deutlich positive Überraschung in Bezug auf Wachstum und Inflation innerhalb der nächsten paar Wochen. Eine abwartende Haltung dürfte daher für die EZB im Dezember keine Option sein.

Eine (geringe) QE-Ausweitung plus Senkung des Einlagezinssatzes

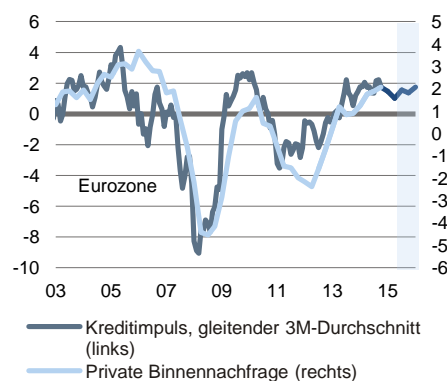
In der Q&A sagte Draghi, dass in der Sitzung die Möglichkeit einer weiteren Senkung des Einlagezinssatzes diskutiert wurde. Er betonte auch, dass der Rat mit Blick auf die Inflationsentwicklung weniger zuversichtlich als bei seiner Einschätzung der Realwirtschaft sei. Er nannte dafür drei Gründe. Erstens der von der nach wie vor großen Outputlücke ausgehende disinflationäre Druck. Zweitens die Aufwertung des effektiven Wechselkurses um gut 7% zwischen April und September. Drittens das Risiko einer Entankerung der Inflationserwartungen, die sich aus marktbasierenden Instrumenten ableiten lassen. Allerdings wird die Interpretation dieser Instrumente durch ihre hohe Korrelation mit der aktuellen Inflationsrate bzw. kurzfristigen Ölpreisschwankungen, die sich eigentlich in den langfristigen Inflationserwartungen nicht niederschlagen sollten, erschwert.

Die Zinssenkung und die Verlängerung von QE könnten sich mit Blick auf Inflationserwartungen gegenseitig verstärken

... was Aufwärtsrisiken für unsere BIP-Prognose signalisiert

3

PP des BIP gg. Vj. (links); % gg. Vj. (rechts)



Quellen: Deutsche Bank, Europäische Zentralbank, Haver Analytics

Der Hauptübertragungskanal einer Senkung des Einlagezinssatzes ist der Wechselkurs, während der Effekt auf die Kreditbedingungen im Inland unklar ist. Somit würde eine Kombination von QE, mit ihrer positiven Wirkung auf die Kreditbedingungen, und einer Senkung des Einlagezinssatzes sich ergänzen, indem sie auf die beiden wichtigsten Transmissionskanäle (Wechselkurs, Kreditkanal) abzielt.

Zudem sind dem gegenwärtigen QE-Programm der EZB infolge seiner Ausgestaltung und der begrenzten Verfügbarkeit von Staatsanleihen der Kernländer Grenzen gesetzt, die durch eine Diversifikation der Instrumente abgemildert werden können. Es besteht allerdings das Risiko, dass falls der Markt weitere Senkungen des Einlagezinssatzes erwartet, die Zinsen für Staatsanleihen in den Kernländern noch stärker in den negativen Bereich rutschen und sich damit der für QE-Käufe zur Verfügung stehende Pool weiter reduziert.

Allerdings ist auch eine Senkung des Einlagezinssatzes nicht ohne Risiken. Zwar hat Draghi negative Effekte auf die Glaubwürdigkeit der EZB mit Blick auf frühere Äußerungen, dass die technische Zinsuntergrenze bereits erreicht sei, ausgeschlossen. Allerdings dürfte die EZB als eine der großen Zentralbanken in der Welt mit Blick auf die Wechselkurswirkung mit ihrer Politik eher vorsichtiger agieren, als Notenbanken in kleineren Ländern wie der Schweiz oder Dänemark. Außerdem könnte eine deutlichere Absenkung die Nachfrage nach TLTROs und das Kreditangebot der Banken belasten. Letztlich dürften auch mögliche Auswirkungen auf die Geldmärkte der Eurozone eine vorsichtige Gangart nahe legen.

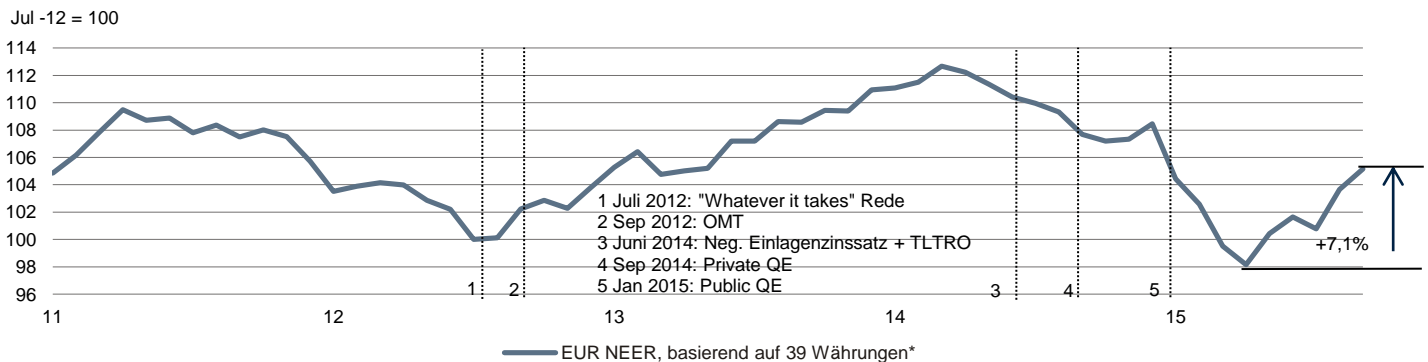


Ausblick Deutschland

Um mögliche dämpfende Effekte auf die Nachfrage nach TLTROs zu reduzieren, könnte die EZB für deren Kosten eine asymmetrische Anpassung, in der nur Zinssenkungen aber keine zukünftigen Zinserhöhungen berücksichtigt werden, ankündigen. Außerdem könnte die EZB TLTRO-Ausleihungen von den Überschussreserven der Banken, für die der negative Einlagezins gezahlt werden muss, abziehen.

Der Euro wurde seit Q1 2015 aufgewertet

4



*NEER ist der nominale, effektive Wechselkurs, der basierend auf 39 Währungen handelsgewichtet berechnet wird

Quellen: Deutsche Bank, Europäische Zentralbank, Haver Analytics

Mark Wall (+44 20 754-52087, mark.wall@db.com)

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



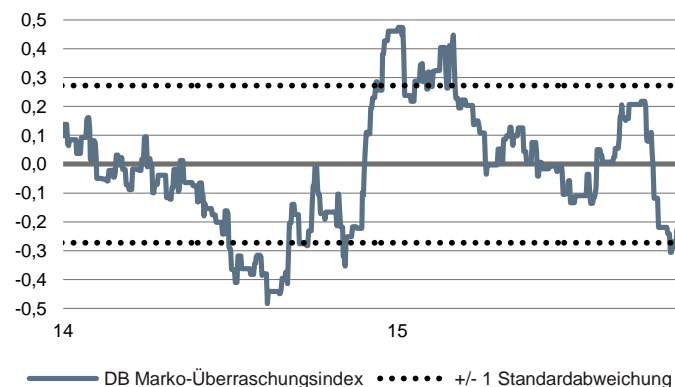
Ausblick Deutschland

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.³

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen

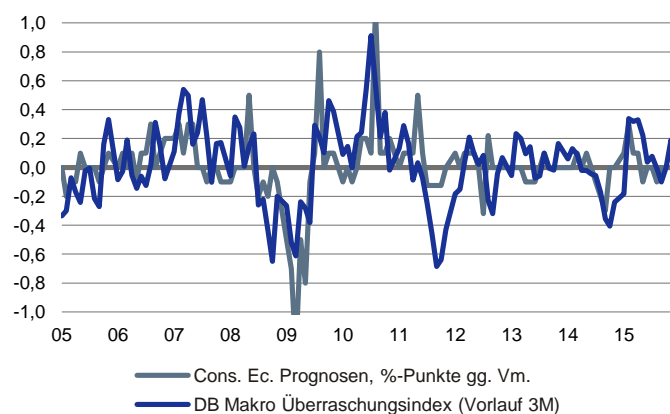


Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

DB Makro-Überraschungsindex Deutschland und Konsensusprognoserevisionen der BIP-Prognose

Konsensusprognoserevisionen gg. Vm.; Durchschnitt der letzten 20 z-Werte



Quellen: Consensus Economics Inc., Deutsche Bank Research

Letzte 20 veröffentlichte deutsche Konjunkturdaten

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	9 2015	15.09.15	67,5	64,0	3,5	0,4	0,7
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	9 2015	24.09.15	108,5	107,9	0,6	0,3	0,6
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	8 2015	29.09.15	-3,1	-3,0	-0,1	0,3	0,6
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	9 2015	30.09.15	1,0	-5,0	-6,0	-0,4	0,3
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	8 2015	30.09.15	-0,7	0,2	-0,9	-0,4	0,3
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	9 2015	01.10.15	52,3	52,5	-0,2	-0,2	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	9 2015	05.10.15	54,1	54,3	-0,2	-0,2	0,4
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	8 2015	06.10.15	-1,8	0,5	-2,3	-1,1	0,1
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	8 2015	07.10.15	-1,2	0,2	-1,4	-1,1	0,1
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	8 2015	08.10.15	12,3	16,7	-4,4	-1,7	0,0
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	10 2015	13.10.15	1,9	6,5	-4,6	-0,5	0,3
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	10 2015	13.10.15	55,2	64,0	-8,8	-1,3	0,1
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	9 2015	13.10.15	0,0	0,0	0,0	0,3	0,3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	10 2015	23.10.15	55,2	55,2	0,0	0,0	0,5
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	10 2015	26.10.15	108,2	107,8	0,4	0,2	0,6
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	9 2015	28.10.15	-4,0	-3,5	-0,5	0,0	0,4
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	10 2015	29.10.15	-5,0	-4,0	1,0	-0,2	0,4
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	10 2015	29.10.15	0,3	0,2	0,1	0,8	0,8
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	9 2015	30.10.15	0,0	0,4	-0,4	0,0	0,5
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	10 2015	02.11.15	52,1	51,6	0,5	0,5	0,8

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

³ Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
6. Nov. 2015	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	September	1,0	-1,2
9. Nov. 2015	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	September	19,0	19,7
9. Nov. 2015	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	September	2,9 (3,7)	-5,2 (4,4)
9. Nov. 2015	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	September	4,4 (4,2)	-3,2 (3,5)
13. Nov. 2015	8:00	Reales BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q3 2015	0,4	0,4
23. Nov. 2015	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	November	52,0	52,1
23. Nov. 2015	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	November	54,0	54,5
24. Nov. 2015	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	November	108,0	108,2
27. Nov. 2015	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Oktober	-0,2 (-4,0)	-0,7 (-4,0)
30. Nov. 2015	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	November	0,2 (0,5)	0,0 (0,3)
1. Dez. 2015	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	November	6,4	6,4
2. Dez. 2015	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Oktober	0,5	0,0

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

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	0,125	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,35	0,05	0,75	1,50	1,35	0,05
Dez 15	0,130	0,10	-0,05	0,50	-0,75	-0,35	0,05	0,75	1,50	1,35	0,05
Jun 16	0,630	0,10	-0,05	0,75	-0,75	-0,35	0,05	0,50	1,50	1,35	0,05
Sep 16	0,630	0,10	-0,05	0,75	-0,75	-0,35	0,05	0,50	1,50	1,35	0,05
3M Geldmarktsatz, %											
Aktuell	0,33	0,17	-0,07	0,58							
Dez 15	0,75	0,15	-0,10	0,58							
Jun 16	1,63	0,15	-0,10	0,59							
Sep 16	1,93	0,15	-0,10	0,60							
Rendite 10J Staatsanleihen, %											
Aktuell	2,22	0,32	0,57	1,97							
Dez 15	1,75	0,45	0,60	2,00							
Jun 16	2,25	0,55	0,90	2,40							
Sep 16	2,25	0,60	1,00	2,60							

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,10	120,45	0,71	0,65	1,09	9,36	7,46	9,34	4,25	313,48	27,10
Dez 15	1,05	125,00	0,69	1,52	1,12	8,90	7,46	9,37	4,18	315,00	27,20
Jun 16	0,95	127,50	0,69	1,38	1,11	8,83	7,46	8,90	4,09	317,50	27,20
Sep 16	0,93	128,75	0,71	1,31	1,11	8,79	7,46	8,85	4,05	318,75	27,20

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank

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

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



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Q4 2015	Mai 2015	Jun 2015	Jul 2015	Aug 2015	Sep 2015	Okt 2015
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	104,7	107,2	108,2	108,3		108,5	107,6	108,0	108,4	108,5	108,2
ifo Geschäftserwartungen	100,4	102,7	102,8	102,6		103,0	102,1	102,4	102,2	103,3	103,8
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	100,0	102,8	104,0	102,9		104,3	103,0	103,2	103,0	102,6	
Produktion (% gg. Vp.)	0,8	0,5	0,2			0,2	-0,9	1,2	-1,2		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,3	-1,5	3,0			-0,4	1,9	-2,2	-1,8		
Grad der Kapazitätsauslastung	84,1	84,5	84,3	84,2	84,4						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	1,3	1,1	-0,7			0,6	-2,3	0,3	-0,8		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-0,7	7,7	-4,7			4,4	-3,8	-1,0	0,4		
ifo Bauhauptgewerbe	120,4	118,8	119,9	121,3		119,8	120,4	120,0	121,0	122,8	
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	-1,2	1,0	3,0	-0,3		3,0	2,8	1,4	0,7	-2,9	-4,6
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	1,2	1,5	-0,3	0,9		0,3	-0,9	1,8	-0,7	0,0	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	2,7	6,4	4,2	6,1		-6,7	12,9	7,4	6,2	4,8	1,1
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	0,8	-3,2	5,7			0,1	4,5	-6,1	-1,2		
Exporte (% gg. Vp.)	1,3	0,6	3,4			1,6	-1,0	2,2	-5,2		
Importe (% gg. Vp.)	0,6	1,2	1,4			0,6	-0,8	2,3	-3,2		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	60,2	59,1	65,9			22,5	22,1	22,4	19,7		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,6	6,5	6,4	6,4		6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-38,3	-44,3	-25,7	3,3		-4,0	-1,0	9,0	-6,0	1,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,8	0,6	0,6	0,8		0,6	0,6	0,7	0,8	0,9	
ifo Beschäftigungsbarometer	106,4	107,6	108,0	108,1		108,2	107,8	107,2	108,4	108,6	109,1
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	0,4	-0,2	0,3	0,0		0,7	0,1	0,1	0,1	-0,2	0,2
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,1	1,0	1,1	1,0		1,4	0,9	0,9	1,1	1,1	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-1,2	-2,0	-1,4	-1,7		-1,3	-1,4	-1,3	-1,7	-2,1	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	0,9	2,3	-0,5	-7,0		-0,3	-1,6	-2,4	-9,0	-9,6	-10,7
Ölpreis (USD)	76,4	55,1	63,7	51,3		65,7	63,7	56,9	48,4	48,5	
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	8,6	0,5	6,1	4,9		8,3	7,8	7,0	1,0	6,6	1,3
EC Unternehmensumfrage	2,1	-0,4	1,5	0,8		0,9	3,2	2,0	-0,1	0,5	1,8
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	1,7	1,8	1,7								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,5	3,1								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	1,8	2,4	2,7								
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	4,8	7,2	7,6	8,1		7,2	7,6	7,9	7,3	8,1	
Trend von M3*						7,3	7,6	7,6	7,8		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	1,7	2,6	2,1	2,5		2,2	2,1	3,0	2,9	2,5	
Kredite an öffentliche Haushalte	12,6	32,3	12,2	11,1		24,9	12,2	8,9	15,5	11,1	

% 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

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
9./10. Nov.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Debatten u.a. über Herbst-Prognosen der Kommission, Griechenland, Bankenunion u. (wahrscheinlich) finanzielle Folgen der Flüchtlingskrise.
10./11. Nov.	Internationaler Gipfel der EU zur Migration (mit Vertretern Afrikanischer Staaten, der UN und des IOM), Valletta	Debatten über gemeinsame Ansätze im Mittelmeerraum, Bekämpfung des Schleusertums, verstärkte Zusammenarbeit beim Thema Rückkehr und Maßnahmen gegen Fluchtursachen – u.a. zur Förderung von Frieden, Stabilität und Entwicklung.
13. Nov.	ECOFIN-Rat, Brüssel	EU-Haushalt 2016. Dabei geht es voraussichtl. auch um Höhe der Mittel (im Ergänzungshaushalt) zur Bewältigung der Flüchtlingskrise.
15./16. Nov.	G20-Gipfel, Antalya	Hauptpunkte: 1. Stärkung der Weltkonjunktur u.a. durch Investitionen in Infrastruktur, 2. Förderung der Widerstandsfähigkeit der Märkte u.a. durch Monitoring des neuen regulatorischen Rahmens und Weiterentwicklung der G20-Agenda zu Steuern, 3. nachhaltige Entwicklung, Energie- u. Klimapolitik.
3. Dez.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Wir gehen nun davon aus, dass die EZB ihre akkommodierende Politik durch sich gegenseitig verstärkende Schritte akzentuieren wird: Eine Verlängerung des Anleihekaufprogramms um 6 Monate u. eine Verminderung des Satzes für die Einlagenfazilität um 10 Bp.
7./8. Dez.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Debatte über Stabilität der Eurozone, über die internationale Rolle des Euro, über die Lage der Pensionssysteme einschließl. der Implikationen für fiskalische Nachhaltigkeit.
17./18. Dez.	Europäischer Rat, Brüssel	Voraussichtl. Debatte über Flüchtlingskrise, Großbritanniens Anliegen in Zusammenhang mit dem dort geplanten Referendum u.a.

Quelle: Deutsche Bank Research

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

Print: ISSN 1430-7421 / Internet: ISSN 1435-0734 / E-Mail: ISSN 1616-5640