



Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

6. Oktober 2017

Autoren

Sebastian Becker
+49 69 910-21548
sebastian-b.becker@db.com

Barbara Böttcher
+49 69 910-31787
barbara.boettcher@db.com

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

Jochen Möbert
+49 69 910-31727
jochen.moebert@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

DB Research Management
Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis

Seite

Prognosen	2
Jamaika dürfte keinen fundamentalen Politikwechsel bringen	3
Kassensturz: Wie groß ist der fiskalische Spielraum der neuen Bundesregierung	7
Arrhythmischer Welthandel stagniert wieder	12
Unkonventionelle EZB-Politik: Der Ansatzpunkt verschiebt sich	15
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland	19
Exportindikator	20
Eventkalender	21
Datenkalender	21
Finanzmarktprognosen	22
Datenmonitor	23

Jamaika dürfte keinen fundamentalen Politikwechsel bringen. Der zusätzliche fiskalische Impuls der Steuer- und Ausgabenpolitik dürfte unserer Erwartung nach 2018 in der Größenordnung von 15 Mrd. EUR und 20 Mrd. EUR liegen. Dieser Betrag liegt nur geringfügig über den 15 Mrd. EUR, die vom scheidenden Finanzminister in Aussicht gestellt wurden und die wir schon in unserer BIP-Prognose von 1,8% für 2018 berücksichtigt hatten. Vorschläge im Wahlprogramm der FDP wie beispielweise eine Rückführung des ESM oder die Schaffung einer geregelten Austrittsprozedur für die Eurozone haben bei einigen EU-Politikern die Alarmglocken läuten lassen. Wir glauben allerdings nicht, dass sich diese Forderungen im Koalitionsvertrag wiederfinden werden. Trotz der FDP-Forderungen nach mehr markt- und regelbasierten Prozeduren innerhalb der EWU dürfte Deutschland im Fall einer krisenhaften Zuspitzung in einem Mitgliedsland die notwendige Unterstützung gewähren.

Kassensturz: Wie groß ist der fiskalische Spielraum der neuen Bundesregierung. Der finanzpolitische Spielraum der nächsten Regierung bleibt – trotz sprudelnder Steuereinnahmen und einer spürbar geringeren Zinslast – zumindest auf Bundesebene zunächst begrenzt. Grund dafür sind die großzügigen Ausgabensteigerungen der letzten Legislaturperiode. Die nationale Schuldenbremse begrenzt zudem die maximal zulässige (strukturelle) Nettokreditaufnahme des Bundes auf 0,35% des BIP (rund EUR 10,6 Mrd. für 2017).

Arrhythmischer Welthandel stagniert wieder. Die sehr gute Konjunkturlage und die Vorlaufindikatoren implizieren ein kräftigeres Wachstum des Welthandels. Dämpfende Effekte gehen von wieder höheren Rohstoffpreisen, zunehmenden Handelshemmnissen und strukturellen Anpassungen der Wertschöpfungsketten aus. Aus unserer Sicht dominiert aktuell die positive Konjunkturlage. Entsprechend heben wir unsere Schätzung des globalen Handelswachstums auf 4,1% für das Jahr 2017 und 4% für das Jahr 2018 an.

Unkonventionelle EZB-Politik: Der Ansatzpunkt verschiebt sich. Wir haben unsere Basisprognose geändert. Wir erwarten nunmehr eine größere Rückführung des QE-Volumens – von 60 Mrd. EUR auf 30 Mrd. (und nicht wie bisher auf 40 Mrd.). Im Gegenzug erwarten wir (i) eine Verlängerung von QE auf neun anstatt sechs Monaten (ii) eine Festlegung, die Sequenz des Ausstiegs nicht zu verändern, d.h. die Zinsen – auch den Einlagezinssatzes – erst weit nach dem Ende von QE anzuheben, und (iii) die Verknüpfung der Definition des „weit über“ im Rahmen der Forward guidance mit Bedingungen.



Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2016	2017P	2018P	2016	2017P	2018P	2016	2017P	2018P	2016	2017P	2018P
Euroland	1,7	2,2	2,0	0,2	1,5	1,4	3,5	3,0	2,6	-1,5	-1,3	-1,3
Deutschland	1,9	1,9	1,8	0,5	1,8	2,0	8,4	8,0	7,8	0,8	0,5	0,2
Frankreich	1,1	1,7	1,7	0,3	1,1	1,1	-0,9	-0,5	-0,6	-3,4	-3,0	-2,7
Italien	0,9	1,5	1,2	-0,1	1,4	1,2	2,6	2,6	2,3	-2,4	-2,3	-2,2
Spanien	3,2	3,0	2,5	-0,3	2,0	1,5	1,9	1,8	1,7	-4,5	-3,4	-2,5
Niederlande	2,2	3,2	3,3	0,1	1,2	1,3	8,5	10,2	10,2	0,4	1,1	0,5
Belgien	1,2	1,9	2,0	1,8	2,2	1,7	-0,4	0,0	0,5	-2,6	-2,1	-1,8
Österreich	1,6	2,4	1,9	1,0	2,1	1,8	1,7	2,0	2,3	-1,6	-1,0	-0,8
Finnland	1,9	2,5	1,9	0,4	0,9	1,2	-1,1	-0,5	0,0	-1,9	-0,8	-0,4
Griechenland	0,0	1,5	2,7	0,0	1,2	0,8	-0,6	-0,5	0,0	0,7	-2,0	-1,5
Portugal	1,4	2,6	1,7	0,6	1,4	1,4	0,9	0,4	0,4	-2,0	-1,6	-1,4
Irland	5,1	4,5	3,7	-0,2	0,3	1,1	3,3	4,5	3,5	-0,6	0,0	0,0
Großbritannien	1,8	1,6	1,0	0,6	2,6	2,7	-4,4	-3,8	-3,5	-2,9	-2,9	-2,6
Dänemark	1,7	1,6	1,8	0,3	1,2	1,4	6,5	7,5	7,3	-2,1	-1,2	-0,7
Norwegen	0,7	1,3	1,9	3,6	2,0	2,0	4,4	6,1	6,4	3,0	3,6	3,8
Schweden	3,0	2,7	2,4	1,0	1,6	1,8	4,7	4,8	4,8	2,0	0,7	0,7
Schweiz	1,3	1,5	1,9	-0,3	0,3	0,3	9,5	11,2	11,0	-0,1	0,5	0,5
Tschech. Rep.	2,3	2,8	2,1	0,7	2,5	2,1	1,1	1,1	1,0	0,6	-0,6	-0,6
Ungarn	2,0	3,8	3,5	0,4	2,3	2,5	5,5	3,0	2,3	-1,9	-2,3	-2,4
Polen	2,7	3,4	3,2	-0,6	1,8	2,0	-0,3	-1,1	-1,2	-2,5	-2,9	-3,0
USA	1,5	2,1	2,4	1,3	2,1	1,9	-2,6	-2,9	-3,2	-3,1	-3,6	-2,8
Japan	1,0	1,8	0,7	-0,1	0,3	0,4	3,7	3,6	3,5	-3,5	-3,5	-3,1
China	6,7	6,7	6,3	2,0	1,7	2,7	1,8	1,3	1,1	-3,8	-4,0	-4,0
Welt	3,1	3,6	3,7	4,3	5,2	4,3						

*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.

	2014					2015					2016				2017				2018			
	2014	2015	2016	2017P	2018P	Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	
BIP	1,9	1,7	1,9	1,9	1,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	
Privater Konsum	1,0	1,7	2,1	1,8	1,8	0,4	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	
Staatsausgaben	1,5	2,9	3,7	1,5	1,1	0,2	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	
Anlageinvestitionen	3,7	1,5	3,1	3,6	3,1	2,7	1,0	1,1	1,0	1,0	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	
Ausrüstungen	5,9	3,9	2,2	2,2	3,8	2,1	1,2	1,5	1,0	1,0	1,0	0,8	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5	1,0	0,8	0,8	0,5	
Bau	2,3	-1,4	2,7	4,7	3,5	3,4	0,9	1,0	1,2	1,2	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	
Lager, %-Punkte	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,7	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Exporte	4,6	5,2	2,6	3,7	3,8	1,6	0,7	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	
Importe	3,6	5,6	3,9	4,4	4,6	0,4	1,7	1,2	1,1	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,0	1,2	1,2	1,2	
Nettoexport, %-Punkte	0,4	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,6	-0,4	0,1	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	
Konsumentenpreise*	0,9	0,2	0,5	1,8	2,0	1,9	1,7	1,8	1,8	1,8	2,0	2,2	2,1	2,0	2,0	2,2	2,1	2,0	2,2	2,1	2,0	
Arbeitslosenquote, %	6,7	6,4	6,1	5,7	5,5	5,9	5,7	5,7	5,6	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4	5,4	5,4	5,4	5,6	5,5	5,4	5,4	
Industrieproduktion**	1,5	1,1	1,4	3,0	1,8																	
Budgetsaldo, % BIP	0,3	0,7	0,8	0,9	0,6																	
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	74,9	71,2	68,3	65,1	62,1																	
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,3	8,3	8,4	8,0	7,8																	
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	213	253	263	259	260																	

*Inflationsdaten für Deutschland basieren auf nationaler Abgrenzung. Dies kann zu Diskrepanzen zu anderen DB Publikationen führen. ** Verarbeitendes Gewerbe (NACE C)

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

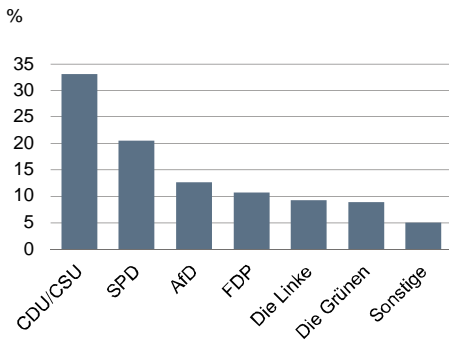


Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

Jamaika dürfte keinen fundamentalen Politikwechsel bringen

Ergebnisse der Bundestagswahl

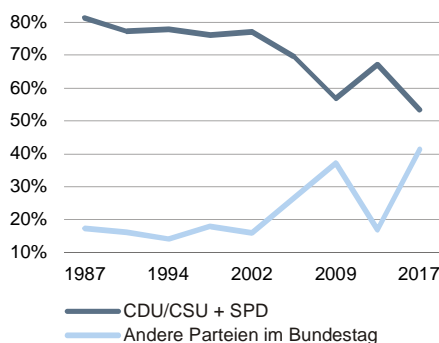
1



Quelle: Bundeswahlleiter

Abnehmende Bedeutung der beiden großen Parteien
Stimmanteile in Prozent

2



Quelle: Infratest dimap, September 2017

In Reaktion auf die Bundestagswahl am 24. September haben die Parteien begonnen, ihr Wahlergebnis zu analysieren und sich neu zu positionieren. Das trifft insbesondere für die beiden großen Volksparteien (also Union und SPD) zu, die zusammen knapp über 50% der Stimmen vereinen. Demgegenüber stehen Stimmanteile von 70-80% in den 1980ern und 1990ern (siehe Grafik). Erste personalpolitische Entscheidungen wurden bereits getroffen.

Wie eine Umfrage (Infratest dimap) Ende September zeigt, sind 70% aller Befragten besorgt, dass die Spaltung der Gesellschaft zunimmt. Gleichzeitig erwarten 67% einen massiven Anstieg der Verbrechen und Straftaten. Knapp die Hälfte der Befragten (46%) befürchtet zudem einen zu starken Einfluss des Islams in Deutschland.

Viele Deutsche scheinen die großen Parteien nicht in der Lage zu sehen, diese Probleme lösen zu können. So spricht nur eine kleine Mehrheit von 51% bzw. 50% der CDU/CSU Kompetenz in der Terror- bzw. Kriminalitätsbekämpfung zu. Selbst was soziale Gerechtigkeit angeht, wird der SPD lediglich von 38% der Befragten Kompetenz zugeschrieben (CDU/CSU: 23%). Im Gegenteil: Viele Deutsche machen beide großen Parteien für gravierende gesellschaftliche Probleme verantwortlich. 69% der Befragten stimmen der Aussage zu, dass sich unter CDU/CSU die Schere zwischen Arm und Reich weiter geöffnet hat, während 55% die These bejahen, CDU/CSU hätten die Sorgen und Befürchtungen der Bevölkerung in der Flüchtlingspolitik weitestgehend ignoriert. Der SPD wird vorgehalten, kein Konzept zur Erhöhung der sozialen Gerechtigkeit in petto zu haben (80%) und sich nicht genug um gesellschaftlich Schwächere zu kümmern (58%).

Vor diesem Hintergrund stimmten viele Deutsche für Populisten extremer Seiten, insbesondere für die AfD. Das Hauptmotiv vieler AfD-Wähler: Enttäuschung über die großen Parteien. Während nur 31% der Befragten überzeugt sind, dass die AfD bessere Lösungen bereithält, wählten 61% die AfD in erster Linie aus Protest gegenüber den Etablierten. Im Gegensatz dazu wurde für nahezu alle anderen Parteien primär aus Überzeugung gestimmt, insbesondere für CDU/CSU (78%) und Die Grünen (73%).

SPD geht in die Opposition ...

Ansichten über die AfD: Zustimmung in %

3



Quelle: Infratest dimap, September 2017

Noch am Wahlabend sprach sich SPD-Frontmann Schulz explizit gegen eine erneute große Koalition aus und kündigte an, dass die SPD die Rolle des Oppositionsführers im Bundestag übernehmen werde. Ein führender SPD-Politiker betonte überdies kürzlich, dass eine Regierung mit CDU/CSU nur dann zur Debatte stünde, wenn Merkel zurückträte – was angesichts der aktuellen politischen Lage mehr als unwahrscheinlich ist. Trotz des schwachen Wahlergebnisses kündigte Schulz an, Parteivorsitzender der SPD zu bleiben. Die SPD-Spitze wird er künftig allerdings mit der ehemaligen Arbeitsministerin Andrea Nahles, die zur neuen Vorsitzenden der SPD-Bundestagsfraktion gewählt wurde, teilen müssen. Einige Experten sehen darin bereits ein erstes Zeichen für die nächste Bundestagswahl 2021. Schulz und Nahles gehören dem linken Flügel der SPD an, was das sozialdemokratische Profil der Partei schärfen dürfte. Infolgedessen werden der neuen Regierung mit der SPD und der Linken zwei linke Oppositionsparteien gegenüberstehen, die zusammen auf 222 Sitze und damit 35% aller Sitze im Bundestages kommen.



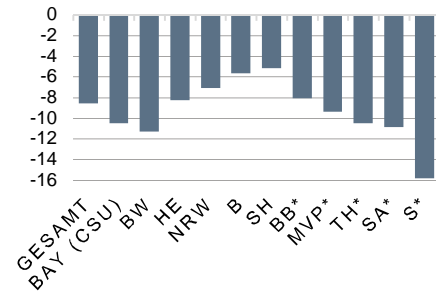
Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

... während CDU/CSU zunächst innerparteilich zusammenfinden müssen

CDU & CSU Wahlergebnis in ausgewählten Bundesländern

4

Differenz zum Wahlergebnis 2013



BAY = Bayern, BW Baden-Württemberg, HE Hessen; NRW Nordrhein-Westfalen, B Berlin, SH Schleswig-Holstein, BB Brandenburg, MVP Mecklenburg-Vorpommern, TH Thüringen, SA Sachsen-Anhalt, S Sachsen
* Ostdeutsches Bundesland

Quelle: Bundeswahlleiter

Angela Merkel plant derzeit, zügig und ohne viel Aufsehen eine neue Koalition zu bilden. Trotz des schwachen Wahlergebnisses ihrer Partei sieht Merkel keine Fehler in ihrer Wahlkampagne oder in der Arbeit der großen Koalition. Im Gegensatz dazu fordern vor allem führende Parteimitglieder aus den ostdeutschen Bundesländern, in denen die CDU viele Stimmen an die AfD verloren hat, eine substanzielle Stärkung des traditionell konservativen Parteiprofils. Die CDU sei in den vergangenen Jahren immer mehr vom rechten Zentrum abgerutscht und habe so Platz für andere Parteien geschaffen, so der Vorwurf. Ähnliche Verlautbarungen kamen auch aus Kreisen der bayerischen Schwester CSU.

CSU-Vorsitzender Seehofer befürwortet indessen ebenfalls eine konservativere Ausrichtung der Asylpolitik und der inneren Sicherheit, dies auch aus Sorge um die bevorstehende Landtagswahl in Bayern 2018. Gleichzeitig fordert er einen stärkeren Fokus auf sozialpolitische Aspekte. Um seiner Position Nachdruck zu verleihen, deutete Seehofer an, die Parteibasis der CSU möglicherweise über die Aufnahme von Koalitionsgesprächen mit der CDU abstimmen zu lassen.

Bevor Merkel also vorläufige Gespräche mit anderen Parteien aufnehmen kann, muss sie zunächst die Konflikte zwischen den Unionsparteien lösen. Das könnte sich bis zum CSU-Parteitag am 17. und 18. November ziehen. Kommen den Sonntag (8. Oktober) wollen sich Merkel, Seehofer und andere führende Mitglieder der beiden Schwesterparteien erstmals zu Sondierungsgesprächen treffen.

Vor Kurzem hat zudem eine personalpolitische Entscheidung der CDU Aufmerksamkeit erregt: Finanzminister Schäuble wird das Kabinett verlassen und Präsident des Bundestags werden – eine ehrenvolle und zugleich weniger anstrengende Aufgabe. Das Amt des Finanzministers wird derzeit Merckels enger Verbündeter Peter Altmaier, derzeit Chef des Bundeskanzleramts, zeitweise übernehmen. Der Wechsel Schäubles mag zweifelsohne eine große Lücke hinterlassen, gleichzeitig gibt er Merkel allerdings auch einen größeren Spielraum bei der Bildung einer Jamaika-Koalition. Dies ist umso wichtiger, als Merkel in ihrer Funktion als CDU-Parteivorsitzende die Aufgabe obliegt, einen neuen Spitzenkandidaten für die Bundestagswahl 2021 aufzubauen.

Junior-Partner der Jamaika-Koalition positionieren sich

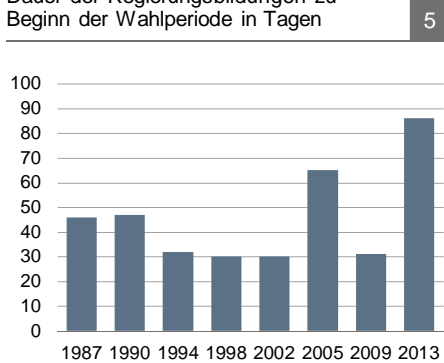
Teile der FDP haben bereits das Recht, einen neuen Finanzminister zu nominieren, für sich beansprucht. Parteichef Lindner wurde einstimmig zum Fraktionsvorsitzenden der FDP gewählt – ein wichtiges Zeichen für den weiteren politischen Kurs und die Positionierung der FDP in einer möglichen Jamaika-Koalition. Was die Beliebtheit in der Bevölkerung angeht (ZDF Politbarometer) rangiert Lindner nunmehr unmittelbar hinter Merkel und Schäuble, während CSU-Chef Seehofer den letzten Rang der Top 10 einnimmt.

Ähnlich wie die FDP zeigen sich die Grünen selbstbewusst, verzichten aber auf eine Provokation der Union. Die Partei hat einstimmig einer Kommission für Sondierungsgespräche, bestehend aus Parteimitgliedern des linken Flügels und des gemäßigten Zentrums, zugestimmt. Ein Zieldatum für solche Gespräche gibt es jedoch nicht. Dass es noch vor der Landtagswahl in Niedersachsen am 15. Oktober zu Gesprächen kommt, scheint unwahrscheinlich.



Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

Dauer der Regierungsbildungen zu Beginn der Wahlperiode in Tagen



Quelle: Deutscher Bundestag

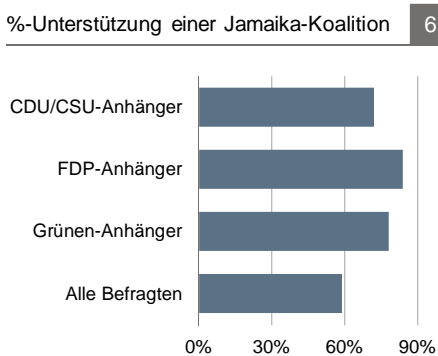
Zwar wird die Koalitionsbildung nicht einfach, Neuwahlen bleiben dennoch unwahrscheinlich

Das neue Parlament muss innerhalb von 30 Tagen nach der Wahl, also spätestens bis zum 24. Oktober, zu einer konstituierenden Sitzung zusammenkommen. Im Gegensatz dazu sieht die deutsche Gesetzgebung keine Frist für die Wahl des neuen Bundeskanzlers vor. Nichtsdestotrotz bedeutet das nicht, dass den beteiligten Akteuren – in erster Linie dem Bundespräsidenten, der den Bundeskanzlerkandidaten formell nominieren muss – eine unbegrenzte Frist eingeräumt wird. Stattdessen soll der Vorschlag des Kandidaten innerhalb einer „angemessenen Zeitspanne“ erfolgen, die Experten zufolge sechs Monate lang sein kann. Im schlimmsten Fall müsste der Präsident einen Kandidaten vorschlagen, der keine Aussicht auf eine Mehrheit der Stimmen im Bundestag hätte. Scheitert das Parlament an der Aufgabe, einen neuen Bundeskanzler zu wählen, kann es zu Neuwahlen kommen.

Aus derzeitiger Sicht erscheint die Gefahr einer Neuwahl jedoch sehr gering. Zu groß ist die Wahrscheinlichkeit, dass es Merkel gelingen wird, eine Jamaika-Koalition zu bilden, auch wenn eine solche Koalitionsbildung bis Anfang 2018 andauern könnte. Dennoch sind sich alle beteiligten Akteure ihrer Verantwortung, eine neue, handlungsfähige Regierung zu bilden, ebenso bewusst wie der Tatsache, dass Neuwahlen Populisten, in erster Linie der AfD, in die Hände spielen würden. Einen weiteren Anreiz dürften die vier Parteien einer Jamaika-Koalition darin sehen, dass eine klare Mehrheit der Deutschen (59%, siehe Grafik) und damit deutlich mehr als noch vor der Bundestagswahl (damals nur eine kleine Minderheit) eine Jamaika-Koalition favorisiert.

Wie könnte Jamaika funktionieren?

%-Unterstützung einer Jamaika-Koalition



Quelle: ZDF Politbarometer, 28. September 2017

Es versteht sich von selbst, dass die folgenden Überlegungen von Natur aus hoch spekulativ sind. Unter der Annahme, dass eine Jamaika-Koalition alternativlos ist – zumindest solange die SPD eine große Koalition verweigert – scheinen die Junior-Partner von Jamaika einen konstruktiven Ansatz zu wählen. Damit Jamaika funktioniert, muss jedoch jede Partei Eingeständnisse machen. Gleichzeitig sollten alle Parteien Themen finden können, bei denen sie ihre jeweiligen Ansichten durchsetzen können. Am einfachsten sollte dies in Hinblick auf Bildung, Investitionen in öffentliche Infrastruktur und Digitalisierung werden. FDP und Grüne stimmen außerdem über die Bedeutung des Umweltschutzes überein, wenngleich sich die FDP für eine marktbasierende Lösung, die Grünen für direkte Politikinterventionen einschließlich Verbote (z.B. von Verbrennungsmotoren bis 2030) aussprechen. Einen möglichen Mix dieser beiden Ansätze sehen wir nicht. Ferner halten wir eine diesbezügliche Einigung für unwahrscheinlich, zumal diese langfristigen Ziele die vierjährige Regierungsperiode der Jamaika-Koalition weit übersteigen. Vielmehr erwarten wir, dass solche Ziele, die über die Regierungsdauer der Jamaika-Koalition hinausgehen, als politische Absicht in einer für alle akzeptablen Weise formuliert werden.

Vorsicht vor einer Ausgabenexplosion!

Die Senkung der Einkommensteuer stellt für alle vier Jamaika-Parteien ein zentrales Wahlversprechen dar, weshalb eine Entlastung wahrscheinlich ist, die zwischen den von der CDU versprochenen 15 Mrd. und den von der FDP angestrebten 30 Mrd. liegt. Umverteilungsmaßnahmen wie ein höherer Spitzensteuersatz oder eine Vermögenssteuer für „Super-Reiche“, wie sie von den Grünen gefordert wird, sind mit Jamaika allerdings nahezu undenkbar. Vorstellbar sind hingegen die von den Grünen und in ähnlicher Weise von der CSU geforderten höheren Sozialausgaben für Geringverdiener und Familien. Alles in allem muss



Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

die Fiskalpolitik einer Jamaika-Koalition so ausgestaltet werden, dass jede Partei zum Zug kommt. Einschränkungen ergeben sich jedoch durch die Schuldenbremse (-0,35% des BIP) sowie durch das wiederholte Pochen der CDU auf einen ausgeglichenen Bundeshaushalt. Selbst unter Annahme einer guten konjunkturellen Entwicklung, welche ceteris paribus einen einstelligen Milliardenüberschuss auf Bundesebene impliziert, ist der fiskalpolitische Spielraum im Jahr 2018 auf rund 15 Mrd. begrenzt. Entlastungen in Höhe von EUR 30 Mrd., wie die FDP sie fordert, erscheinen vor diesem Hintergrund als ein sehr ehrgeiziges Ziel, selbst wenn man bedenkt, dass die Hälfte einer solchen Steuersenkung auf Kosten der Länder und Kommunen gehen würde.

Tatsächliche Steuersenkungen werden somit vermutlich eher EUR 20 Mrd. liegen, hinzu kommen zusätzliche Ausgaben zwischen EUR 3 und 5 Mrd. Nachdem Steuersenkungen bis zum 1. Januar 2018 unwahrscheinlich sind und zusätzliche Ausgaben erst im Laufe der Zeit realisiert werden, sollte ein solches Entlastungspaket ausreichend große Sicherheitsmargen bieten. Zudem darf man von einem partiellen Selbstfinanzierungseffekt ausgehen.

BIP-Auswirkungen unter einem Viertelprozentpunkt – und schon längst berücksichtigt

Das bedeutet, dass der zusätzliche steuerliche Impuls im Jahr 2018 zwischen EUR 15 und 20 Mrd. liegen könnte – und somit nur geringfügig über den vom scheidenden Finanzminister Schäuble versprochenen EUR 15 Mrd., die wir bereits in unserer 1,9% BIP-Wachstumsprognose für das Jahr 2018 berücksichtigt haben. Selbst wenn wir einen besonders hohen fiskalischen Multiplikator von 0,5 unterstellen, käme es lediglich zu einer Veränderung unserer Prognose um weniger als einen Prozentpunkt des BIPs.

... und was ist mit Europa?

Das Wahlprogramm der FDP dürfte einige der europafreundlich gesinnten Leser durch die Forderungen, den Europäischen Rettungsschirm zurückzuschrauben und ein geordnetes EWU-Austrittsverfahren einzuführen, gründlich verschreckt haben. Trotzdem bezweifeln wir, dass diese beiden Forderungen es in den Koalitionsvertrag schaffen. Ein Währungsaustrittsverfahren dürfte von Merkel mit Hinweis darauf, dass dazu eine Verfassungsänderung notwendig wäre, für den sich mit aller Wahrscheinlichkeit keine Mehrheit unter EWU-Ländern finden würde, schnell vom Tisch geräumt werden.

Gleichzeitig bleibt es unwahrscheinlich, dass sich der EU-freundliche Ansatz der Grünen, der unter anderem auf die Bereitstellung zusätzlicher finanzieller Ressourcen abzielt, durchsetzt. Der konservative Richtungswechsel der CDU/CSU lässt vermuten, dass die Union nur dann grünes Licht für zusätzliche finanzielle Mittel geben würde, sollten sich die anderen Staaten zu Reformen und zu einer strengeren Einhaltung der bestehenden Regeln bereit zeigen. Sollte ein anderes EWU-Land in eine Krise schlittern, so kann es – trotz der Forderung der FDP nach einem markt- und regelbasierten Verfahren innerhalb der EWU – aller Wahrscheinlichkeit nach dennoch auf eine Rettung durch Deutschland zählen.

Barbara Böttcher (+49 69 910-31787, barbara.boettcher@db.com)

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

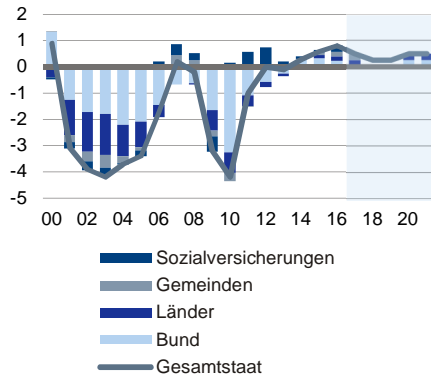


Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

Überschüsse dank guter Konjunktur und Niedrigzinsen

1

Gesamtstaatlicher Haushaltsaldo*, % BIP



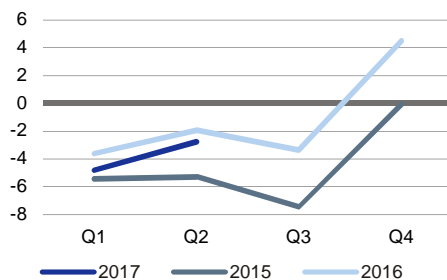
* Prognosen: Deutsches Stabilitätsprogramm (Stand: April 2017)

Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Aktuelle Finanzlage der Sozialversicherungsträger insgesamt*

2

Kumulierter Finanzierungssaldo, EUR Mrd.



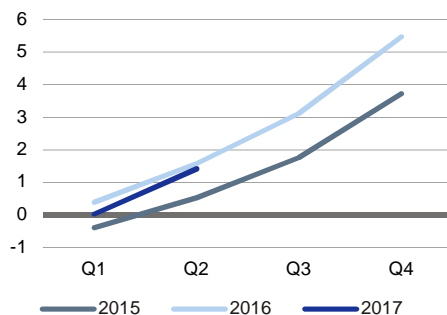
* GRV, GKV, BA und SPV

Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Arbeitsmarktboom beschert BA satte Überschüsse!

3

Kumulierter Finanzierungssaldo, EUR Mrd.



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Kassensturz: Wie groß ist der fiskalische Spielraum der neuen Bundesregierung?

- Die deutschen Staatsfinanzen stehen dank Sonderkonjunktur und einem kräftigem Steueranstieg derzeit blendend da – trotz hohem Ausgabenwachstum. Der gesamtstaatliche Haushalt dürfte 2017 das vierte Jahr in Folge mit einem deutlichen Überschuss abschließen. Die Bundesregierung rechnet in dem Stabilitätsprogramm (Stand: April 2017) – eine Anforderung im Rahmen der EU-Haushaltsüberwachung – mit einem gesamtstaatlichen Plus von rund EUR 16 Mrd. (bzw. 0,5% des erwarteten BIP für 2017) sowie weiteren, durchgängigen Überschüssen bis 2021. Der Bund wird laut Haushaltsentwurf 2018 und Finanzplan bis 2021 in den vier nächsten Jahren ohne neue Schulden auskommen (Schwarze Null).
- Der finanzpolitische Spielraum der nächsten Regierung bleibt dennoch – trotz sprudelnder Steuereinnahmen und einer spürbar geringeren Zinslast – zumindest auf Bundesebene zunächst begrenzt. Grund dafür sind die großzügigen Ausgabensteigerungen der letzten Legislaturperiode (insbesondere im Bereich der Rente und der sonstigen Sozialausgaben). Die nationale Schuldenbremse begrenzt zudem die maximal zulässige (strukturelle) Nettokreditaufnahme des Bundes auf 0,35% des BIP (rund EUR 10,6 Mrd. für 2017). Zudem trüben aufgrund von Sondereffekten niedrigere Bundessteuern das insgesamt sehr gute Bild des Bundeshaushaltes.
- Eine anhaltend dynamische Konjunkturentwicklung und höher als erwartete Steuer(mehr)einnahmen könnten jedoch schon bald neue fiskalische Spielräume für zusätzliche staatliche Investitionen und Steuersenkungen schaffen. Aktuelle Konjunkturindikatoren (wie z.B. Ifo und PMI) deuten auf eine anhaltend robuste Konjunktur und damit ein gewisses positives Überraschungspotenzial bei den Staatsfinanzen hin.

Ausgangslage: Sonderkonjunktur und Niedrigzinsen lassen gesamtstaatliche Kassen klingen

Solide Finanzlage bei den Gebietskörperschaften und Sozialversicherungen ...

Die deutschen Staatsfinanzen stehen derzeit insgesamt blendend da – dank Sonderkonjunktur und einem kräftigem Steueranstieg und trotz hohem Ausgabenwachstum. Bereits 2016 wurde nach Daten des Statistischen Bundesamtes auf gesamtstaatlicher Ebene in Abgrenzung der Finanzstatistiken¹ ein sattes Plus von EUR 25,8 Mrd. (0,8% des BIP) erwirtschaftet. Die gesamtstaatliche Ebene umfasst sowohl die Haushalte der Gebietskörperschaften (Bund, Länder, Gemeinden und deren Extrahaushalte) als auch die Finanzlage der Sozialversicherungsträger. Die Sozialversicherungsträger bestehen aus der Gesetzlichen Rentenversicherung (GRV), den gesetzlichen Krankenversicherungen (GKV), der sozialen Pflegeversicherung (SPV) und der Bundesagentur für Arbeit (BA).

Im abgelaufenen Haushaltsjahr 2016 wurde das gesamtstaatliche Plus auf breiter Basis erzielt. So erzielten nach Daten der Deutschen Bundesbank (Monatsbericht September 2017) bei den Gebietskörperschaften sowohl der Bund (EUR 7,4 Mrd. oder 0,24% des BIP) und die Länder (EUR 4,9 Mrd.; 0,16%) als auch die Gemeinden (EUR 5,2 Mrd.; 0,17%) solide Überschüsse (die beiden letzteren

¹ Die in Abgrenzung der Finanzstatistiken erhobenen Daten zu den öffentlichen Finanzen weisen in der Regel (geringfügige) Differenzen zu den in Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamt-

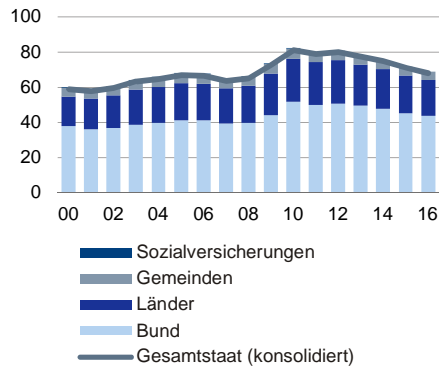


Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

Schuldenquote rückläufig, aber noch immer über der Maastricht-Grenze

4

Gesamtstaatliche Verschuldung, % BIP

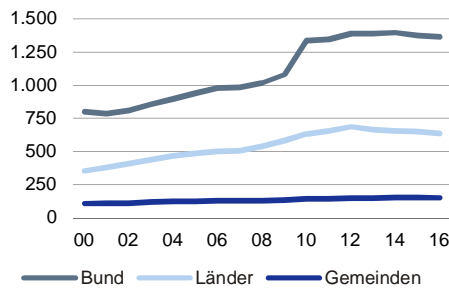


Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Bundes- und Länderschulden sinken auch absolut betrachtet

5

Gesamtstaatliche Verschuldung, EUR Mrd.

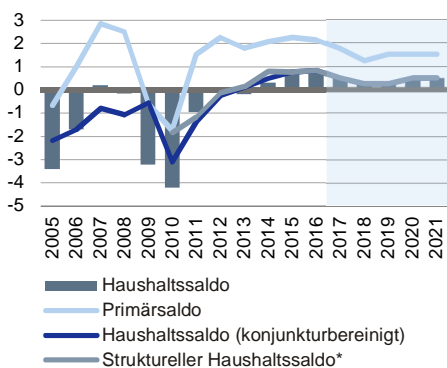


Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

DE: Solide öffentliche Finanzlage dürfte laut Regierung anhalten

6

Gesamtstaat, % BIP



* konjunkturebereinigt und exklusive Sondereffekte.
Prognosen: Stabilitätsprogramm (April 2017).

Quellen: Eurostat, AMECO, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

in aggregierter Betrachtung). Darüber hinaus erwirtschafteten sämtliche Sozialversicherungsträger – mit Ausnahme der defizitären GRV – teils signifikante Finanzierungsüberschüsse. Insgesamt (also in Summe) erzielten die Sozialversicherungsträger einen Überschuss in Höhe von EUR 8,2 Mrd. oder 0,26% des BIP und steuerten damit rund ein Drittel zum gesamtstaatlichen Haushaltsüberschuss bei (siehe Grafik 1). Auch im bisherigen Jahresverlauf haben die Sozialversicherungskassen enorm vom anhaltenden Arbeitsmarktboom profitiert, der zu einem deutlichen Aufbau an sozialversicherungspflichtigen Jobs und damit sprudelnden Beitragseinnahmen geführt hat. Dennoch wies der Finanzierungssaldo der Sozialversicherungsträger nach Daten der Deutschen Bundesbank für das erste Halbjahr 2017 insgesamt ein leichtes – kumuliertes – Finanzierungsdefizit von rund EUR 2,8 Mrd. auf (siehe Grafik 2). Das Minus geht auf Defizite in der GRV (EUR 1,6 Mrd.), der GKV (EUR 1,6 Mrd.) und der SPV (EUR 0,9 Mrd.) zurück, denen ein Überschuss der BA in Höhe von EUR 1,4 Mrd. gegenübersteht (siehe Grafik 3). In den Jahren 2015 und 2016 lag der kumulierte Finanzierungssaldo jedoch auch zum gleichen Zeitpunkt des Jahres im Minus und schloss dennoch auf Gesamtjahresbasis annähernd ausgeglichen bzw. mit einem ordentlichen Überschuss ab (siehe Grafik 2). Insgesamt erwarten wir für das Gesamtjahr 2017 und 2018 erneut gesamtwirtschaftliche Überschüsse. Aufgrund der besser als erwarteten Konjunktur- und Finanzlage der öffentlichen Haushalte gehen wir nunmehr davon aus, dass sich der gesamtstaatliche Überschuss bei unveränderter Politik auf rund 0,9% des BIP 2017 und 1,1% des BIP 2018 erhöhen würde (gegenüber den zuvor erwarteten 0,5% bzw. 0,2% des BIP).

... ebnet den Weg für eine sinkende öffentliche Verschuldung

Dank der sehr robusten deutschen Konjunktur und einer absoluten Schuldenrückführung auf Bundes- und Länderebene sank – nach Daten der Deutschen Bundesbank – die gesamtstaatliche Verschuldungsquote 2016 das sechste Jahr in Folge auf nunmehr 68,1% Ende 2016 (von einem zwischenzeitlichen Höchststand von 81,0% 2010) (siehe Grafik 4)². Während die Verschuldung der Länder zwischen 2012 und 2016 signifikant zurückging (um EUR 48,5 Mrd. bzw. 7,1% gegenüber 2012), sank die Bundesschuld zwischen 2014 und 2016 in deutlich geringerem Umfang (um EUR 29,6 Mrd. bzw. 2,1% gegenüber 2014) (siehe Grafik 5).

Ohne die kräftige Ausweitung bei den konsumtiven Staatsausgaben (insbesondere im Bereich der Sozialausgaben – Stichwort: „Mütterrente“, „Rente mit 63“) hätte der Bund ein deutlich größeres Plus erwirtschaften und dementsprechend seine Verschuldung noch kräftiger zurückführen können. Dies wäre für die scheidende Regierung angesichts der erheblichen (mittel- und langfristigen) demografischen Belastungen für den Staatshaushalt geboten gewesen und dank der derzeit äußerst positiven Sondereinflüsse – sowohl auf der Einnahmenseite (Steuerboom dank Sonderkonjunktur und kalter Progression) und Ausgaben-seite (Niedrigzinsen und fallende Zinsausgaben; kräftiges Beitragsplus der Sozialversicherung dank dem Arbeitsmarktboom) – ein Leichtes gewesen.

Regierung mit kräftigem konjunkturellen Rückenwind

Weiterhin günstige Finanzlage der öffentlichen Haushalte ...

2017 dürfte der gesamtstaatliche Haushalt (Bund, Länder, Gemeinden und Sozialversicherungsträger plus Extrahaushalte) das vierte Jahr in Folge mit einem

rechnung (VGR) veröffentlichten Zahlen auf. So betrug z.B. der deutsche gesamtstaatliche Finanzierungsüberschuss im abgelaufenen Haushaltsjahr 2016 laut Eurostat etwas niedrigere EUR 23,7 Mrd. (statistische Erfassung nach Maastricht-Definition).

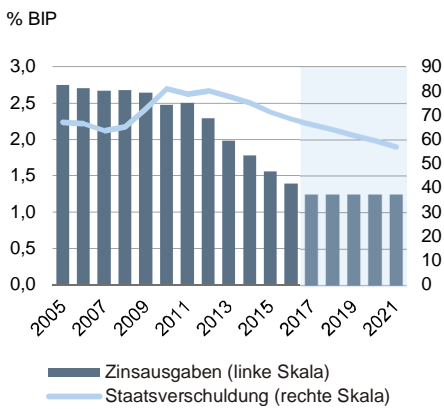
² Auf Basis von Eurostat-Daten betrug die gesamtstaatliche Verschuldungsquote Deutschlands Ende 2016 (nach Maastricht-Definition) 68,3% des BIP.



Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

Laut Stabilitätsprogramm könnte die Schuldenquote 2020 unter 60% fallen

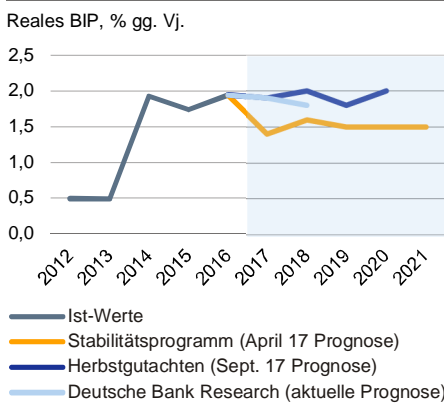
7



Quellen: Eurostat, AMECO, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

DE: Wachstumsprognosen im Überblick

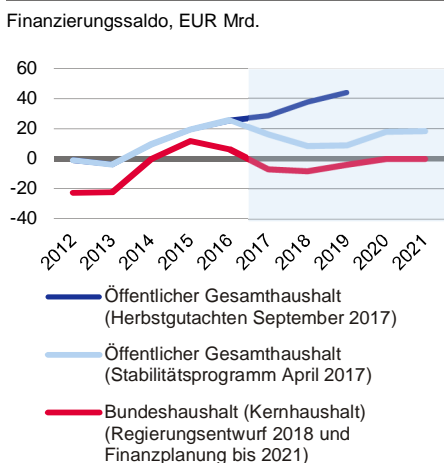
8



Quellen: Deutsche Bundesbank, Bundesfinanzministerium, Gemeinschaftsdiagnose 2/2017, Deutsche Bank Research

Deutscher Fiskalausblick hat sich weiter aufgehellt

9



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

deutlichen Plus abschließen. Laut Stabilitätsprogramm (Stand: April 2017) rechnet die scheidende Bundesregierung auch für dieses Jahr mit einem gesamtstaatlichen Plus, das allerdings im Vergleich zum Vorjahr etwas geringer ausfallen könnte (EUR 16 Mrd. bzw. 0,5% des BIP 2017 gegenüber EUR 25,8 Mrd. oder 0,8% 2016 nach Daten der Finanzstatistik bzw. EUR 23,7 Mrd. oder 0,8% des BIP nach Eurostat-Daten). Angesichts des anhaltenden Wirtschaftsaufschwungs, eines brummenden Arbeitsmarktes und historisch niedriger staatlicher Schuldzinsen geht die Bundesregierung auch in den nächsten vier Jahren von durchgängigen gesamtstaatlichen Haushaltsüberschüssen aus (siehe Grafik 6).

Die oben genannten Prognosen der Bundesregierung sind unserer Einschätzung nach mit erheblichen Aufwärtsrisiken versehen, da die den Prognosen/Soll-Werten zugrundeliegenden Wachstumsannahmen mittlerweile als deutlich zu gering erscheinen. Während die Bundesregierung in ihrem im April 2017 veröffentlichten Stabilitätsbericht noch von einem realen (nominalen) BIP-Wachstum von 1,4% (2,8%) für 2017 und 1,6% (3,2%) für 2018 ausging, haben sich die Wachstumsaussichten zwischenzeitlich merklich aufgehellt. Der Aufschwung hat zuletzt nicht nur an Stärke, sondern auch an Breite gewonnen (zusätzlich zum Privatkonsum beleben sich auch die Investitionen und der Außenhandel). Unsere aktuellen Wachstumsprognosen (reales BIP) liegen mittlerweile bei deutlich höheren 1,9% für 2017 und 1,8% für 2018. Auch in dem Ende September veröffentlichten Herbstgutachten (Gemeinschaftsdiagnose) erwarten die von Bundesregierung betrauten Konjunkturforschungsinstitute einen anhaltend kräftigen Aufschwung der deutschen Wirtschaft.

Die Institute gehen nunmehr von realen Wachstumsraten von 1,9% für 2017, 2,0% für 2018 und 1,8% für 2019 aus (siehe Grafik 8). Daher ist davon auszugehen, dass die bessere Konjunkturlage weitere positive Überraschungen für die öffentlichen Haushalte bereithält. Aufgrund der besseren Wachstumsaussichten prognostizieren die Forschungsinstitute nunmehr für die nächsten drei Jahre kräftig steigende gesamtstaatliche Haushaltsüberschüsse (Gebietskörperschaften und Sozialversicherungsträger). Konkret erwarten sie einen öffentlichen Überschuss von EUR 28,3 Mrd. 2017 (dies entspricht auf Basis der BIP-Prognose der Institute rund 0,9% des BIP) (zum Vergleich 2016: EUR 25,8), EUR 37,3 Mrd. (1,1%) 2018 und EUR 43,7 Mrd. (1,2%) 2019 (siehe Grafik 9). Eine wesentliche Annahme ist, dass die gesamten Staatseinnahmen in den nächsten beiden Jahren mit rund 3,8% und 3,7% weiterhin kräftiger wachsen als die Staatsausgaben (2018: 3,3%; 2019: 3,4%). Diese Analyse basiert allerdings auf einer unveränderten Steuer- und Ausgabenpolitik.

... hat allenthalben zu Steuersenkungs- und Ausgabensteigerungsversprechen geführt

Nach dem Ausgang der Bundestagswahl kann eine stabile – mit einer absoluten Mehrheit ausgestattete – Regierungskoalition nur über eine sogenannte Jamaika-Koalition aus CDU/CSU, FDP und Grünen oder einer erneuten Großen Koalition aus CDU/CSU und SPD erreicht werden. Sowohl die Union (aus CDU und CSU) hat in ihrem gemeinsamen Wahlprogramm mit moderaten Steuerentlastungen (v.a. im Bereich mittlerer Einkommen) geworben und für gezielte Ausgabensteigerungen in einigen Bereichen plädiert (Investitionen, Sicherheit, Bildung, Soziales). Der FDP scheinen insbesondere steuerliche Entlastungen, eine bessere Bildung (höhere Bildungsausgaben) und zukunftssträchtige staatliche Investitionen (Ausbau der digitalen Infrastruktur) von größter Bedeutung zu sein. Auch die Grünen haben sich für steuerliche Entlastungen von kleinen und mittleren Einkommen, mehr Bildungsausgaben und höhere staatliche Investitionen stark gemacht. Angesichts der oben skizzierten Wahlversprechen stellt sich

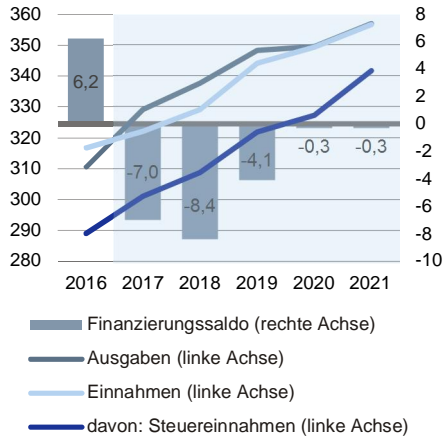


Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

Mittelfristige Finanzplanung des Bundes

10

EUR Mrd.

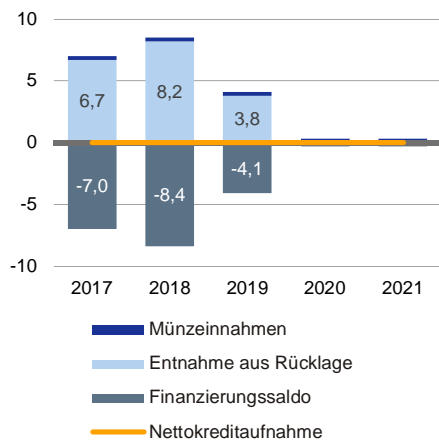


Quellen: Bundesfinanzministerium (Monatsbericht September 2017), Deutsche Bank Research

Finanzierungsdefizite sollen überwiegend durch Rücklageentnahmen finanziert werden

11

EUR Mrd.

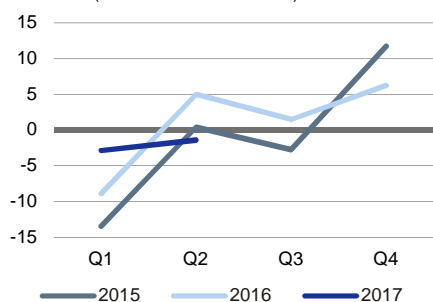


Quellen: Bundesfinanzministerium (Monatsbericht September 2017), Deutsche Bank Research

Bundshaushalt wies im ersten Halbjahr ein moderates Defizit auf

12

EUR Mrd. (kumulierte Jahreswerte)



Quellen: Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

nunmehr zuallererst die Frage, in welchem Umfang diese realisiert werden, woran sich die Finanzierungsfrage anschließt. Im nächsten Abschnitt beleuchten wir, wie groß der finanzpolitische Spielraum der nächsten Bundesregierung nach heutigem Stand voraussichtlich ist.

Trotz satter Überschüsse: Alte Sünden der GroKo und nationale Schuldenbremse schränken neue Regierung zunächst ein

Nationale „Schuldenbremse“ und rückläufige Bundessteuern ...

Der Bund plant laut Haushaltsentwurf 2018 und Finanzplan bis 2021 (Stand: Juli 2017) weiterhin mit der sogenannten „Schwarzen Null“. Dies bedeutet, dass der Bundeshaushalt – ähnlich wie schon 2014, 2015 und 2016 – bis 2021 ebenfalls ohne neue Schulden auskommen soll. Zwar plant die scheidende Bundesregierung in der mittleren Frist laut aktuellem Monatsbericht des Bundesfinanzministeriums (Stand: September 2017) mit durchgängigen, aber abschmelzenden Defiziten des Bundeshaushaltes (siehe Grafik 10), möchte diese aber durch Entnahmen in Höhe von EUR 6,7 Mrd. 2017 bzw. EUR 8,2 Mrd. und EUR 3,8 Mrd. in 2018 bzw. 2019 aus den im Rahmen der Flüchtlingskrise aufgebauten Rücklagen finanzieren (siehe Grafik 11) und damit auch in den kommenden Haushaltsjahren gänzlich ohne Neuverschuldung (bzw. Nettokreditaufnahme) auskommen.

... begrenzen zunächst den Haushaltsspielraum der neuen Bundesregierung

Der finanzpolitische Spielraum der nächsten Regierung bleibt – trotz sprudelnder Steuereinnahmen und einer über die Jahre spürbar gesunkenen Zinslast – zunächst begrenzt – zumindest auf Bundesebene. Grund dafür sind die großzügigen Ausgabensteigerungen der letzten Legislaturperiode (insbesondere im Bereich der Rente und der sonstigen Sozialausgaben), die bereits einen Großteil der durch die Sonderkonjunktur geschaffenen Spielräume „verschlungen“ haben. Auch die durch das Bundesverfassungsgerichtsurteil im April 2017 beschlossene Rückzahlung der vom Bund seit 2011 vereinnahmten Kernbrennstoffsteuern (eine Bundessteuer) hat den Steuereinnahmen des Bundes zuletzt einen Dämpfer versetzt. Angesichts der im Juni vom Bund geleisteten Rückzahlung über EUR 6,3 Mrd. (ca. 0,2% des BIP) gingen die Bundessteuereinnahmen zuletzt zurück. Die Steuereinnahmen sanken laut Monatsbericht der Deutschen Bundesbank (August 2017) im zweiten Quartal auf Jahressicht um ca. 0,5%. Im August leistete der Bund eine weitere – im Zusammenhang mit der Kernbrennstoffsteuer stehende – Rückzahlung (in Höhe von EUR 1 Mrd.), die sich auf Erstattungszinsen bezieht. Dies wird sich im dritten Quartal belastend auswirken. Auf Basis der seit Jahresanfang kumulierten Finanzierungssalden wies der Bund daher – trotz guter Konjunkturlage und vornehmlich bedingt durch den o.g. Sonderbelastungseffekt – im ersten Halbjahr ein geringes Defizit aus (siehe Grafik 12).

Die im Artikel 115 GG verankerte „Schuldenbremse“ begrenzt bereits seit dem Haushaltsjahr 2016 die maximal zulässige (strukturelle) Nettokreditaufnahmen des Bundes (konjunkturbereinigt, exklusive Sondereffekte) auf 0,35% des BIP. Laut der Deutschen Bundesbank (siehe Monatsbericht August 2017) wird die für den Bund bindende Obergrenze bei der Neuverschuldung für dieses Jahr mit rund EUR 10,6 Mrd. veranschlagt (nach EUR 10,2 Mrd. 2016). Zwar käme der Planwert für das Haushaltsdefizit ohne Anzapfen der Rücklagen bereits in diesem Jahr der Obergrenze für die Neuverschuldung gefährlich nahe (siehe Grafik 13). Dank den in der Vergangenheit gebildeten Finanzierungsrücklagen kann der Bund aber auf neue Schulden verzichten, sodass der Abstand zur Obergrenze mit rund EUR 10 Mrd. einigermaßen groß bleibt.



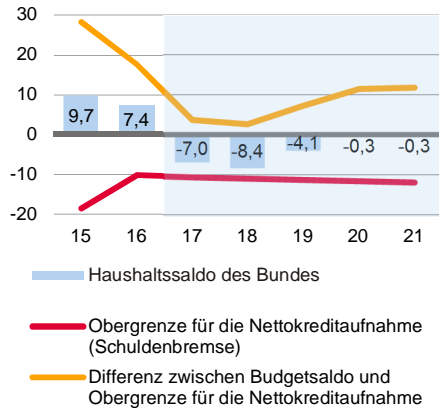
Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

Brummender Konjunkturmotor und weiter sprudelnde Einnahmen schaffen jedoch mittelfristig erhebliche zusätzliche Finanzspielräume

Schuldenbremse setzt dem Bund bei der Neuverschuldung Grenzen

13

EUR Mrd.



Quellen: WEFA, Deutsche Bundesbank, Bundesfinanzministerium, Deutsche Bank Research

Eine anhaltend gute Konjunktorentwicklung und höher als erwartet ausfallende Steuer(mehr)einnahmen sollten jedoch schon bald neue bzw. weitere Spielräume – auch auf Bundesebene – schaffen. So könnten die Finanzierungsdefizite bereits in diesem Jahr geringer als in der Finanzplanung des Bundes angesetzt ausfallen. Zudem beinhaltet bereits der gegenwärtige Finanzplan für die Jahre 2019 bis 2021 frei verfügbare Haushaltsmittel (in Form einer globalen Mindereinnahme) in Höhe von kumulierten EUR 14,8 Mrd. (ca. 0,5% des BIP), über die die künftige Bundesregierung verfügen kann.

Die dank der besser als erwarteten Konjunktorentwicklung entstehenden zusätzlichen fiskalischen Mehreinnahmen könnten dann von der nächsten Regierung für die von vielen Parteien geforderten steuerlichen Entlastungen verwendet werden. Die u.a. von der Union während des Wahlkampfes geforderten Steuerentlastungen über rund EUR 15 Mrd. (ca. 0,5% des BIP) dürfte wohl realistischerweise eher die Untergrenze darstellen, aber deutlich größer dürfte der Spielraum derzeit auch nicht sein. Unserer Einschätzung nach könnte die durch eine Jamaika-Regierungskoalition voraussichtlich beschlossene fiskalische Stimulierung (auf gesamtstaatlicher Ebene) rund EUR 20 Mrd. betragen. Der größte Teil davon dürfte vermutlich auf (Einkommens-) Steuerentlastungen entfallen – und nur ein kleinerer Teil auf zusätzliche (Investitions-) Ausgaben. Ein fiskalischer Stimulus in der vorgenannten Größenordnung würde unserer Ansicht nach keine Gefahr für den Bund darstellen, die Vorgaben der nationalen Schuldenbremse einzuhalten, da rund die Hälfte der bevorstehenden (Einkommens-) Steuerentlastungen von den Ländern und Kommunen geschultert werden müssen. Die Höhe des bevorstehenden fiskalischen Stimulus wird am Ende des Tages von den politischen Präferenzen der neuen Bundesregierung abhängen, d.h. davon, ob die Regierung der schnelleren Schuldenrückführung (im Sinne der Generationengerechtigkeit) oder der steuerlichen Entlastung heutiger Steuerzahler Vorrang gibt. Ebenso wird er davon abhängen, wie groß der von der Regierung präferierte Sicherheitsabstand zur maximal zulässigen Obergrenze für die Neuverschuldung bleiben sollte. Unter der Annahme, dass die neue Bundesregierung einen fiskalischen Stimulus von insgesamt rund EUR 20 Mrd. beschließen wird (auf gesamtstaatlicher Ebene), gehen wir nunmehr davon aus, dass der gesamtstaatliche Haushaltsüberschuss 2018 auf ca. 0,6% des BIP sinken wird (von erwarteten 0,9% des BIP 2017). Angesichts des sich aufhellenden Wachstumsausblicks erwarten wir, dass Deutschlands Staatsschuldenquote auf 65,1% des BIP Ende 2017 bzw. 62,1% des BIP Ende 2018 fällt (im Vergleich zu zuvor erwarteten 65,9% und 63,4%).

Im Sinne einer antizyklischen und stabilitätsorientierten Fiskalpolitik sollte unseres Erachtens zuallererst die schwarze Null beibehalten werden und darüber hinausgehende Überschüsse primär zur Schuldenrückführung und damit im Sinne der Generationengerechtigkeit genutzt werden. Die ebenso allenthalben geforderte Ausweitung bei den öffentlichen Investitionen (Verkehrsinfrastruktur, Breitbandnetze) sollten wohldosiert eingesetzt werden, da die Bauwirtschaft schon jetzt am Rande der Kapazitätsgrenze arbeitet. Daher bergen höhere staatliche Bauinvestitionen die Gefahr, dass letztlich nur die Preise steigen und nicht mehr Brücken und Schulgebäude gebaut werden. Größere Investitionsprojekte könnten so für spätere Jahre – d.h. schlechtere Konjunkturphasen – aufgehoben werden.

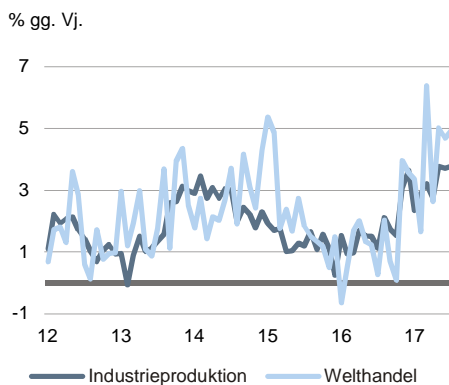
Sebastian Becker (+49 69 910-21548, sebastian-b.becker@db.com)



Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

Welthandel vs. Industrieproduktion

1



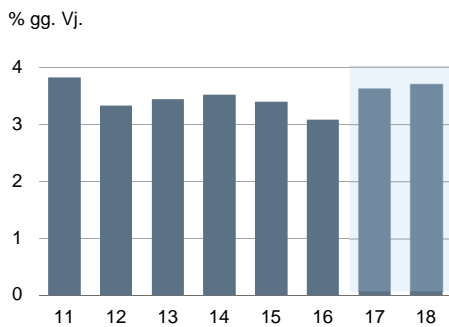
Quellen: CPB, Deutsche Bank Research

Arrhythmischer Welthandel stagniert wieder

- Nach dem trägen Beginn des Jahres 2016 beschleunigte sich der Welthandel gegen Jahresende im Gleichschritt mit dem globalen Konjunkturaufschwung. Während die Konjunktur den Schwung im ersten Halbjahr 2017 beibehielt, stellte sich beim Welthandel eine erneute Stagnationsphase ein.
- Die sehr gute Konjunkturlage und die auf hohem Niveau liegenden Vorlaufindikatoren implizieren nunmehr ein kräftigeres Wachstum des Welthandels. Dämpfende Effekte gehen dagegen von den wieder höheren Rohstoffpreisen, den zunehmenden Handelshemmnissen und strukturellen Anpassungen der Wertschöpfungsketten aus. Aus unserer Sicht dominiert aktuell die positive Konjunkturlage die wachstumsdämpfenden Effekte.
- Entsprechend heben wir unsere Schätzung des globalen Handelswachstums auf 4,1% für das Jahr 2017 und 4% für das Jahr 2018 an. Eine deutliche Erhöhung gegenüber unserer Prognose vom April 2017 mit rund 2% und 3%. Trotz dieser zu pessimistischen Einschätzung hatte sich unsere Prognose einer nachlassenden Dynamik im Jahr 2017 bestätigt, diese impliziert insbesondere für unsere 2018er Wachstumsprognose Abwärtsrisiken.

Globales reales BIP-Wachstum

2



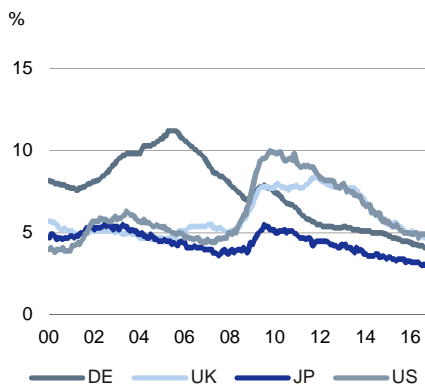
Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

Globaler Aufschwung wird kräftiger

Von 2012 bis 2016 dümpelte der Welthandel vor sich hin und wuchs anders als in den vergangenen Jahrzehnten schwächer als das globale BIP. Die wenig dynamische Entwicklung seit dem Jahr 2012 deutet auf strukturelle Veränderungen hin.³ Phasenweise schrumpfte der Welthandel im Verlauf der letzten zwei Jahre sogar, was zuvor nur in der schweren Rezession 2001/02 und nach dem Globalen Finanzcrash 2007/08 zu beobachten war. Doch gegen Ende 2016 belebte er sich wieder. Dies war der Startschuss für einen weltweiten Aufschwung. Die globale Industrieproduktion stieg auf 3,8% und angesichts vieler guter Wirtschaftszahlen hoben wir unsere globale BIP-Prognose für das Jahr 2017 auf aktuell 3,6% an, die höchste jährliche Wachstumsrate seit dem Jahr 2011. Positive Impulse kommen in vielen Ländern vom Arbeitsmarkt. Dank des relativ langen aktuellen Konjunkturzyklus von fast zehn Jahren sind die Arbeitslosenraten in vielen Ländern nahe Vollbeschäftigungsniveau gefallen und die Beschäftigung legte in vielen Ländern kräftig zu. Diese potenzielle Knappheit am Arbeitsmarkt macht Lohn- und Produktivitätssteigerungen heute im Vergleich zu dem trägen Umfeld der letzten Jahre wahrscheinlicher.

Arbeitslosenrate

3



Quelle: Eurostat

Stimmungsindikatoren signalisieren weiteres Wachstum

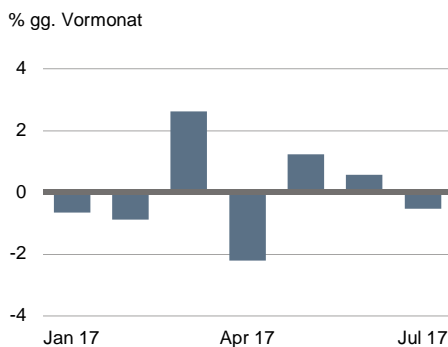
Zu den wichtigsten Vorlaufindikatoren des Welthandels zählen die Einkaufsmanagerindizes des Verarbeitenden Gewerbes, insbesondere der globale PMI, der ISM-Index für die US-Wirtschaft sowie der ifo-Index. Der globale PMI insgesamt, ebenso wie der PMI Auftragseingang der Exporte und der ISM-Index stiegen jüngst jeweils auf ein 6-Jahreshoch. Die ifo-Erwartungen lagen im August auf einem 3-Jahreshoch und im September nur leicht darunter. Ähnlich positiv entwickelten sich auch die Indikatoren für die Luft- und Schifffahrt. Der umfragebasierte Baltic Dry Index, der die Preise für den Transport von wichtigen Rohstoffen wie Kohle und Eisenerz auf den globalen Schiffsrouten misst, stieg aktuell auf ein 3-Jahreshoch. Der IATA (International Airport Transport Association) Passagierfrachtindex, der die Menge der transportierten Güter der Passagiere misst, verharrt wie im gesamten Jahr 2017 nahe seines Allzeithochs. Der RWI/ISL-Index misst den globalen Containerumschlag und damit die Menge der

³ Vgl. Peters, Heiko und Stefan Schneider (2014). Sluggish global trade – cyclical or structural? Global Economic Perspectives.



Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

2017 Welthandel stagniert 4



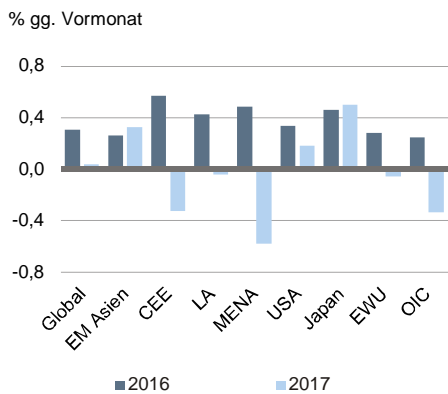
Quellen: CPB, Deutsche Bank Research

transportierten Endprodukte. Auch dieser Index, der seit 2007 berechnet wird, kletterte seit Herbst letzten Jahres auf immer neue Höchststände.

2017 Asiatischer und US-Handel sind Wachstumslokomotiven ...

Trotz dieses insgesamt sehr wachstumsfreundlichen Umfeldes stagnierte der Welthandel seit Dezember 2016. Das auf den ersten Blick beeindruckende Vorjahreswachstum von 4,9% (Juli 2017 vs. Juli 2016) ist eine Folge der hohen Dynamik im 2. Halbjahr 2016 (Überhang). Angesichts dieser schwachen Entwicklung im Jahr 2017 stellt sich die Frage: „Quo vadis Welthandel?“ Der asiatische Handel wuchs auch im Jahr 2017 kräftig. China und Indien sind weiterhin die Wachstumslokomotiven und auch Japans Wirtschaft legte jüngst stärker als erwartet zu. Die vielen jungen Wirtschaftsnationen im südostasiatischen Raum, wie Indonesien, die Philippinen und Vietnam, wachsen ebenfalls sehr dynamisch. Die hohe Nachfrage nach Investitionsgütern zum Aufbau von Industrieanlagen und dem Ausbau der Infrastruktur legen auch für die kommenden Jahren eine rege Handelsaktivität nahe. In den USA ist die Handelsdynamik im Jahr 2017 zwar gegenüber dem Jahr 2016 gesunken, aber weiterhin positiv. Hier trugen, nach dem Preisverfall unter 30 USD/Bbl Anfang des Jahres 2016, die wieder höheren Rohölpreise zu einer Belebung der Investitionen im Energiesektor bei. Gesamtwirtschaftlich bleibt der robuste Beschäftigungsaufbau und die Arbeitslosenrate nahe Vollbeschäftigung die Grundlage für ein kräftiges Inlandswachstum.

2016 vs. 2017 Welthandel: Monatliche Wachstumsraten 5



CEE = Zentral-/Osteuropa, LA=Lateinamerika, MENA = Mittlerer Osten und Nordafrika, OIC="other industrialized countries"

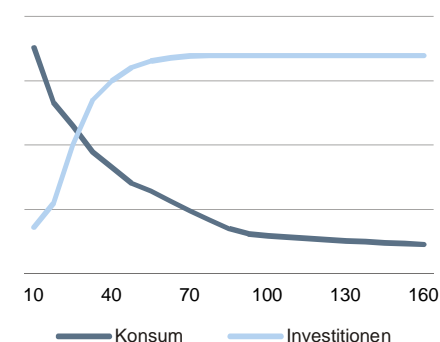
Quellen: CPB, Deutsche Bank Research

... Handel in den meisten übrigen Regionen rückläufig

In allen anderen Regionen, Emerging Markets wie Industrienationen inklusive der Eurozone, ist die Handelsaktivität im Jahr 2017 jedoch rückläufig. Die arabischen Länder leiden weiterhin unter dem Ölpreisschock und den geopolitischen Spannungen in ihrer Region, die sich auch negativ auf Osteuropa, insbesondere die Türkei, auswirken. Der Handel mit Russland wird darüber hinaus von der wiederholten Verlängerung der Sanktionen belastet. In Südamerika haben Brasilien und Argentinien ihre Rezessionen überwunden, jedoch bleibt der Wachstumsausblick verhalten. Zudem belastet der wirtschaftliche Niedergang Venezuelas – der drittgrößten Volkswirtschaft Südamerikas. Die Eurozone erlebt zwar einen zyklischen Aufschwung, der Beschäftigungsaufbau, immerhin +6 Mio. in 5 Jahren, konzentriert sich aber hauptsächlich auf die weniger handelsintensiven Dienstleistungssektoren. So stagniert die Beschäftigung im verarbeitenden Gewerbe und in Italien, Frankreich und Spanien ist sie sogar rückläufig. Der vom privaten Konsum und vom Arbeitsmarkt getragene Aufschwung in der Eurozone dürfte folglich relativ geringe Handelsimpulse setzen.

Stilisierte Rohölpreiseffekte: Konsum und Investitionen 6

x-Achse: USD/Bbl
y-Achse: dimensionslos (stilisiert)



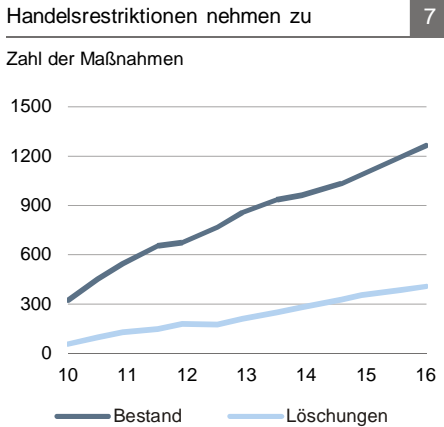
Quelle: Deutsche Bank Research

Höhere Rohstoffpreise wirken eher dämpfend

Der Rohölpreis ist eine wichtige Determinante des Welthandels. Je niedriger der Rohölpreis, desto kräftiger wächst der weltweite Konsum. Das Wachstum des Welthandels hängt aber auch von der Investitionstätigkeit ab. Sehr niedrige Rohölpreise implizieren einen Investitionsstopp im Energiesektor – vermutlich dürfte die Preisschwelle etwas unter 30 USD/Bbl liegen. Entsprechend dieser Überlegungen stagnierte der Welthandel im ersten Halbjahr 2016, da die niedrigen Rohölpreise in vielen Emerging Markets aber auch in den USA einen Investitionsrückgang bewirkten. Die geringere Rohölproduktion schmolz das globale Überangebot an Rohöl ab. Dies gilt insbesondere für die US-Schiefergas- und -ölproduktion. Folglich stieg im zweiten Halbjahr 2016 der Rohölpreis und die Investitionstätigkeit und auch der Welthandel nahmen wieder Fahrt auf. Insgesamt dürfte der Zusammenhang zwischen Rohölpreisen und Welthandel einen U-förmigen Verlauf haben. Der für den Welthandel besonders wachstumsfreundliche Rohölpreis dürfte aufgrund dieser Überlegungen vermutlich im



Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten



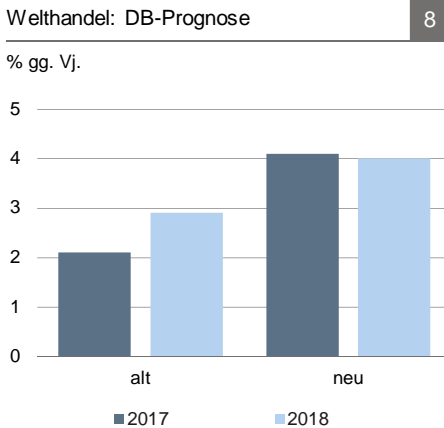
Preiskorridor zwischen 40-50 USD/Bbl liegen. Die hohe globale Nachfrage sowie Unsicherheiten infolge kurdischer Autonomiebestrebungen erhöhten den Rohölpreis jüngst auf deutlich über 50 USD/Bbl, was den Konsum und damit auch den Welthandel dämpft. Ähnliche Überlegungen gelten für die Rohstoffe insgesamt. So dürften auch die jüngsten Preisanstiege, beispielsweise von Aluminium und Kupfer, den Welthandel bremsen.

Handelshemmnisse dürften eher zunehmen

Die Zahl der globalen Handelshemmnisse ist seit 2008, trotz gegenteiliger Absichtserklärungen auf G20-Gipfeln, ununterbrochen gewachsen. Zudem zeigen viele Wahlergebnisse sowohl in den Industrienationen wie in den Emerging Markets, dass die „My nation first“-Politik nicht nur in den USA an Bedeutung gewinnt. Entsprechend dürfte eine Trendumkehr hin zu weniger Handelshemmnissen wohl auf sich warten lassen. Immerhin gibt es für Europas Exporteure einen Lichtblick. So wurde nicht nur das CETA-Abkommen mit Kanada beschlossen, sondern auch das Handelsabkommen mit Japan ist sehr weit fortgeschritten und dürfte den Handel mittelfristig stärken.

Globale Wertschöpfungsketten verlieren an Bedeutung

Eine mögliche Erklärung für das träge Welthandelwachstum der letzten Jahre liegt in den veränderten Wertschöpfungsketten. Bis zur Finanzkrise wurden die globalen Wertschöpfungsketten stark ausgebaut. Laut WTO stagniert die Bedeutung der globalen Wertschöpfungsketten, also einer über viele Länder und Kontinente verteilten Produktion. Dagegen gewannen komplett nationale Produktionsprozesse wieder an Bedeutung. Im Zuge der höheren Handelshemmnisse bot es sich an, viele Produktionsprozesse wieder näher an die Absatzmärkte zu verlagern. Auch das Risikoumfeld in den letzten Jahren könnte diese Entscheidung forciert haben. Die Finanzkrise wie die Eurokrise und in der Folge die bis heute andauernde unkonventionelle globale Geldpolitik haben die Volatilität an den Finanzmärkten gegenüber den 2000er Jahren deutlich erhöht. Auch die zahlreichen geopolitischen Krisen machen globale Wertschöpfungsketten unattraktiver. Ebenso dürfte die Betonung nationaler Interessen in den USA wie auch nach dem Brexit in Großbritannien nationale Produktionsabläufe stärken. Basierend auf diesen Überlegungen könnte heute ein globaler Aufschwung auch mit einem schwachen Welthandelwachstum einhergehen.



Hohe Prognoseunsicherheit für das Jahr 2018

Die sehr gute Konjunkturlage, der kontinuierliche Anstieg der globalen Industrieproduktion und die auf hohem Niveau liegenden Vorlaufindikatoren implizieren nach der Stagnation von Januar bis Juli 2017 ein kräftigeres Wachstum des Welthandels. Die wieder höheren Rohstoffpreise, die kurzfristig eher zunehmenden Handelshemmnisse und die strukturellen Veränderungen der Wertschöpfungsketten dämpfen dagegen das Wachstum. Aus unserer Sicht haben diese Effekte im aktuell sehr positiven Konjunkturmilieu jedoch nur einen nachrangigen Einfluss. Entsprechend haben wir unsere Schätzung des globalen Handelswachstums für das Jahr 2017 auf 4,1% und für das Jahr 2018 auf 4,0% an. Aufgrund des hohen Wachstumsüberhangs aus dem Jahr 2016 impliziert eine Fortsetzung der Stagnation im zweiten Halbjahr 2017 immer noch ein jährliches Wachstum von 3,4%. Damit waren unsere letzten Schätzungen vom April 2017 mit rund 2% und 3% zu niedrig. Trotz dieser zu pessimistischen Einschätzung haben wir die nachlassende Dynamik für das Jahr 2017 richtig vorhergesagt. Da wir eine Fortsetzung der Stagnation seit Anfang des Jahres 2017 auch in den kommenden Monaten für möglich halten, ist insbesondere unsere Prognose für das Jahr 2018 mit Abwärtsrisiken behaftet.

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



Unkonventionelle EZB-Politik: Der Ansatzpunkt verschiebt sich

- Am 26. Oktober beabsichtigt die EZB ein taubenhaftes Anziehen der Geldpolitik – einen langsamen Ausstieg aus QE, der die Eintrübung der finanziellen Bedingungen auf ein Minimum reduziert. Um dies zu erreichen, muss sich die EZB mit den Trade-offs ihrer Politik auseinandersetzen. Sie möchte den Angelpunkt ihrer Politik von ihrem Ankaufsprogramm (APP) hin zu den Zinsen und dem Zinsausblick verschieben.
- Die EZB legt dabei Wert auf eine klare und konsistente Kommunikation als ein Mittel, um das Risiko einer negativen Marktreaktion zu reduzieren. Aus diesem Grund erwarten wir auch, dass viele Elemente der Geldpolitik unverändert bleiben. Beispielsweise gehen wir davon aus, dass QE zeitlich unbegrenzt bleibt, die Forward guidance für QE unverändert bleibt und die Verpflichtung zu QE weiter in Nettogrößen ausgedrückt wird.
- Wir erwarten nunmehr aber eine größere Rückführung des QE-Volumens – von 60 Mrd. EUR auf 30 Mrd. (und nicht wie bisher auf 40 Mrd.). Zum Ausgleich erwarten wir (i) eine Verlängerung von QE auf neun anstatt sechs Monaten (ii) eine Festlegung, die Sequenz des Ausstiegs nicht zu verändern, und (iii) die Einführung einer Bedingung in die Definition des „weit über“ im Rahmen der Zinsorientierung.
- Die Fähigkeit der EZB, die Erwartungen niedrigerer Zinsen für einen längeren Zeitraum am Leben zu erhalten, dürfte begrenzt sein. Das gesamtwirtschaftliche Umfeld verbessert sich, unsere modifizierte Taylor-Regel zeigt, dass die Zeit für unkonventionelle Politik vorbei ist, und die Fiskaldisziplin lässt nach. Wir erwarten nunmehr nicht mehr, dass der Einlagezinssatz zur Mitte 2018 angehoben wird, rechnen aber weiterhin, trotz der Verschiebung des geldpolitischen Fokus von APP auf Zinsen und den Zinsausblick, mit dem ersten Anstieg des Refinanzierungssatzes zur Mitte 2019.
- Draghi sagte, dass der Großteil der Entscheidungen im Oktober angekündigt wird. Dagegen könnten die Einzelheiten zur Reinvestitionspolitik erst im Dezember bekannt gegeben werden. Die zunehmende Betonung der Investitionen wäre ganz im Sinne einer zweiten Politikrotation, nämlich der Verschiebung der Betonung der Wirkung der Flussgrößen von APP hin zu der Betonung des Bestandseffekts.

Wir haben unsere Basisprognose verändert

Diese wollen wir im Folgenden darlegen. Die Entscheidungen der EZB am 26. Oktober werden unserer Ansicht nach nicht nur die Rückführung des Kaufvolumens betreffen, d.h. eine Verschärfung der Politik während alle anderen Parameter unverändert bleiben. Wir würden die Entscheidungen eher als den Versuch der EZB interpretieren, eine neue Phase ihrer unkonventionellen Geldpolitik durch einen veränderten Politikmix einzuleiten.

Der Ausstieg aus QE beginnt

Wir nehmen drei Botschaften aus der letzten Pressekonferenz und den Kommentaren von Ratsmitgliedern mit. Die erste ist, dass die Nettokäufe auslaufen werden. Das könnte man aus drei Blickwinkeln betrachten:

- Die Akzeptanz der Grenzen, die sich aus dem 33%-Emittentenlimit und dem Kapitalschlüssel ergeben: Wir halten die politischen und juristischen Kosten



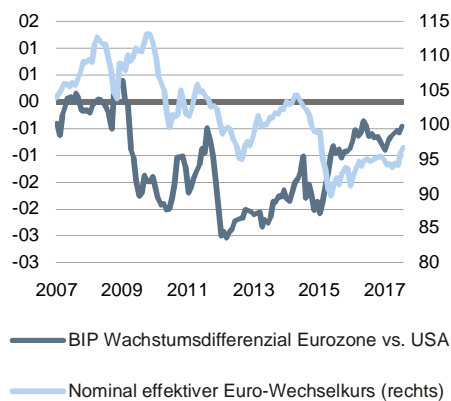
Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

der Nichtbeachtung dieser Grenzen für sehr hoch. Allerdings dürfte dies nicht das entscheidende Argument für die EZB sein.

- Eine positive gesamtwirtschaftliche Entwicklung: Das BIP/Wachstum in der Eurozone hat sich spürbar beschleunigt und liegt derzeit bei der doppelten Trendrate. Dies bedeutet, dass Kapazitäten schneller ausgeschöpft werden als bis dato erwartet. Es gibt auch Anzeichen, dass sich die Kerninflation normalisiert, allerdings bleibt die EZB hier vorsichtig.
- Beträchtliche Reinvestitionsvolumina: Aus der EZB verlautete, dass die wieder anzulegenden Volumina zum Ende von 2018 bis zu 15 Mrd. EUR pro Monat betragen können. Dies erhöht den Spielraum der EZB bei der Reduktion der Nettokäufe.

Wechselkurse sind wichtig – manchmal

Euroaufwertung muss EZB kaum beunruhigen



Quellen: Consensus Economics Inc.,
Deutsche Bank Research

Wir hatten erwartet, dass die EZB bei ihrem Treffen im September die Bedeutung des Wechselkurses betonen würde. Allerdings war die Formulierung, dass der Wechselkurs „sehr wichtig“ für Wachstum und Inflation ist, etwas stärker als wir erwartet hatten. Die EZB hat dabei zwischen endogenen und exogenen Treibern unterschieden. Ähnlich wie wir sieht sie die Euro-Aufwertung des laufenden Jahres als weitgehend endogen an, d.h. durch die konjunkturelle Erholung der Eurozone getrieben, was auch eine bessere Absorption der negativen Effekte erwarten lässt.

Allerdings haben Ratsmitglieder in ihren jüngsten Reden darauf hingewiesen, dass die Kausalität in beide Richtungen läuft. D.h., eine klare, konsistente Kommunikation kann auch zu einer Stabilisierung des Wechselkurses führen. Alles im allem dürfte nur eine erhebliche Wechselkursbewegung die Ausstiegstrategie der EZB verändern.

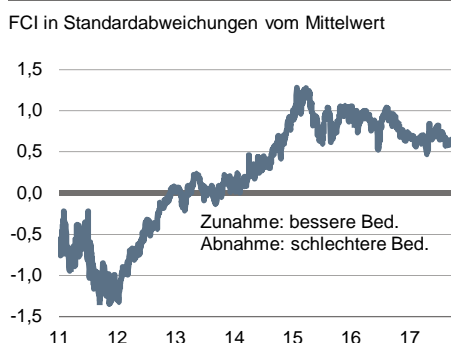
Ziel ist ein taubenhaftes Anziehen der Geldpolitik

Die dritte Botschaft ist das Ziel, den Ausstieg mit einer minimalen Verschlechterung der finanziellen Bedingungen zu schaffen. Diese Strategie war auch schon bei den beiden ersten Ausstiegsschritten, der Reduktion der Käufe auf 60 Mrd. und dem Verzicht auf die „oder niedriger“-Option beim Zinsausblick, zu erkennen. Jedes Mal wurde durch weitere Ankündigungen der Effekt des Ausstiegsschrittes abgemildert.

Der EZB bieten sich mehrere Möglichkeiten, ein taubenhaftes Anziehen der Geldpolitik zu realisieren:

- Eine partielle Normalisierung der Inflation. Dies wäre angesichts der Jahresrate von über ein Prozent bei der Kerninflation gerechtfertigt. Allerdings müsste die Betonung auf „partiell“ liegen, um eine schärfere Marktreaktion zu vermeiden.
- Offenes Ende von QE. Wir erwarten, dass die EZB sich auf Käufe bis September 2018 oder, falls notwendig, darüber hinaus und in jedem Falle bis zu einer dauerhaften Normalisierung der Inflation festlegen wird.
- QE Forward guidance. Wir erwarten, dass die EZB auch weiterhin ihre Bereitschaft betont, APP wieder auszuweiten, falls sich der Ausblick eintrübt oder Finanzierungsbedingungen verschlechtern.
- Nettokäufe. Die EZB dürfte weiterhin ihre Bereitschaft zu QE in Form von Nettogrößen definieren, da diese leichter nachzuvollziehen sind. Ein Abzielen auf Bruttogrößen würde nur funktionieren, falls die EZB volle Transparenz bezüglich ihres APP Portfolios herstellen würde, wozu sie nicht bereit zu sein scheint.

Index Finanzierungsbedingungen (FCI) auf hohem Niveau - gute Bedingungen



Quellen: Bloomberg Finance LP, Haver Analytics LP,
Deutsche Bank Research

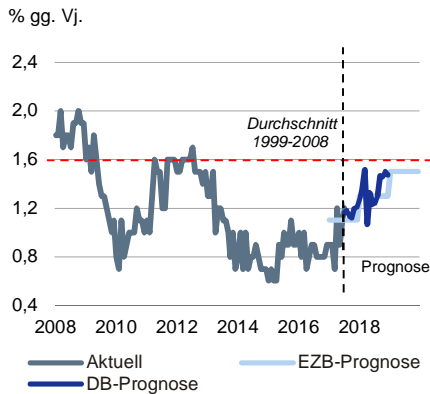


Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

Die Verschiebung des Ansatzpunktes

Kerninflation (HVPI) Eurozone - Modelle prognostizieren weiteren Anstieg

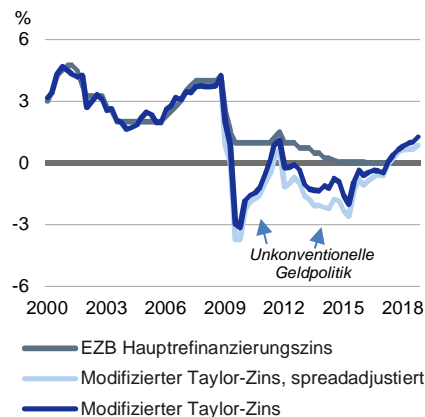
3



Quellen: Eurostat, EZB, Deutsche Bank Research

Modifizierte Taylor-Regel signalisiert Ende unkonventioneller Geldpolitik

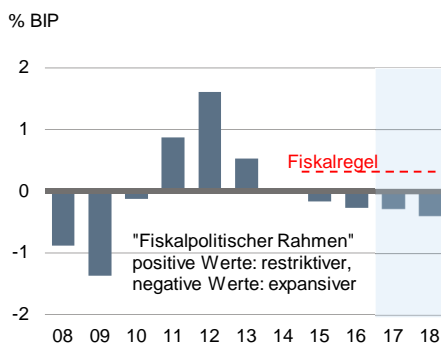
4



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

Fiskalische Disziplin lässt nach - 2015-2018: +2,5% über Fiskalregel

5



Quellen: Europäische Kommission, Deutsche Bank Research

In unseren Augen stellt die Entscheidung der EZB am 26. Oktober nicht lediglich eine Verringerung des monatlichen Ankaufvolumens dar, sondern sie ist der Beginn einer neuen Phase der unkonventionellen Geldpolitik. Dies legen jüngste Äußerungen seitens der EZB nahe. Angesichts der Trade-offs beabsichtigt die EZB, den Hauptansatzpunkt ihrer Politik weg vom Ankaufprogramm hin zu den Zinsen und der Zinsorientierung (Rate guidance) zu verschieben.

Die EZB sieht sich gegenseitig verstärkende Effekte zwischen dem Ankaufprogramm, dem negativen Einlagezinssatz und der Rate guidance. Die jüngsten Äußerungen legen nahe, dass bei der Beurteilung der Maßnahmen der EZB die Gesamtwirkung dieses Instrumententrios betrachtet werden muss.

Dabei dürfte die Verschiebung des Ansatzpunktes durch mehrere Maßnahmen erreicht werden:

- Hinausschieben des theoretischen Endpunktes von QE. Dies kann durch eine stärkere Rückführung der monatlichen Ankäufe erreicht werden. Falls sich die Reihenfolge der einzelnen Schritte nicht verändert, würde dies bedeuten, dass sich der theoretische Startpunkt des Zinsanhebungszyklus ebenfalls nach hinten verschiebt.
- Konditionalisierung des Begriffes „weit über“. Im Rahmen ihrer Forward guidance sagt die EZB derzeit, dass die Zinsen für einen langen Zeitraum und „weit über“ das Ende von QE auf dem jetzigen Niveau verharren. Die EZB könnte die Interpretation von „weit über“ an Bedingungen knüpfen, beispielsweise (a) den erwarteten Inflationsverlauf und (b) die Finanzmarktbedingungen, die für eine nachhaltige Normalisierung der Inflation notwendig sind.
- Festlegung auf eine Ausstiegssequenz à la Fed. Damit würde die Anhebung des Einlagezinssatzes auf die Zeit nach dem Ende von QE verschoben. Eine derartige Festlegung lässt sich wohl aus den jüngsten Äußerungen herauslesen.

Aussagen zur Reinvestitionspolitik könnten allerdings bis Dezember auf sich warten lassen. Die zunehmende Betonung dieses Instruments steht im Einklang mit der Verschiebung eines zweiten Ansatzpunktes der Politik, nämlich der Verlagerung der Betonung weg von dem Flusseffekt von QE hin zu den positiven Wirkungen der Bestandseffekte.

Darauf wurde bereits in den Zusammenfassungen der EZB-Sitzung vom 20. Juli hingewiesen. Praet erklärte diese Woche, wie QE Duration aus dem Markt herausnimmt und ein Fälligwerden der Anleihen sie entsprechend wieder erhöht. Das Reinvestitionsprogramm erweitert die Geldpolitik um eine zusätzliche Dimension, indem es ihr erlaubt, die Bestandseffekte von QE zu steuern.

Revision unserer Erwartungen für die EZB-Sitzung am 26. Oktober

Angesichts dieser Überlegungen erwarten wir:

- Eine Rückführung der monatlichen Käufe von 60 Mrd. EUR auf 30 Mrd. (anstatt auf 40 Mrd.) für neun Monate (anstatt für sechs Monate).
- Ein Festhalten daran, die monatlichen Käufe in Nettogrößen zu definieren, die Beibehaltung des zeitlich unbegrenzten Bekenntnisses zu QE sowie die Beibehaltung der QE Forward guidance.
- Eine Festlegung auf eine Abfolge nach dem Vorbild der US Fed, also eine Beibehaltung des derzeitigen Zinsniveaus weit über das Ende von QE hinaus, sowie eine Konditionalisierung des Begriffes „weit über“.



Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

Zwar wäre eine stärkere Reduktion des monatlichen Ankaufvolumens als bisher erwartet per se falkenhaft, allerdings dürften die übrigen Aspekte darauf ausgerichtet sein, dies zu kompensieren und den negativen Effekt auf die Finanzmarktbedingungen zu minimieren.

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

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



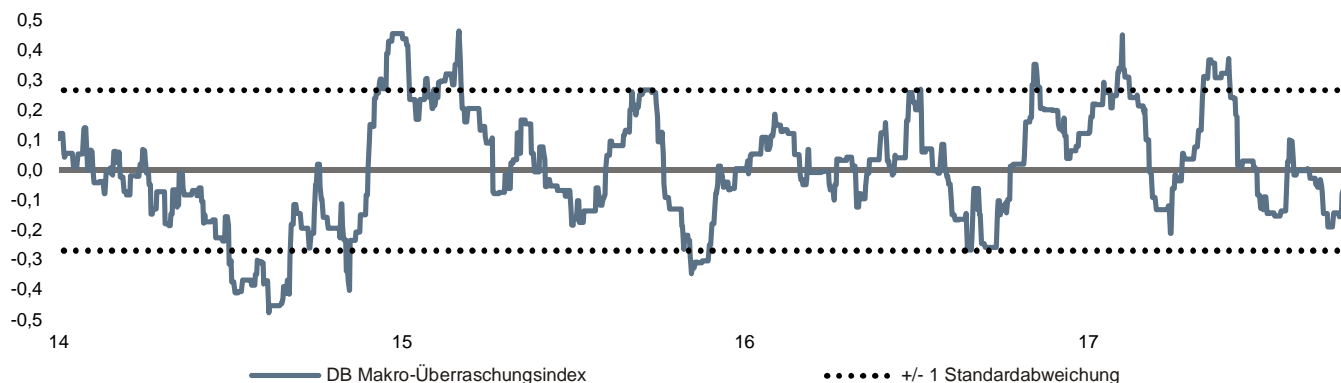
Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

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.

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
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	6 2017	25/08/2017	0.6	0.6	0.0	-0.1	0.3
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	8 2017	25/08/2017	115.9	115.5	0.4	0.1	0.5
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	7 2017	25/08/2017	1.9	2.3	-0.4	0.0	0.4
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	8 2017	31/08/2017	-6.0	-6.0	0.0	-0.2	0.4
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	7 2017	31/08/2017	-1.2	-0.6	-0.6	-0.2	0.4
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	8 2017	01/09/2017	59.3	59.4	-0.1	-0.1	0.3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	8 2017	05/09/2017	53.5	53.4	0.1	0.1	0.6
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	7 2017	06/09/2017	-0.7	0.2	-0.9	-0.5	0.3
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	7 2017	07/09/2017	0.0	0.5	-0.5	-0.4	0.3
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	7 2017	08/09/2017	19.4	20.8	-1.4	-0.7	0.2
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	8 2017	13/09/2017	1.8	1.8	0.0	0.2	0.3
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	9 2017	19/09/2017	17.0	12.0	5.0	0.6	0.8
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	9 2017	19/09/2017	87.9	86.2	1.7	0.1	0.6
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	9 2017	25/09/2017	115.2	116.0	-0.8	-0.8	0.2
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	8 2017	26/09/2017	2.1	2.1	0.0	0.3	0.6
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	9 2017	28/09/2017	1.8	1.8	0.0	0.2	0.3
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	9 2017	29/09/2017	-23.0	-5.0	18.0	0.5	0.7
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	8 2017	29/09/2017	-0.4	0.5	-0.9	-0.5	0.3
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	9 2017	02/10/2017	60.6	60.6	0.0	0.0	0.4
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	9 2017	04/10/2017	55.6	55.6	0.0	0.0	0.5

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

Quelle: Heiko Peters (2014). DB Makro-Überraschungsindex Deutschland. Ausblick Deutschland, 4. August 2014.

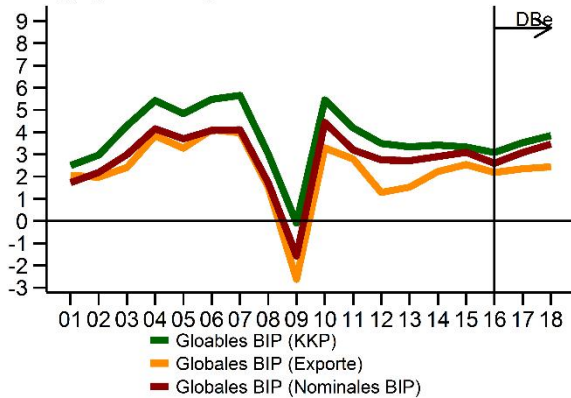


Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

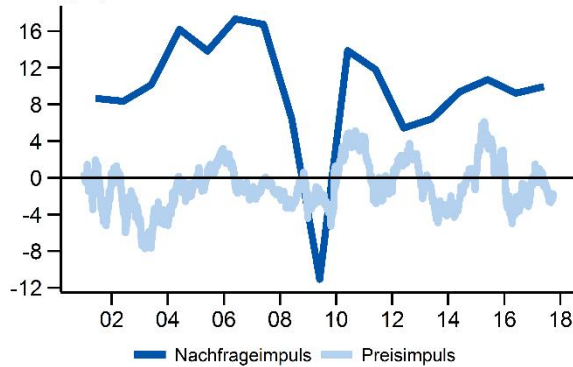
Deutscher Exportindikator

Der Exportindikator identifiziert die Auswirkungen von globalen Nachfrageveränderungen und von Währungsbewegungen (Preisimpuls) auf die deutschen Exporte.⁴

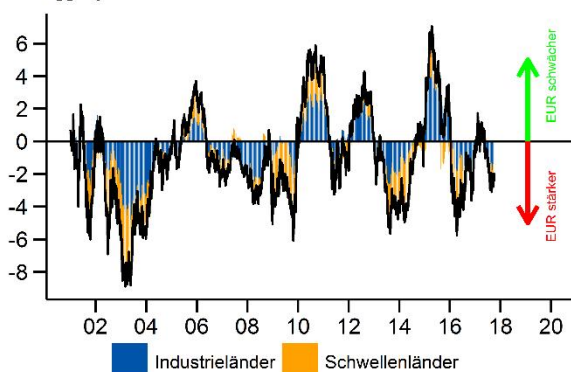
Globales Wachstum dürfte sich beschleunigen
% gg. Vj., Gewichtungsfaktoren in Klammern



Nachfrage und Preisimpuls für die deutschen Exporte
% gg. Vj.

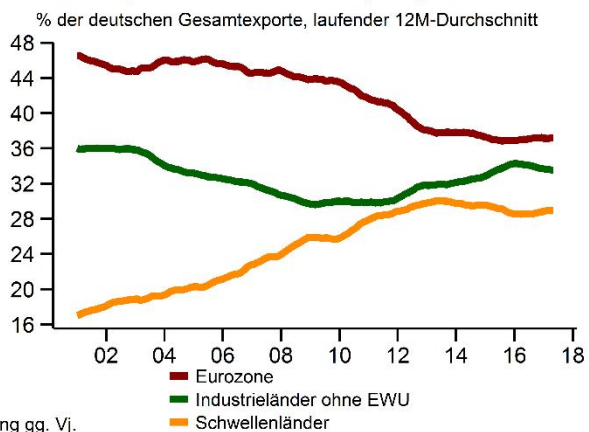


Preisimpuls leicht negativ in 2017
% gg. Vj.

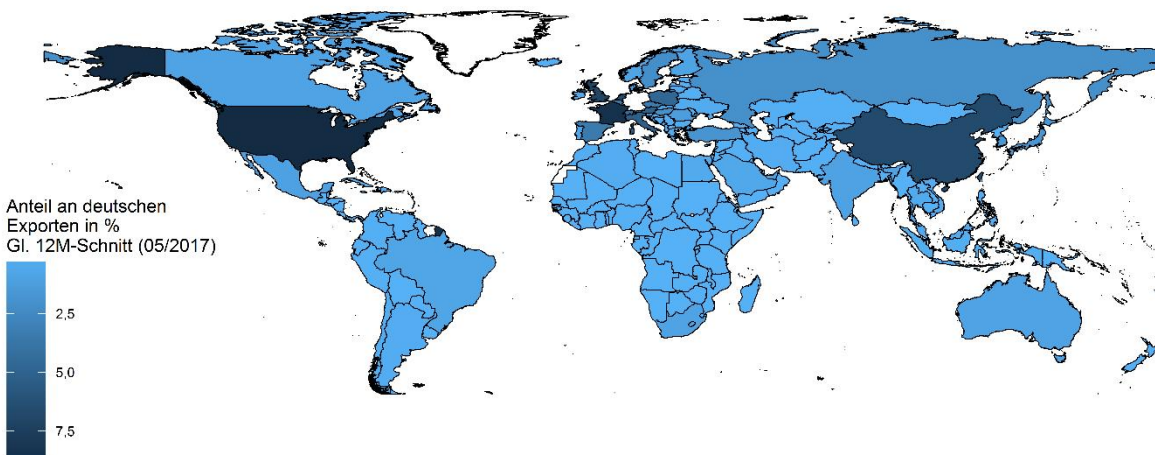


Mit Exportanteilen der deutschen Zielländer gewichtete EUR-Veränderung gg. Vj.

Bedeutung der EWU zuletzt wieder gestiegen



Deutsche Exporte konzentriert auf Europa, die USA und China



Quellen: Eurostat - Comext, Deutsche Bank Research

⁴ Siehe für Details Ausblick Deutschland, 3. März 2016.



Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
9./10. Okt.	Eurogruppe und ECOFIN, Luxemburg	Debatte über (internationale) Wechselkursentwicklungen; Thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung: Finanzierung der Absenkung von Steuern und Abgaben auf Arbeitseinkommen; (möglicherweise) Portugal - Überwachung nach Programmabschluss (6. Prüfung); Lage in Griechenland.
19./20. Okt.	Europäischer Rat, Brüssel	Debatten über Migration (u.a. Maßnahmen gegen illegale Migration), Digitales Europa (u.a. Umsetzung des digitalen Binnenmarktes), Verteidigung (u.a. ständige Strukturierte Zusammenarbeit), Außenbeziehungen, einschließl. Beziehungen zur Türkei, (mögl.) über Brexit-Verhandlungen.
26. Okt.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Wir erwarten, dass die EZB einen zeitlich gestreckten, langsamen Ausstieg aus der unkonventionellen Geldpolitik ankündigt. Darüber hinaus erwarten wir, dass sich das Tapering das gesamte Jahr 2018 über hinziehen wird und die erst Anhebung des Refinanzierungssatzes Mitte 2019 erfolgen wird.
6./7. Nov.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	(Möglicherweise) Debatte über wirtschaftliche Lage – Herbstprognose 2017 der Kommission und Inflationsentwicklung, thematische Debatte über Wachstum und Beschäftigung – Qualität öffentlicher Finanzen: Investitionen in Humankapital u.a.
4. Dez.	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	U.a. thematische Debatte über Wachstum und Beschäftigung: Abgabenkeil – Wiedervorlage Benchmarking. Spanien und Zypern: 8. bzw. 3. Überprüfung im Rahmen der Überwachung nach Abschluss des Anpassungsprogramms.
14. Dez.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses (s. 26. Okt.).
14./15. Dez.	Europäischer Rat, Brüssel	Debatten über Lage und Zukunft der EU und über Brexit-Verhandlungen (Tagesordnung noch nicht publiziert).

Quelle: Deutsche Bank Research

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

Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
6 Oct 2017	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	August	0,5	-0,7
9 Oct 2017	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	August	0,6	0,0
10 Oct 2017	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	August	20,5	19,5
10 Oct 2017	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	August	1,7	0,2
10 Oct 2017	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	August	0,9	2,3
24 Oct 2017	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Oktober	60,0	60,6
24 Oct 2017	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Oktober	55,0	55,6
25 Oct 2017	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Oktober	116,0	115,2
30 Oct 2017	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Oktober	1,8	1,8
30 Oct 2017	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	September	0,6	-0,4
30 Oct 2017	09:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Oktober	5,6	5,6

*It. Statistischem Bundesamt auch früherer Veröffentlichungstermin möglich

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

Marc Schattenberg, Sebastian Becker & Jochen Möbert (+49 69 910-31727, jochen.moebert@db.com)



Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	1,125	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,25
Dez 17	1,375	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,50
Mrz 18	1,375	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,50
Jun 18	1,625	-0,10	0,00	0,50	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,75

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	1,34	0,06	-0,33	0,34
Dez 17	1,58	0,05	-0,30	0,55
Mrz 18	1,58	0,05	-0,30	0,55
Jun 18	1,83	0,05	-0,30	0,55

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,33	0,07	0,37	1,36
Dez 17	2,75	0,00	0,60	1,50
Mrz 18	2,80	0,00	0,65	1,70
Jun 18	2,85	0,00	0,75	1,75

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,18	112,60	0,89	1,33	1,14	9,59	7,44	9,39	4,32	312,05	25,93
Dez 17	1,17	116,00	0,91	1,29	1,05	9,50	7,46	9,75	4,10	310,00	26,00
Mrz 18	1,18	117,00	0,92	1,28	1,06	9,38	7,46	9,69	4,20	312,50	25,93
Jun 18	1,19	118,00	0,93	1,28	1,08	9,25	7,46	9,63	4,28	315,00	25,85

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

Deutschland: Datenmonitor

	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Q4 2017	Mai 2017	Jun 2017	Jul 2017	Aug 2017	Sep 2017	Okt 2017
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	110,7	111,2	114,3	115,7		114,7	115,2	116,1	115,9	115,2	
ifo Geschäftserwartungen	105,5	104,3	106,1	107,5		106,4	106,8	107,3	107,8	107,4	
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	105,4	106,2	109,6	111,9		110,4	110,4	112,1	112,2	111,3	
Produktion (% gg. Vp.)	0,0	1,2	1,8			1,2	-1,1	0,0			
Auftragseingang (% gg. Vp.)	4,2	-1,0	0,8			1,1	0,9	-0,7			
Grad der Kapazitätsauslastung	85,7	85,9	86,0	86,7							
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	-1,6	4,6	5,2			-1,1	-0,9	0,1			
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	8,2	0,4	-3,0			-6,5	3,8	-1,1			
ifo Bauhauptgewerbe	129,5	128,4	130,3	132,9		130,6	130,5	131,5	133,3	133,9	
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	-1,5	-0,6	3,6	4,1		3,1	5,0	5,2	3,3	3,9	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	1,5	0,2	1,6			0,2	1,3	-1,2	-0,4		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-0,3	6,7	0,0	0,3		12,9	-3,5	1,5	3,5	-3,3	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	3,1	-0,4	1,1			3,4	-1,9	0,0			
Exporte (% gg. Vp.)	2,4	2,8	1,5			1,5	-2,7	0,2			
Importe (% gg. Vp.)	3,5	3,6	1,4			1,1	-4,4	2,3			
Nettoexporte (EUR Mrd.)	60,1	59,9	61,1			20,3	21,2	19,5			
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,0	5,9	5,7	5,7		5,7	5,7	5,7	5,7	5,6	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-28,3	-59,0	-43,3	-20,7		-8,0	5,0	-10,0	-6,0	-22,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,3	1,5	1,5			1,5	1,5	1,6	1,6		
ifo Beschäftigungsbarometer	111,1	110,3	111,1	111,9		110,8	111,0	112,1	111,2	112,3	
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	1,0	1,9	1,6	1,7		1,4	1,5	1,5	1,8	1,8	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,2	1,0	1,4			1,1	1,5	1,5	1,5		
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	0,2	2,8	2,8			2,8	2,4	2,3	2,6		
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	19,2	32,7	8,9	4,2		8,3	2,0	2,7	4,8	5,3	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	51,1	54,5	50,8	52,2		51,4	47,6	49,1	51,9	55,5	56,0
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	10,0	18,9	17,6	16,3		17,5	17,9	15,1	15,8	18,1	
EC Unternehmensumfrage	6,2	13,0	12,2	11,7		13,4	11,4	11,9	10,4	12,8	
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	2,2	1,0	2,5								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,2	2,5	2,4								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	3,8	1,0	3,8								
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	5,7	6,0	5,6			4,9	5,6	4,6	4,7		
Trend von M3*						5,5	5,3	5,2	5,0	5,0	
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	2,9	3,3	3,8			3,2	3,8	3,8	3,8		
Kredite an öffentliche Haushalte	8,9	21,0	4,1			9,9	4,1	0,3	-7,5		

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

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



Jamaika-Koalition dürfte kein Füllhorn ausschütten

© Copyright 2017. 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 Inc. 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