



Ausblick Deutschland

2015: Konjunkturerholung mit Risiken

6. Januar 2015

Autoren

Eric Heymann
+49 69 910-31730
eric.heyman@db.com

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

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

Editor

Stefan Schneider

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

www.dbresearch.de

DB Research Management
Ralf Hoffmann

Originalveröffentlichung in englischer Sprache:
19. Dezember 2014.

Nach einem überraschend guten Start hat sich die deutsche Konjunktur im Verlauf von 2014 merklich abgekühlt. Dafür waren vor allem die Abschwächung in wichtigen Absatzmärkten sowie die im Zuge der geopolitischen Krisen gestiegenen Unsicherheiten verantwortlich.

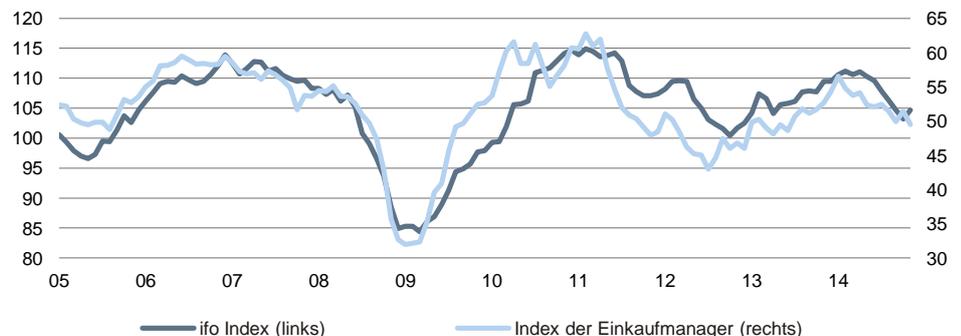
Dagegen hat sich die Binnenwirtschaft, gestützt auf einen robusten Arbeitsmarkt, weiter solide entwickelt und war im vergangenen Jahr erneut alleiniger Wachstumstreiber. Nach einem schwachen Winterhalbjahr 2014/15 dürfte sich die Konjunktur im weiteren Jahresverlauf dann zwar wieder festigen, das jahresdurchschnittliche Wachstum im Jahr 2015 dürfte aber aufgrund des schwachen Jahresauftakts wohl nur 1% betragen, nach 1,4% in 2014.

Erfreulich dabei ist jedoch, dass der private Konsum weiter der Wachstumspfeiler bleibt, während der Außenhandel nicht zum Wachstum beitragen dürfte. Allerdings mehren sich die Zeichen, dass die unserer Einschätzung zufolge falschen wirtschaftspolitischen Weichenstellungen, wie beispielsweise die Einführung des flächendeckenden Mindestlohns sowie die Rentenpakete, den Arbeitsmarkt und damit den Konsum schwächen. So dürfte die Erwerbstätigkeit deutlich schwächer als im Vorjahr steigen und in der zweiten Jahreshälfte die Arbeitslosigkeit zunehmen.

Während der Wohnungsbau sich weiter gut entwickelt, sind von den Ausrüstungsinvestitionen kaum Wachstumsimpulse zu erwarten. Risiken bestehen hinsichtlich der „schwarzen Null“ bei den öffentlichen Finanzen. Aufgrund der schwächeren Konjunktur sowie der Kosten der wirtschaftspolitischen Maßnahmen erwarten wir im laufenden Jahr ein leichtes Budgetdefizit beim Gesamtstaat.

Ifo Geschäftsklimaindex & Index der Einkaufsmanager

2000=100 (links), Index (rechts)



Quellen: ifo, Markit

Inhaltsverzeichnis

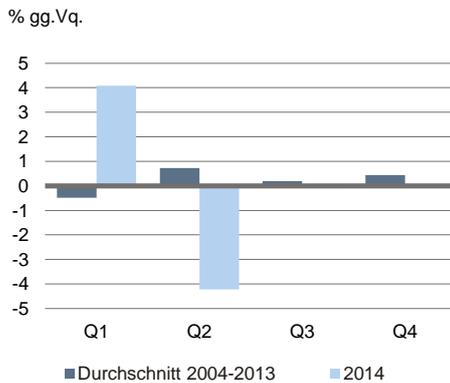
	Seite
2015: Konjunkturerholung mit Risiken.....	1
Prognosetabellen.....	13
DB Makro-Überraschungsinde	
Deutschland.....	14
Datenmonitor.....	15
Finanzmarktprognosen.....	16



Konjunktur 2014: Durch Wetterkapriolen, Kalendereffekte und geopolitische Entwicklungen geprägt

Deutschland: Bauinvestitionen

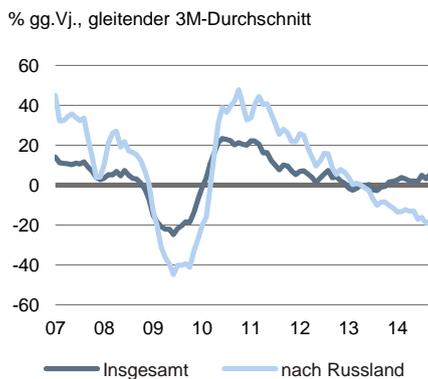
1



Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutschland: Exportentwicklung

2

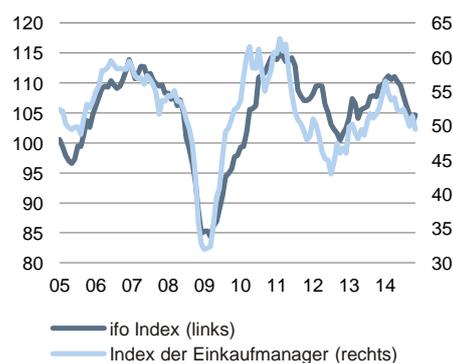


Quelle: Statistisches Bundesamt

Ifo Geschäftsklimaindex & Index der Einkaufsmanager

3

2000=100 (links), Index (rechts)



Quellen: ifo, Markt

Nach einem fulminanten Start in das Jahr 2014 mit einer Zunahme des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) um 0,8% (gegenüber dem Vorquartal) hat sich das Wachstum der deutschen Wirtschaft merklich abgeschwächt. Was zunächst eindeutig klingt, beschreibt angesichts erheblicher wetterbedingter Verzerrungen und Sonderfaktoren, wie beispielsweise Kalendereffekte, die Konjunkturdynamik des vergangenen Jahres allerdings nur unzureichend. So ging das kräftige Wachstum des 1. Quartals zu 60% auf den durch das milde Wetter bedingten überaus starken Anstieg der Bauinvestitionen zurück. Während die Bauinvestitionen im Schnitt des jeweils 1. Quartals in der letzten Dekade um 0,5% geschrumpft waren, sind sie in den ersten drei Monaten des vergangenen Jahres um 4,1% gestiegen. Die üblicherweise im Frühjahr zu erwartende Belebung im Bausektor blieb somit aus. Die Korrektur bei den Bauinvestitionen im 2. Quartal (-4,2%) trug maßgeblich dazu bei, dass die deutsche Wirtschaft in diesem Quartal leicht schrumpfte.

Darüber hinaus sorgten in den Sommermonaten die Lage der Feiertage und der Ferienzeiten sowie Verschiebungen von Werksferien (u.a. in der Automobilindustrie) für weitere Verzerrungen, die die statistischen Bereinigungsverfahren nur unzureichend ausgleichen konnten, so dass die Frage nach der eigentlich zugrunde liegenden Konjunkturdynamik kaum befriedigend zu beantworten war.

Neben diesen eher technischen Faktoren war das Wirtschaftsgeschehen im vergangenen Jahr insbesondere von zwei internationalen Entwicklungen geprägt. Zum einen durch den Russland-Ukraine-Konflikt, der zu spürbaren Sanktionen der westlichen Staaten gegenüber Russland führte und zu einer deutlichen Eintrübung der Stimmung in der Industrie sowie einem drastischen Einbruch der deutschen Exporte nach Russland beigetragen hat. Zum anderen durch die zuletzt merklich gestiegene Unsicherheit über die wirtschaftliche Erholung der Eurozone, die etwa zur Jahresmitte ins Stocken geraten war, was die deutsche Investitionstätigkeit, die ohnehin durch den schwunglosen Welthandel belastet wurde, weiter beeinträchtigte. So gingen die Ausrüstungsinvestitionen nach anfänglicher Erholung etwa ab der Jahresmitte 2014 wieder zurück.

Dennoch konnte die deutsche Wirtschaft aufgrund der durch das kräftige Wachstum im 1. Quartal geschaffenen günstigen Ausgangsposition im Jahresdurchschnitt 2014 um 1 ¼% zulegen, was vor allem auf einen soliden Zuwachs des privaten Konsums sowie der Bauinvestitionen zurückzuführen war, während der Außenbeitrag zum Wirtschaftswachstum leicht negativ ausfiel. Unter den größeren Euroländern wies Deutschland damit erneut das höchste Wirtschaftswachstum auf.

Erholung nach schwachem Winterhalbjahr 2014/15 erwartet

Mit Blick auf die schon seit Monaten eingetrübte Stimmung der Unternehmen, den insgesamt enttäuschenden Auftragseingang, insbesondere aus dem Inland, sowie die zuletzt zeitweilig unter ihr Vorjahresniveau gesunkene Industrieproduktion erwarten wir ein schwaches Winterhalbjahr. Selbst bei der von uns danach unterstellten Erholung der Konjunktur – wir rechnen im Schnitt mit soliden Quartalswachstumsraten von 0,3% – bleibt das Wirtschaftswachstum im Jahresdurchschnitt 2015 aufgrund der ungünstigen Ausgangsposition mit 1% unter dem Vorjahreswert. Erst im kommenden Jahr ist wieder damit zu rechnen, dass die deutsche Wirtschaft mit einem Wachstum von 1,2% ihr Potenzial in etwa ausschöpft.

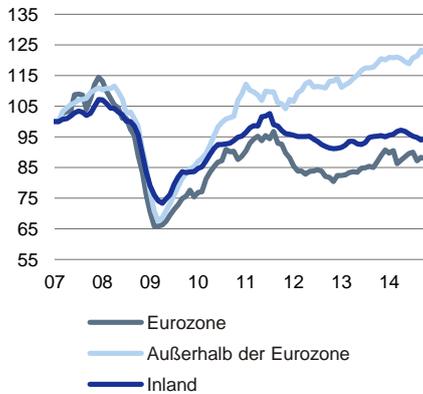


Ausblick Deutschland

Deutschland: Auftragseingang

4

Verarbeitendes Gewerbe, Jan 2007=100,
gleitender 3M-Durchschnitt



Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutsche Wirtschaft (noch) gut aufgestellt

Das im laufenden Jahr schwächere deutsche Wachstum ist vor allem zyklischer Natur. So ist die deutsche Wirtschaft immer noch gut aufgestellt, hoch innovativ und wettbewerbsfähig. Darüber hinaus gibt es keinen nennenswerten kurzfristigen Konsolidierungsbedarf im öffentlichen und privaten Bereich, und die im internationalen Vergleich außergewöhnlich gute Arbeitsmarktentwicklung lässt auf noch relativ gesunde Strukturen schließen. Selbst die zunehmend kritisch diskutierte deutsche Infrastruktur belegt in internationalen Vergleichen noch Spitzenplätze. Allerdings liegen einige positive Weichenstellungen nun schon rund eine Dekade zurück, Reformen werden teilweise wieder zurückgedreht. Nicht zuletzt wegen der immer näher rückenden demographischen Belastungen wäre eine Reformagenda 2030 von Nöten.

Deutsche Exporte nach Asien

5

Anteil am Gesamtexport, %
gleitender 6M-Durchschnitt



Quelle: Deutsche Bundesbank

Internationales Umfeld 2015

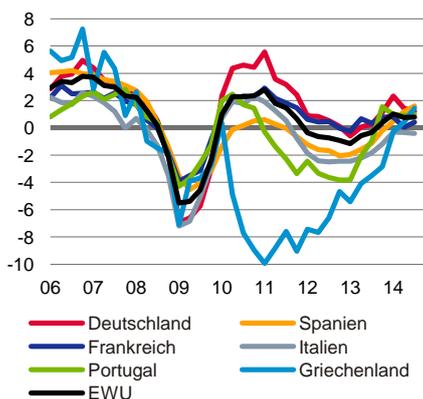
Spürbare Wachstumsbeschleunigung nur in den USA

Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum der Weltwirtschaft im laufenden Jahr um etwa einen halben Prozentpunkt auf gut 3 ½% beschleunigt. Dies wäre aber immer noch knapp unter dem durchschnittlichen globalen Expansionstempo in den letzten drei Dekaden und deutlich unter dem in den 10 Jahren vor Ausbruch der Finanzkrise erreichten Wachstum von durchschnittlich 4,2%. Zudem geht die Wachstumsbeschleunigung zum überwiegenden Teil auf die USA zurück, für die wir mit einem Wirtschaftswachstum in Höhe von 3,5% rechnen, nach einer Zunahme des realen BIP um rd. 2,4% im Jahr 2014. Mit Blick auf den in den letzten Monaten kräftigen Beschäftigungsaufbau von monatlich fast 230.000 neuen Jobs und einen Rückgang der Arbeitslosenquote auf merklich unter 6% scheint die US-Wirtschaft nun robust genug zu sein, um die amerikanische Notenbank zu einer weiteren Normalisierung ihrer Geldpolitik zu veranlassen. Unserer Einschätzung zufolge wird die amerikanische Notenbank nach dem Ende ihrer quantitativen Lockerungen – im Oktober letzten Jahres hat sie die Ankäufe von US-Treasuries und Mortgage-Backed-Securities eingestellt – etwa zur Jahresmitte 2015 auch die Zinswende einleiten. Damit wäre die US-Notenbank die erste größere Zentralbank, die nach über sechs Jahren mit nahezu Nullzinsen die Wende vollzieht.

EWU: Wirtschaftswachstum

6

Reales BIP, % gg.Vj.



Quelle: Eurostat

Dagegen dürfte das Wachstum in Osteuropa und den für die deutsche Wirtschaft besonders wichtigen asiatischen Schwellenländern insgesamt im laufenden Jahr nur leicht höher als im Jahr 2014 ausfallen. In die asiatischen Schwellenländer gehen derzeit rund 12 % der deutschen Ausfuhren. Der Anteil ist damit doppelt so hoch wie im Jahr 2000. Für China, Deutschlands fünftwichtigster Absatzmarkt mit einem Anteil von etwa 6,2%, erwarten wir dagegen eine leichte Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik auf nur noch 7%. Die Zeit mit zweistelligen Wachstumsraten dürfte in China vorbei sein, wobei die Abschwächung am Immobilienmarkt und die Zunahme notleidender Kredite ein erhebliches Risikopotenzial darstellen.

Eurozone: Schwache und divergierende Erholung

In der Eurozone war die wirtschaftliche Erholung etwa zur Jahresmitte 2014 auch aufgrund von Deutschland ins Stocken geraten, was zeigt, dass die Eurozone immer noch mit erheblichen strukturellen Problemen zu kämpfen und die Konsolidierung der öffentlichen Finanzen nach wie vor das Wachstum gedämpft hat. Zwar rechnen wir für das laufende Jahr mit einem für die Eurozone insgesamt



Ausblick Deutschland

Globale Wirtschaft

7

Reales BIP, % gg. Vj.	2013	2014	2015
USA	2,2	2,4	3,5
Japan	1,5	0,5	1,4
Eurozone	-0,4	0,8	1,0
Deutschland	0,1	1,4	1,0
Frankreich	0,4	0,4	0,9
Italien	-1,9	-0,4	0,3
Spanien	-1,2	1,3	1,9
Niederlande	-0,7	0,7	1,7
Griechenland	-3,9	1,2	2,7
Portugal	-1,4	0,9	1,2
Irland	0,2	4,0	3,3
Großbritannien	1,7	3,0	2,5
Asien ohne Japan	6,1	6,0	6,2
China	7,7	7,3	7,0
Indien	4,7	5,5	6,5
Osteuropa	2,4	2,3	1,9
Lateinamerika	2,5	0,8	1,5
Welt	3,2	3,2	3,6

Quellen: IWF, OECD, Deutsche Bank Research

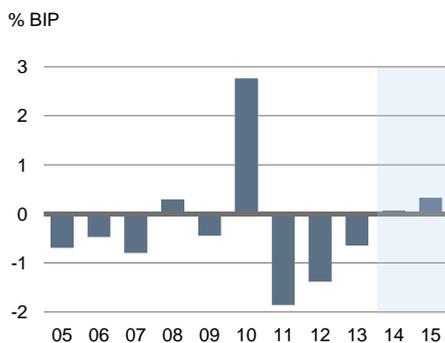
unveränderten strukturellen Budgetsaldo (nach einem Rückgang um 0,3 Prozentpunkte im Jahr 2014), was bedeutet, dass die Fiskalpolitik in diesem Jahr das Wirtschaftswachstum nicht mehr belastet. Auch der deutlich niedrigere Ölpreis dürfte positiv wirken. Dennoch veranschlagen wir das Wirtschaftswachstum der Eurozone im laufenden Jahr nur leicht höher auf 1%. Dahinter verbirgt sich zudem eine sehr unterschiedliche Entwicklung in den einzelnen Ländern. Während die Wirtschaft Italiens stagnieren dürfte, wachsen Deutschland und Frankreich im Eurodurchschnitt. Ein überdurchschnittlicher Anstieg des realen BIP ist vor allem in Spanien (1,9%) und den Niederlanden (1,7%) sowie den kleineren Euroländern Griechenland (2,7%) und Irland (3,3%) zu erwarten. Ungeachtet der in Spanien im Vergleich zu anderen Euroländern erzielten Reform-erfolge insbesondere im Bereich des Arbeitsmarktes, müssen die auf den ersten Blick hohen Wachstumserwartungen für die Peripherie auch als zyklische Gegenbewegung auf die tiefen Einbrüche gesehen werden. So war das reale BIP von 2008 bis 2013 in Spanien um 7 ½% und in Griechenland um fast 30% geschrumpft, wobei der Rückgang der inländischen Nachfrage deutlich höher ausgefallen ist und sich in Spanien auf fast 17%, in Griechenland sogar auf etwa 37% summierte.

Deutschland: Nicht mehr Spitzenreiter in der Euroleague

Mit dem von uns erwarteten Wachstum von 1% wird Deutschland im laufenden Jahr zwar seinen Vorsprung vor Frankreich hauchdünn verteidigen können, allerdings nicht mehr der Spitzenreiter in der Euroleague sein. Von 2009 bis 2014 (mit Ausnahme im Jahr 2013) erzielte Deutschland unter den größeren Euroländern das höchste Wirtschaftswachstum.

Deutschland: Fiskalischer Impuls*

8



*) Veränderung des strukturellen Budgetsaldos

Quellen: EU-Kommission, Deutsche Bank Research

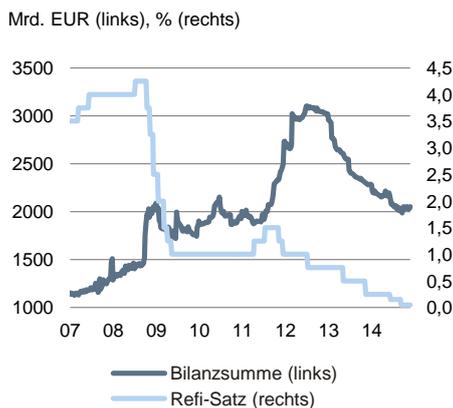
Wirtschaftspolitische Annahmen

Fiskal- und geldpolitische Ampeln stehen auf Grün

Unsere Wachstumsprognose basiert auf der Annahme, dass sowohl von der Fiskal- als auch von der Geldpolitik im laufenden Jahr positive Effekte auf das deutsche Wirtschaftswachstum ausgehen. So dürfte sich der strukturelle Budgetüberschuss des gesamten öffentlichen Sektors, d.h. der Budgetsaldo unter Ausschluss der durch die Konjunktur verursachten Effekte, infolge der wirtschaftspolitischen Maßnahmen von rund ½% des BIP auf etwa ¼% des BIP verschlechtern. Allein das Rentenpaket bedeutet nach Schätzungen des Sachverständigenrates eine strukturelle Ausweitung der jährlichen Sozialleistungen um EUR 10 Mrd. (0,3% des BIP).

EZB: Bilanz & Leitzins

9



Quelle: EZB

Geldpolitik: „Whatever it takes“ geht in die nächste Runde

Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank (EZB) wird im Prognosezeitraum sogar noch expansiver. Angesichts der lahmen Konjunktur, der in vielen Peripherieländern der Eurozone immer noch rückläufigen Kreditentwicklung sowie der insgesamt – vor allem auch ölpreisbedingt – äußerst niedrigen Inflation und dem Risiko, dass die Inflationserwartungen sich entankern und die Eurozone in eine Deflation abgleiten könnte, hat die EZB im Spätjahr 2014 neben der Senkung des Leitzinses auf 0,05% einen negativen Zinssatz für Einlagen der Finanzinstitute bei der EZB eingeführt. Darüber hinaus hat die EZB beschlossen, die Liquiditätsversorgung der Finanzinstitute durch gezielte, an die Neukreditvergabe gebundene, längerfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO) auszuweiten und umfangreiche quantitative Lockerungen durchzuführen. Dafür will sie

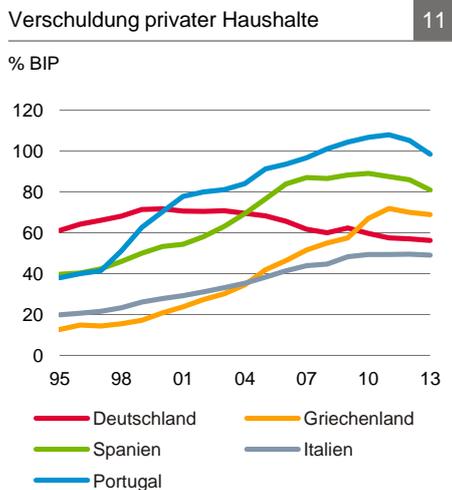


Ausblick Deutschland



Verbriefungen und Anleihen, die durch Vermögenswerte zusätzlich abgesichert sind, kaufen. Ihre Bilanz soll insgesamt in Richtung des Rekordniveaus von Anfang 2012 steigen, was einer Erhöhung um bis zu EUR 1000 Mrd. entsprechen würde. Wir glauben jedoch nicht, dass sie ihr Ziel mit den schon beschlossenen Maßnahmen erreichen wird und erwarten daher, dass sie auch Staatsanleihen in ihr Repertoire aufnehmen wird.

Das von EZB-Präsident Mario Draghi im Juli 2012 garantierte „whatever it takes“, dass also die EZB alles tun werde, um den Euro zu sichern, geht somit in die nächste Runde. Nach dieser Äußerung und der folgenden Präzisierung, im Rahmen des Outright Monetary Transactions Programms (OMT) notfalls unlimitiert Staatsanleihen eines Landes zu kaufen, kam es zu einer bemerkenswerten Beruhigung an den Finanzmärkten, in deren Verlauf die Renditen spanischer sowie italienischer Staatsanleihen dramatisch von 6% bzw. 7% auf gut 2% gefallen und die Renditen von deutschen Bundesanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren auf merklich unter 1% gesunken sind.



Sicherlich, besondere Zeiten bedingen besondere Maßnahmen. Ob allerdings die anvisierte Ankurbelung der Kreditvergabe, insbesondere in der Peripherie der Eurozone, die Verschuldungskrise der Eurozone lösen kann, muss hinterfragt werden. Waren es nicht zu lange zu niedrige Zinsen und zu viel an Liquidität, die den Schuldenaufbau in den Problemländern erst ermöglicht haben? Darüber hinaus sind Staatsanleihekäufe durch die EZB vor allem in Deutschland äußerst umstritten. So hat der wohl prominenteste Kritiker, Bundesbankpräsident Jens Weidmann, kürzlich seine Ablehnung massenhafter Staatsanleihekäufe zur Ankurbelung der Konjunktur bekräftigt. Im Februar 2014 gab das deutsche Bundesverfassungsgericht bekannt, dass nach seiner Einschätzung der OMT-Beschluss der EZB über ihr Mandat hinausgehe. Teilfragen wurden dem Europäischen Gerichtshof vorgelegt. Das Bundesverfassungsgericht hat sich ein endgültiges Urteil dazu vorbehalten. Ein Urteil des Europäischen Gerichtshofs ist wohl erst im späteren Jahresverlauf zu erwarten.

Zinsen bleiben auf absehbare Zeit extrem niedrig

Wir rechnen damit, dass die EZB ihren Leitzins auf absehbare Zeit – wohl sogar bis 2016 – auf dem derzeitigen Niveau von 0,05% halten wird. Darüber hinaus dürfte die von uns erwartete Ausweitung der Wertpapierkäufe auf Staatsanleihen dafür sorgen, dass auch die langfristigen Renditen niedrig bleiben. Steigende Renditen in den USA dürften zwar über den internationalen Zinszusammenhang die europäischen nach oben ziehen, der Anstieg sich aber in engen Grenzen halten. Für Ende 2015 sehen wir ein Renditeniveau für 10-jährige deutsche Bundesanleihen von etwas mehr als 1%.

Niedrigzinsen haben nicht nur Vorteile

Zwar profitieren Schuldner von niedrigen Zinsen, diese belasten aber private Anleger sowie Banken und Versicherungen, erschweren den Aufbau einer privaten Altersvorsorge, führen zu Fehlallokationen von Kapital und verringern in der Politik den Anreiz, strukturelle Probleme anzugehen und die Konsolidierung entschlossen voranzutreiben. Niedrigzinsen bergen zudem das Risiko, private Anleger auf der Suche nach höheren Renditen in risikoreichere Anlagen zu treiben. Bislang sind die privaten Haushalte in Deutschland bei ihren Finanzanlagen aber weiter auf Nummer sicher gegangen.¹

¹ Vgl. hierzu Gräf, B., Rakau, O. (2014). Anlageverhalten privater Haushalte: Weiter auf Nummer sicher. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 30. September 2014.



Ausblick Deutschland

USD/EUR Wechselkurs

12



Quelle: Global Insight

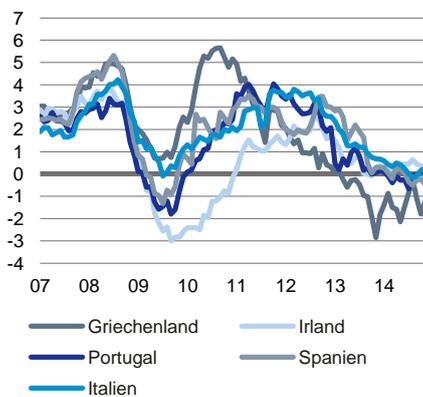
Euro-Wechselkurs schwächt sich weiter ab

Der Euro hat sich seit seinem letzten Hoch im Frühjahr 2014 gegenüber dem US-Dollar um rund 8% abgeschwächt. Die Abwertung gegenüber den Währungen der 40 wichtigsten Handelspartner fiel mit gut 4% etwas geringer aus. Der im laufenden Jahr sich deutlich ausweitende Wachstumsvorsprung der USA gegenüber der Eurozone sowie die diametrale Geldpolitik diesseits und jenseits des Atlantiks sprechen für eine weitere Abschwächung der Gemeinschaftswährung. Entsprechend halten wir Ende 2015 einen USD/EUR-Wechselkurs von 1,15 – mit weiterem Abwärtspotenzial in den nächsten Jahren – für möglich. Ein schwächerer Wechselkurs dürfte wohl auch primär das Ziel der EZB bei der Ausweitung ihrer Bilanzsumme sein. Neben Impulsen für das Wirtschaftswachstum käme die EZB über sich verteuernde Importe auch ihrem Ziel, die Inflation in der Eurozone in Richtung von nahe, aber unter 2% zu heben, wohl näher.

EWU: Inflation

13

Konsumentenpreise, % gg. Vj.



Quelle: Eurostat

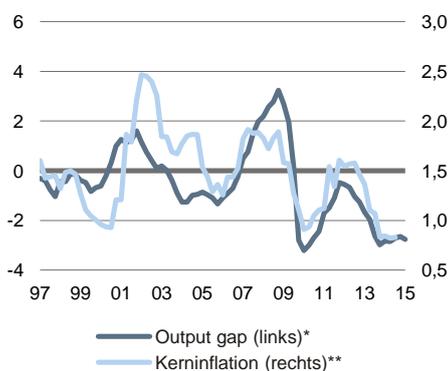
Disinflation – keine Deflation in der Eurozone

Wir halten die aktuelle Diskussion über die Gefahren einer Deflation in der Eurozone für überzogen. Zwar gingen die Preise in den Ländern der Peripherie zurück, und der Preisauftrieb in der Eurozone insgesamt hat sich merklich auf unter 0,5% abgeschwächt. Allerdings ist dies vor allem auf niedrigere Energie- und Nahrungsmittelpreise zurückzuführen. Die Kerninflation, d.h. die Inflation ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise, lag seit Anfang des Jahres in etwa stabil bei rund 0,7%. Noch handelt es sich nicht um einen längerfristigen Rückgang der Preise auf breiter Front mit den Gefahren einer Deflationsspirale, sondern um eine Disinflation, d.h. einen sich abschwächenden Preisauftrieb. Zudem passt der schwache Preisanstieg bzw. der in einigen Peripherieländern zu beobachtende Preisrückgang zu den wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und spiegelt die hohe Unterauslastung der Kapazitäten wider. Eine im Vergleich zu Deutschland spürbar niedrigere Inflation ist für die Rückgewinnung der Wettbewerbsfähigkeit der Peripherieländer auch dringend notwendig. Schließt man produktivitätsgetriebene Lohnstückkostensenkungen aus, sind Lohn- und Preisrückgänge bzw. ein im Vergleich zu Deutschland niedrigerer Anstieg das einzige Mittel, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit in den Peripherieländern zu verbessern, da in einer Währungsunion nur eine „innere Abwertung“ möglich ist.

EWU: Output gap & Inflation

14

Tatsächliches BIP - potenzielles BIP in % des potenziellen BIP (links), % gg.Vj. (rechts)



*) um 3 Quartale nach vorn verschoben
**) ohne Energie & Nahrungsmittel

Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Unsere Erwartungen für Deutschland im Einzelnen

Privater Konsum: Die wichtigste Stütze des Wachstums

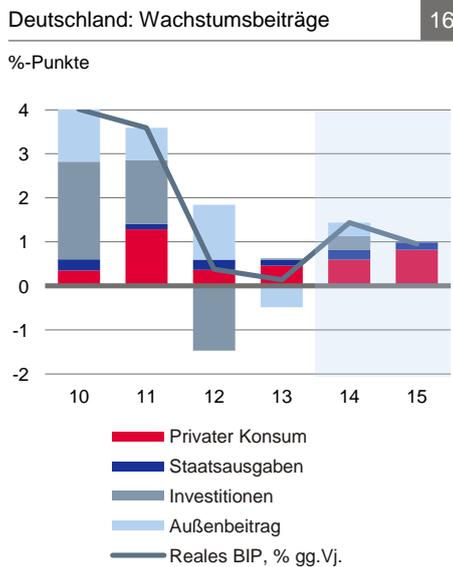
Der private Konsum war schon im vergangenen Jahr neben den Investitionen – insbesondere der Bauinvestitionen – ein wichtiger Wachstumspfeiler. Im laufenden Jahr dürfte er mit einer noch einmal über der Vorjahrsrate liegenden Anstieg von gut 1,5% sogar zum mit Abstand wichtigsten werden. Allerdings mehrten sich die Zeichen, dass die unserer Einschätzung zufolge falschen wirtschaftspolitischen Weichenstellungen, wie beispielsweise die Einführung des flächendeckenden Mindestlohns von EUR 8,50 pro Stunde sowie die Rentenpakete, die fundamentale Stütze des privaten Konsums schwächen. So dürfte die Erwerbstätigkeit mit nur noch knapp 0,5% nur noch halb so stark wie im Jahr 2014 steigen und insbesondere in der zweiten Hälfte dieses Jahres die Arbeitslosigkeit zunehmen. Insgesamt erwarten wir zum Jahresende eine Arbeitslosenquote von 6,9%, gegenüber 6,6% aktuell. Die Beschäftigungszunahme wird bei gleichzeitig steigender Arbeitslosigkeit auch im laufenden Jahr durch Zu-



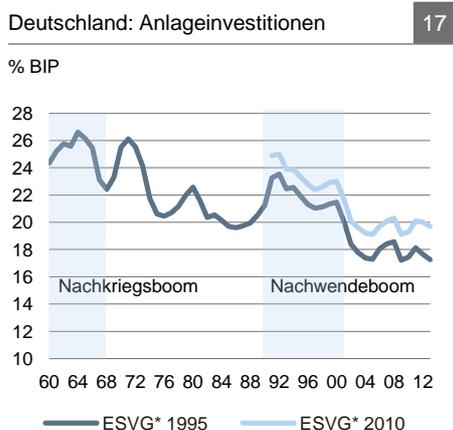
Ausblick Deutschland



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Statistisches Bundesamt



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



*Unterschiedliche Abgrenzungen für das BIP. Neuer Standard zählt z.B. F&E-Ausgaben zu den Investitionen.

Quellen: Eurostat, AMECO

wanderung gedeckt, die jedoch spürbar niedriger als in den Vorjahren ausfallen dürfte. Die Einführung des flächendeckenden Mindestlohnes sowie die Einschränkung der Leiharbeit dürften auf mittlere Sicht für merkliche Beschäftigungsverluste vor allem bei den Problemgruppen sorgen, den (Wieder-)Einstieg in den Arbeitsmarkt erheblich erschweren und die strukturelle Arbeitslosigkeit mit deutlichen negativen fiskalischen Effekten erhöhen.²

Auf der Einkommenseite stehen dem durch die Einführung des flächendeckenden Mindestlohns ausgelösten Schub auf die Bruttolohnsumme – rund 4 ½ Millionen Beschäftigte, deren Einkommen gut 30% unter dem Mindestlohn liegt, werden in den Genuss des Mindestlohns kommen – wohl eine deutlich unterdurchschnittliche Entwicklung der den privaten Haushalten zufließenden Gewinneinkommen gegenüber. Insgesamt gehen wir davon aus, dass die verfügbaren Einkommen um etwa 2,5% zunehmen, was nach Abzug der Inflationsrate eine Expansion der realen Konsumausgaben von gut 1,5% ermöglicht.

Investitionslücke in Deutschland? Höchstens beim Staat!

Nachdem Deutschland in den letzten Jahren für seine zu restriktive Fiskalpolitik, die Lohnzurückhaltung und die hohen Leistungsbilanzüberschüsse am Pranger stand, standen Ende 2014 die angeblich zu niedrigen deutschen Investitionen, vor allem die öffentlichen Infrastrukturinvestitionen, im Fokus der Kritik. Deutschland habe seit der Euro-Einführung eine im internationalen Vergleich, aber auch relativ zur eigenen Historie, zu niedrige Investitionsquote. Dadurch sei eine Investitionslücke entstanden, was dem Land schadet, da es das Wachstumspotenzial dämpft. Zudem würden den europäischen Nachbarländern wichtige Nachfrageimpulse vorenthalten. Diese Kritik ist aus vielen Gründen unangebracht: Die Berechnung einer Lücke setzt die Bestimmung eines optimalen Kapitalstocks voraus, und internationale Vergleiche verbieten sich, da sie durch Überinvestitionen in vielen Ländern (z.B. Immobilienboom in Spanien) verzerrt sind. Auch strukturelle Faktoren wie die demografische Entwicklung oder unterschiedliche Produktionsstrukturen und Ressourcenausstattungen spielen eine wichtige Rolle. Ein Vergleich der heutigen Investitionen mit jenen früherer Dekaden zeichnet z.B. aufgrund des Wiederaufbaus nach dem 2. Weltkrieg oder auch des Nachwende-Baubooms ein viel zu negatives Bild.³ Darüber hinaus ist der Rückgang der Investitionsquote etwa seit dem Jahr 2000 zum Stillstand gekommen.

Insbesondere im Fall privater Investitionen scheint der Begriff Lücke irreführend. Private Investitionen werden von profitorientierten Unternehmen getroffen, die wohl besser als jeder Politiker (oder Ökonom) wissen sollten, wie viel, wo und wann sie investieren. Unseres Erachtens lässt sich die derzeit schwache private Investitionstätigkeit zum einen durch die enttäuschende und schwache globale Konjunkturdynamik erklären. Zum anderen werden die deutschen Investitionen auch durch strukturelle Faktoren wie dem demografischen Wandel und die Energiewende gebremst. Die jüngsten wirtschaftspolitischen Maßnahmen (z.B. Rentenpaket und Mindestlohn) belasten zusätzlich. Um private Investitionen zu fördern sind bessere wirtschaftspolitische Rahmenbedingungen gefragt.

² Vgl. hierzu Peters, H. (2014). Mindestlohn von EUR 8,50 je Stunde: Große Koalition auf dem Holzweg. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 4. Juni 2014. Und: Gräf, B., Grewenig, E. (2014). Leiharbeit: Erfolgsgeschichte mit ungewissem Ausgang. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 28. Februar 2014.

³ Vgl. hierzu Rakau, O. (2014). Mehr Infrastrukturinvestitionen – trotz fragwürdiger „Lückenanalyse“. Deutsche Bank Research. Standpunkt Deutschland. 5. Dezember 2014.

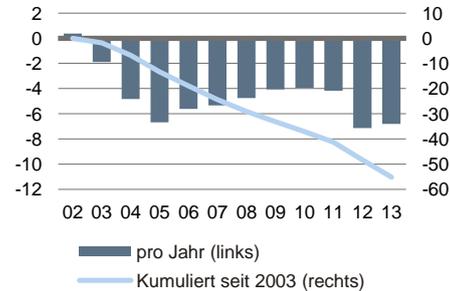


Ausblick Deutschland

Deutschland: Staatliche Nettoinfrastrukturinvestitionen

18

Bauinvestitionen in Nichtwohnbauten, netto
Mrd. EUR

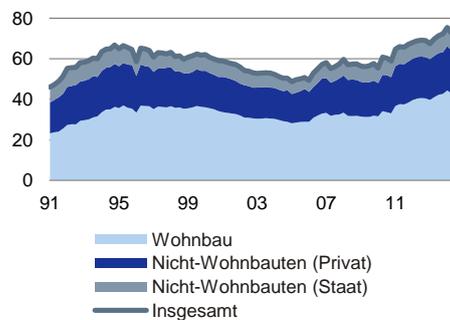


Quelle: Statistisches Bundesamt

Deutschland: Bauinvestitionen

19

Mrd. EUR

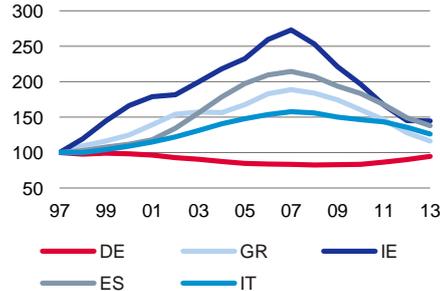


Quelle: Statistisches Bundesamt

Reale Hauspreise

20

1997=100

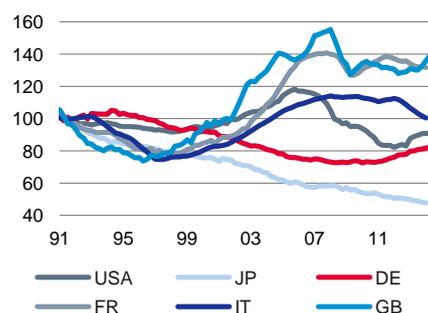


Quelle: OECD

Erschwinglichkeit von Wohnimmobilien

21

Verhältnis nominaler Immobilienpreise zu verfügbarem Einkommen pro Kopf, 1991=100



Quelle: OECD

Die staatlichen Infrastrukturinvestitionen dürften über die letzten 10 Jahre tatsächlich zu niedrig gewesen sein, worauf negative Nettoinvestitionen hindeuten. Der Umfang des Mehrbedarfs ist aber umstritten, und die häufig genannten hohen Summen dürften zu einem nicht geringen Teil Eigeninteressen geschuldet sein. So erhält die deutsche Infrastruktur anhaltend gute Noten bei internationalen Vergleichen. Ein aktionistisches Investitionsprogramm nach dem Gießkannenprinzip ist trotz der umfangreich vorhandenen anekdotischen Evidenz von Mängeln abzulehnen. Wir halten auf bestandserhaltende Investitionen fokussierte staatliche Mehrinvestitionen in der Größenordnung von jährlich EUR 5 bis 10 Mrd. für plausibel.

Wohnungs- und öffentlicher Bau mit ordentlichem Plus

Die Wetterkapriolen zu Beginn des Jahres 2014 haben bei den Bauinvestitionen für ein volatiles Quartalsprofil gesorgt. Dank des milden Winters schlug im ersten Quartal das höchste Quartalsplus der letzten drei Jahre zu Buche. Nach einer deutlichen Gegenbewegung im zweiten Quartal verlief die Investitionstätigkeit in der zweiten Jahreshälfte in etwa stabil. Die Bauinvestitionen schlossen das Jahr insgesamt mit einem Plus von gut 3%, nach Stagnation im Vorjahr. Getragen wurde das Wachstum vor allem durch den Wohnungsbau, der deutlich von den Zuwanderungsströmen nach Deutschland, den robust steigenden verfügbaren Einkommen und den günstigen Finanzierungsbedingungen profitierte. Insgesamt legte der Wohnungsbau deutlich um über 3% zu. In Gewerbebauten wurde ebenfalls merklich mehr investiert. Aufgrund der nur moderaten gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung und der von geopolitischen Risiken geprägten Zurückhaltung in der zweiten Jahreshälfte blieb das Plus mit gut 2% aber hinter jenem des Wohnungsbaus zurück. Dank der besseren Finanzlage vieler Kommunen erzielte auch der öffentliche Bau einen Investitionsanstieg von über 2%.

Im Jahr 2015 dürften die Bauinvestitionen neben dem privaten Konsum erneut die wichtigste Wachstumsstütze sein. Das Expansionstempo dürfte trotz des weiterhin aufwärts gerichteten Auftragseingangs und des hohen Auftragsbestandes mit rund 2,5% aber etwas hinter dem des Vorjahres zurückbleiben. Der Wohnungsbau bleibt dank seines hohen Anteils an den Gesamtinvestitionen auch 2015 der wichtigste Wachstumstreiber. Der Anstieg dürfte ebenfalls bei etwa 2,5% liegen. Die Zurückhaltung bei den gewerblichen Investitionen dürfte angesichts des schwachen Wirtschaftswachstums und der geringen Kapazitätsauslastung Anfang 2015 noch fortbestehen. Im Gesamtjahr ist so nicht mehr als etwa 1,5% Wachstum erreichbar. Im öffentlichen Bau sollte das Investitionstempo spürbar auf 4% zulegen. So bleibt die Finanzlage der öffentlichen Haushalte günstig und im Bundeshaushalt wurden die Mittel für Infrastrukturinvestitionen moderat erhöht.

Erschwinglichkeit trotz steigenden Preisen

Die Immobilienpreise stiegen auch im Jahr 2014 weiter kräftig an. Der Anstieg hat sich zwar etwas abgeflacht, das makroökonomische Umfeld spricht aber weiter für steigende Preise. Die Geldpolitik ist akkommodierend, der Arbeitsmarkt in guter Verfassung und die Zahl der Zuwanderer hoch. Auch ausländische und institutionelle Investoren tragen zur steigenden Nachfrage bei. Zugleich ist das Angebot kurzfristig starr, und politische Eingriffe wie die Mietpreisbremse könnten die Investitionen bremsen. Insbesondere in den Ballungszentren steigt die Nachfrage kräftig, was sich auch in den dort relativ stärkeren Preissteigerungen spiegelt. Diese lagen 2013 über 7% im Vergleich zu unter 5% in weniger nachgefragten Gebieten. Trotz dieser hohen Preisanstiege blieben deutsche Wohnimmobilien im internationalen und historischen Vergleich er-



Ausblick Deutschland

Deutschland: Exporte & Investitionen

22



Quelle: Statistisches Bundesamt

schwinglich. Im historischen Vergleich der Mieten und der verfügbaren Einkommen waren die Immobilien noch um 15% unterbewertet. Dazu trugen die schwache Preisentwicklung in den Vorkrisenjahren und die zuletzt robusten Einkommenszuwächse bei.

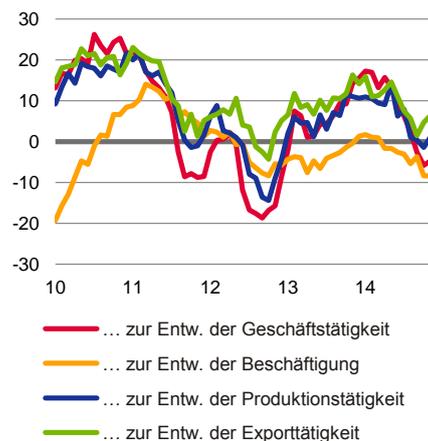
Ausrüstungsinvestitionen: Unsicherheiten bremsen

Die Ausrüstungsinvestitionen stiegen im Jahr 2014 um rund 3% an. Dies war aber allein durch den starken Jahresauftakt getrieben. Dieser hatte Hoffnungen auf eine robuste Erholung der Investitionen genährt, nachdem sie in den zwei Vorjahren um je etwa 3% gefallen waren. Im Verlauf des letzten Jahres trübte sich das Investitionsklima allerdings wieder spürbar ein. Die Exporte legten nur moderat zu, und die Kapazitätsauslastung der Industrie stabilisierte sich dadurch nur in etwa bei ihrem langfristigen Durchschnitt. Zudem dürften geopolitische Spannungen und die sich laut ifo-Geschäftsklimaindex stark eingetrübten Nachfrageaussichten zur Investitionszurückhaltung beigetragen haben. Die weiterhin robuste Binnenkonjunktur konnte diesen außenwirtschaftlichen Gegenwind nicht ausgleichen. Anfang 2015 dürften die Ausrüstungsinvestitionen zunächst verhalten bleiben. Erst im weiteren Verlauf des Jahres sollten sich der Abbau geopolitischer Spannungen und die zunehmenden Impulse vom Welthandel in einer lebhafteren Investitionstätigkeit niederschlagen. Auf Jahres-sicht dürfte das Plus aber nur etwa 1% erreichen.

Deutschland: Stimmung in der Industrie

23

Erwartungen der Unternehmen, Saldo aus positiven und negativen Firmenmeldungen



Quelle: ifo Institut

Deutsche Industrie: Wachstumsverlangsamung

Das schwächere gesamtwirtschaftliche Umfeld sowie die gestiegenen geopolitischen Risiken haben in den letzten Monaten ihre Spuren im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland hinterlassen. Nicht nur die Stimmungsindikatoren tendierten in fast allen Industriebranchen nach unten. Auch bei den Auftragseingängen und der inländischen Produktion kehrte sich der Aufwärtstrend, der noch zu Beginn des Jahres 2014 zu beobachten war, etwa ab dem 3. Quartal ins Gegenteil um. Im Gesamtjahr 2014 dürfte die Industrieproduktion nur um real 1,5% gewachsen sein. Damit konnte die Industrie nur die Rückgänge der Jahre 2012 und 2013 ausgleichen.

Die deutsche Industrie dürfte vor allem in den ersten Monaten von 2015 die nur schwache Konjunktur in Deutschland und Westeuropa zu spüren bekommen. In diesem Umfeld bleibt das Investitionsklima vorerst angespannt, zumal sich die politischen Rahmenbedingungen in Deutschland nicht nur für Industrieunternehmen verschlechtern. Für Impulse sorgt dagegen die Nachfrage aus den USA. Auch die Exporte nach China dürften 2015 weiter wachsen, wenngleich sich das dortige Wachstumstempo verlangsamt. Die Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar verbessert dabei die preisliche Wettbewerbsfähigkeit vor allem für Unternehmen mit einem hohen Wertschöpfungsanteil in Deutschland, die zudem viele Güter nach Übersee exportieren. Insgesamt agieren also gerade die exportgetriebenen Branchen wie die Automobilindustrie, der Maschinenbau oder die Elektrotechnik in einem gespaltenen konjunkturellen Umfeld. Konsumnahe Wirtschaftszweige (z.B. das Ernährungsgewerbe, Teile der Elektro-, Chemie-, Kunststoff- und Papierindustrie) dürften 2015 von der robusten Entwicklung des privaten Verbrauchs profitieren. Die noch immer gute Baukonjunktur in Deutschland stützt u.a. die Hersteller von Baustoffen und andere baunahe Sparten etwa aus der Metall-, Chemie- und Kunststoffindustrie.

Wir erwarten, dass die Industrieproduktion in Deutschland nach einem schwachen Winterhalbjahr etwa am dem 2. Quartal 2015 wieder nach oben tendiert. Da der Start ins Jahr 2015 aber verhalten ausfällt, resultiert im Gesamtjahr nur ein Produktionsplus von preisbereinigt ¾%, wobei aus heutiger Sicht sogar eher

Deutschland: Industrieproduktion & Prognose

24

Verarbeitendes Gewerbe, realer Produktionsindex, 2010=100, saisonbereinigt



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research



Ausblick Deutschland

Deutschland: Industriebeschäftigte

25

Industriebeschäftigte in Deutschland, Mio.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Abwärtsrisiken dominieren. Damit würde sich die seit 2011 insgesamt sehr verhaltene Dynamik der Industriekonjunktur auch 2015 fortsetzen. Eine stabile Entwicklung der Industriebeschäftigung wäre in diesem Umfeld bereits ein Erfolg. 2014 erreichte die Zahl der Beschäftigten in der Industrie ein neues Rekordniveau.

Für die großen Industriebranchen erwarten wir 2015 wenig Ausreißer. In der Automobilindustrie und im Maschinenbau dürfte die inländische Fertigung 2015 um etwa 1% zunehmen. Während sich der Maschinenbau damit gegenüber 2014 (Stagnation) leicht verbessern könnte, schwächt sich in der Autoindustrie das Wachstum verglichen mit 2014 (+4%) merklich ab. In der Elektrotechnik ist 2015 Stagnation wahrscheinlich – nach einem Plus von 1,5% im Jahr 2014. Die Chemieproduktion dürfte 2015 ihre Fertigung zwar um 2,5% ausweiten, damit würde sie jedoch „nur“ die Verluste von 2014 ausgleichen. Das Ernährungs-gewerbe setzt seinen insgesamt ruhigen Kurs fort. Hier erwarten wir ein Plus von 0,5%, nach Stagnation 2014.

Jene Industriesektoren, für die Erdöl ein wichtiger Rohstoff ist (z.B. die Chemie- und die Kunststoffindustrie) profitieren von den gesunkenen Notierungen für Öl. Natürlich sorgen die niedrigeren Energiepreise insgesamt für eine Entlastung auf der Kostenseite. Gleichwohl dürfte die Industrie kaum in ihren Anstrengungen nachlassen, die Energieeffizienz im Produktionsprozess zu verbessern.

Deutsche Exporte & Welthandel

26

Reale Güter & Dienste, % gg.Vj.



Quellen: IWF, Deutsche Bank Research

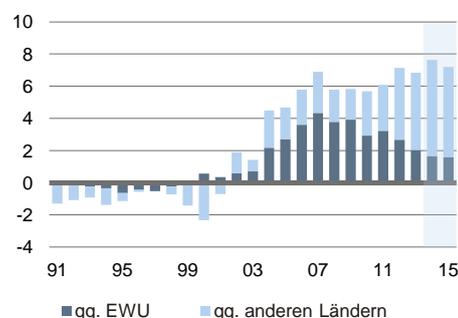
Nur bescheidener Exportanstieg

Angesichts einer wenig dynamischen Weltkonjunktur und insbesondere einer mehr oder weniger auf der Stelle tretenden Wirtschaft in der Eurozone ist eine merkliche Beschleunigung des deutschen Exportwachstums nicht zu erwarten.⁴ Wir rechnen daher trotz Rückenwind durch einen schwächeren Euro im laufenden Jahr lediglich mit einer moderaten Zunahme der realen Exporte von Gütern und Diensten von knapp 5% nach knapp 4% im Jahr 2014, was – wie schon im Vorjahr – in etwa der Expansion des Welthandels entsprechen und damit kaum Marktanteilsverluste deutscher Exporteure bedeuten würde.

Deutschland: Leistungsbilanzsaldo

27

% BIP



Quellen: Deutsche Bundesbank, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Deutscher Leistungsbilanzüberschuss sinkt

Da das Wirtschaftswachstum in Deutschland ausschließlich von der Binnen-nachfrage getrieben sein dürfte, werden wohl die realen Importe kräftiger steigen als die Exporte. Entsprechend dürfte der deutsche Leistungsbilanzüber-schuss, der im Jahr 2014 knapp EUR 220 Mrd. oder 7,6% des BIP erreicht haben dürfte, im laufenden Jahr auf etwa EUR 211 Mrd. oder gut 7% des BIP sin-ken. Damit läge der deutsche Leistungsbilanzüberschuss immer noch über dem von der Europäischen Kommission für die Überwachung makroökonomischer Ungleichgewichte festgelegten Grenzwert von 6% des BIP. Allerdings sollte sich der Überschuss in den nächsten Jahren schrittweise abbauen. Zudem ist die Kritik, dass Deutschland insbesondere die südlichen Peripherieländer mit sei-nen Waren und Ersparnissen überschwemmt und so massiv zum Verschul-dungsproblem dieser Länder beigetragen hat und zur Stabilisierung der Euro-zone seinen Überschuss verringern sollte, unserer Einschätzung zufolge nicht gerechtfertigt. Zum einen erwirtschaftet Deutschland mehr als drei Viertel seines Leistungsbilanzüberschusses mit Ländern außerhalb der Eurozone, während der Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands gegenüber den Ländern der Eu-rozone sich seit dem Jahr 2007 auf merklich unter 2% des BIP im vergangenen

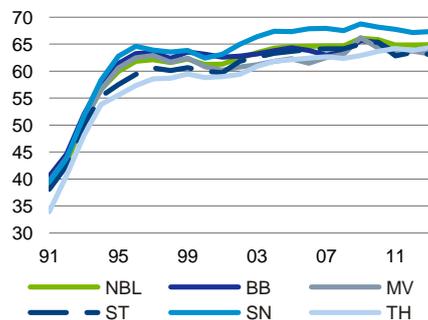
⁴ Peters, H. (2014). Strukturelle Verlangsamung des Welthandels belastet deutsches BIP-Wachstum. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 2. Dezember 2014.



Ausblick Deutschland

Ostdeutschland: Reales BIP pro Kopf 28

Alte Bundesländer=100



Quelle: VGR der Länder

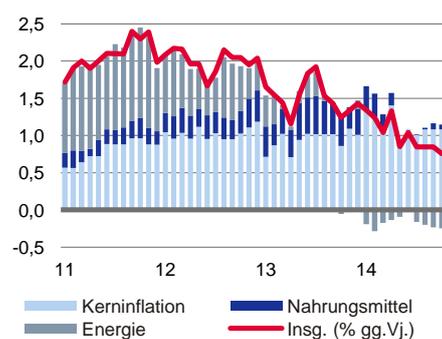
Jahr mehr als halbiert hat. Zum anderen wäre, wenn man schon einer Seite die „Schuld“ für das Ergebnis bilateraler Außenhandelsbeziehungen geben möchte, China der bessere Adressat. So erwirtschaftet China schon seit 2010 im bilateralen Handel mit den südlichen Peripherieländern der Eurozone höhere Überschüsse als Deutschland, die sich zudem seither nur leicht reduzierten. Darüber hinaus ist China aufgrund der Ähnlichkeit des Produktsortiments auf Drittmärkten ein nahezu übermächtiger Konkurrent und verdrängt zunehmend auch lokale Produktion.⁵

25 Jahre nach dem Mauerfall: Nur teilweise „blühende Landschaften“

Die Wirtschaft der ostdeutschen Bundesländer ist im vergangenen Jahr wohl stärker als die Westdeutschlands gewachsen, weil die schwache Export- und Investitionsentwicklung vor allem die westdeutschen Unternehmen getroffen hat. Diese Momentaufnahme verdeckt allerdings die Tatsache, dass der realwirtschaftliche Aufholprozess im Osten Deutschlands trotz anhaltender Unterstützung seit Mitte der 2000er Jahre stockt.

Deutschland: Inflation 29

Beiträge, %-Punkte



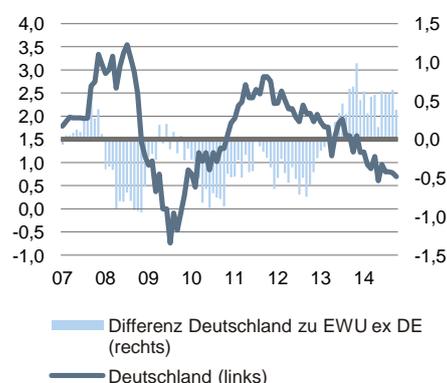
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die deutsche Einheit dürfte bislang knapp EUR 2 Billionen gekostet haben und war ein Treiber für den Anstieg der gesamtdeutschen Staatsverschuldung. Knapp 60% dieser Kosten wurden durch Transfers innerhalb des umlagefinanzierten Sozialsystems finanziert, die restlichen 40% bestanden aus direkten Transfers. Die Transferabhängigkeit Ostdeutschlands ist zwar seit Anfang der 1990er Jahre von rund 35% auf 20% gesunken, bleibt damit aber weiter auf hohem Niveau. Trotz dieser Unterstützung hat sich das reale BIP pro Kopf der ostdeutschen Bundesländer nach einem anfänglichen massiven Aufholprozess zuletzt bei 65% des westdeutschen Niveaus eingependelt, was weiterbestehende strukturelle Unterschiede nahelegt.⁶

Darüber hinaus steht in den ostdeutschen Bundesländern im laufenden Jahr eine weitere Bewährungsprobe an. Die Einführung des Mindestlohnes wird die ostdeutsche Wirtschaft besonders hart treffen und die bereits relativ hohe Arbeitslosigkeit von gering qualifizierten Arbeitskräften erhöhen. Den stärksten Eingriff in die Lohnstruktur wird der Mindestlohn in Mecklenburg-Vorpommern und Sachsen verursachen, wo der Mindestlohn bei etwa 70% des Medianstundenlohns Vollzeitbeschäftigter liegt, während im Rest des Landes diese Quote etwa 50% beträgt.

Deutschland: Inflation 30

% gg.Vj. (links), %-Punkte (rechts)



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Inflation: Weiter über EWU-Durchschnitt

Auch in Deutschland hat sich der Preisauftrieb auf bis zu 0,6% verlangsamt. Getrieben wurde diese Entwicklung durch rückläufige Energiepreise sowie einen drastisch abgeflachten Anstieg der Nahrungsmittelpreise. Während diese im Sommer des vergangenen Jahres noch um 5% gegenüber dem Vorjahr stiegen, nahmen sie zuletzt mit einer Rate von deutlich unter 1% zu. Die Energiepreise litten spürbar unter dem Ölpreis, der zuletzt bis unter USD 70 per Barrel gefallen war nach noch über USD 105 zu Beginn des Jahres. Die Kerninflation, d.h. der Preisanstieg ohne Energie- und Nahrungsmittelpreise, bewegte sich in

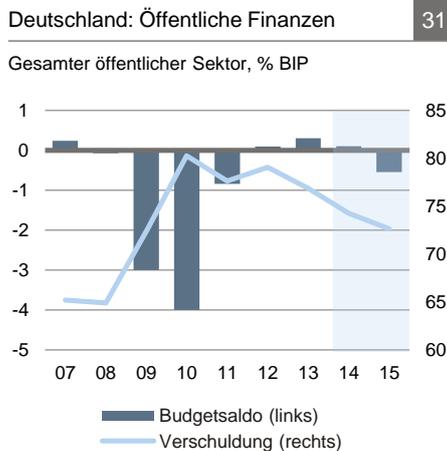
⁵ Vgl. hierzu Peters, H., Schneider, S. (2013). Deutsche Leistungsbilanzüberschüsse – Kritik nicht stichhaltig. Deutsche Bank Research. Standpunkt Deutschland. 12. Dezember 2013. und Gräf, B., Iseringhausen, M. (2014). Deutschlands Exportüberschüsse im Fokus: Wer ist der „böse Bube“ in Euroland? Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 4. Juni 2014.

⁶ Vgl. hierzu Peters, H., Rakau, O., Engelhardt, M. (2014). 25 Jahre nach dem Mauerfall: Nur teilweise „blühende Landschaften“. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 5. November 2014.



den letzten Jahren in einem engen Band um 1%. Trotz der insgesamt rückläufigen Inflation lag der Preisanstieg in Deutschland seit dem Frühjahr 2013 um rund 0,5 Prozentpunkt über der durchschnittlichen Inflation in den restlichen Euroländern, während er in den Jahren von 2008 bis 2013 noch durchschnittlich um diesen Betrag tiefer lag. Im laufenden Jahr prognostizieren wir nur eine leichte Beschleunigung der Inflation von 0,8% auf 1,0%. Zwar erwarten wir im Durchschnitt dieses Jahres einen um über 25% niedrigeren Ölpreis von gut USD 70 pro Barrel. Dies dürfte allerdings teilweise durch einen schwächeren Euro kompensiert werden. Leichte Preiserhöhungen dürften aus den Wirkungen des flächendeckenden Mindestlohnes sowie wieder etwas stärker anziehenden Nahrungsmittelpreisen resultieren. Damit bleibt die deutsche Inflation weiter deutlich über der der größeren Euroländer und der Peripherie.

Öffentliche Finanzen: „Schwarze Null“ wird rot



Quellen: Deutsche Bundesbank, Deutsche Bank Research

Finanzminister Schäuble hat zwar für das laufende Jahr erstmals seit 1969 einen ausgeglichenen Haushalt vorgelegt und auch die mittelfristige Finanzplanung sieht bis 2018 Budgets vor, die ohne Aufnahme von Schulden auskommen. Ob dies allerdings als große Leistung zu feiern ist, muss bezweifelt werden. So beschert das von der EZB herbeigeführte extrem niedrige Zinsniveau, das um rund 2 Prozentpunkte niedriger ist als es der Konjunkturlage entspricht, dem Finanzminister eine erhebliche Entlastung. Selbst wenn man berücksichtigt, dass sich diese Zinsersparnis erst seit 2011 allmählich aufgebaut hat, dürfte sie dem Finanzminister 2015 dennoch Einsparungen von nahezu EUR 10 Mrd. (0,4% des BIP) bei den Zinsaufwendungen verschaffen, die er in seinem Haushaltsplan auf insgesamt rund EUR 27 Mrd. (etwa 1% des BIP) beziffert. Zudem verabschiedete man sich von dem noch 2013 im aktualisierten Stabilitätsprogramm in Aussicht gestellten Haushaltsüberschuss für 2017, eine Konsequenz der von der Großen Koalition eingeführten Wohltaten im Rentensystem. Risiken für den Haushalt liegen neben der Erhöhung des Existenzminimums, in deren Folge Kindergeld/Kinderfreibetrag sowie der Grundfreibetrag ab 2015 wohl erhöht werden müssen, vor allem in der Konjunktur. Zwar hat die Regierung ihre Wachstumsprognose für das laufende Jahr von 2% auf 1,3% reduziert. Allerdings erscheint uns dies immer noch etwas zu hoch zu sein. Wir erwarten einen realen BIP-Zuwachs von 1%.

Auf gesamtstaatlicher Ebene (einschließlich der nachgeordneten Gebietskörperschaften und der Sozialversicherung) erwarten wir daher für das laufende Jahr ein Budgetdefizit von etwa 0,5% des BIP nach einem ausgeglichenen Haushalt im vergangenen Jahr. Fragezeichen hinsichtlich der mittelfristigen Budgetentwicklung bestehen durch die anvisierte Neuregelung des Länderfinanzausgleichs sowie der Energiepolitik. Die gute Nachricht ist, dass die öffentliche Verschuldung auch aufgrund der Einnahmen beim Verkauf von Vermögenswerten der staatlichen Bad Banks weiter sinken wird. Nach ihrem Höchststand von 80,4% des BIP im Jahr 2010 haben sich die Staatsschulden schon bis zum Ende letzten Jahres auf gut 74% zurückgebildet und dürften 2017 dann die 70%-Marke unterschreiten.

Oliver Rakau (+49 69 910-31875, oliver.rakau@db.com)
Eric Heymann (+49 69 910-31730, eric.heyman@db.com)
Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)



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

*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	2014P	2015P	2016P	2014				2015			
						Q1	Q2	Q3	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	0,4	0,1	1,4	1,0	1,2	0,8	-0,1	0,1	0,0	0,2	0,2	0,3	0,4
Privater Konsum	0,7	0,8	1,1	1,5	1,0	0,5	0,1	0,7	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3
Staatsausgaben	1,2	0,7	1,2	0,9	0,3	0,2	0,4	0,6	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
Anlageinvestitionen	-0,7	-0,6	3,0	1,6	2,4	2,8	-1,8	-0,9	0,3	0,3	0,6	1,0	0,7
Ausrüstungen	-3,1	-2,4	2,9	0,9	4,2	1,7	0,4	-2,3	-1,0	0,0	0,7	2,0	1,0
Bau	0,6	-0,1	3,4	2,3	2,3	4,2	-3,9	-0,3	1,0	0,7	0,7	0,7	0,7
Lager, %-Punkte	-1,4	0,2	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	0,1	-0,5	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0
Exporte	2,8	1,6	3,9	4,7	5,2	-0,2	1,2	1,9	0,5	0,7	1,0	1,2	1,5
Importe	0,0	3,1	3,7	5,5	5,4	-0,1	1,1	1,7	1,2	1,0	1,2	1,5	1,5
Nettoexport, %-Punkte	1,3	-0,5	0,3	0,0	0,3	-0,1	0,1	0,2	-0,2	-0,1	0,0	0,0	0,1
Konsumentenpreise*	2,0	1,5	1,0	1,0	1,5	1,2	1,1	0,8	0,8	1,2	1,2	1,2	1,3
Arbeitslosenquote, %	6,8	6,9	6,7	6,8	7,1	6,8	6,7	6,7	6,6	6,7	6,7	6,8	6,9
Industrieproduktion	-0,4	0,1	1,8	1,0	2,0								
Budgetsaldo, % BIP	0,1	0,0	0,1	-0,5	-0,7								
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	81,0	78,4	74,0	72,4	70,6								
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	7,1	6,7	7,6	7,2	7,0								
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	196	189	220	211	212								

*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



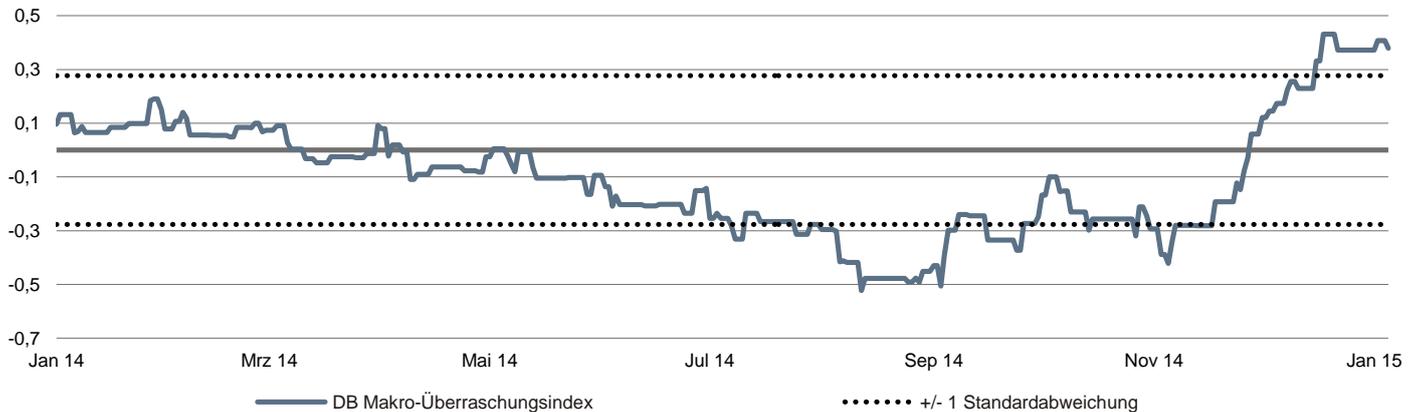
Ausblick Deutschland

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.⁷

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
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	11 2014	18.11.14	11,5	0,5	11,0	1,3	0,9
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	11 2014	18.11.14	3,3	1,7	1,6	0,2	0,6
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	11 2014	24.11.14	104,7	103,0	1,7	1,1	0,9
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vj.)	9 2014	25.11.14	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,3
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	10 2014	26.11.14	-1,2	-1,5	0,3	0,6	0,8
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	11 2014	27.11.14	-14,0	-0,5	13,5	0,3	0,6
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	10 2014	28.11.14	1,6	1,5	0,1	0,4	0,6
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	11 2014	01.12.14	49,5	50,0	-0,5	-0,5	0,2
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	11 2014	03.12.14	52,1	52,1	0,0	0,1	0,5
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	10 2014	05.12.14	2,5	0,5	2,0	0,9	0,8
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	10 2014	08.12.14	0,2	0,4	-0,2	-0,1	0,4
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	10 2014	09.12.14	23,1	18,0	5,1	1,2	0,9
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	11 2014	11.12.14	0,6	0,6	0,0	0,3	0,4
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	12 2014	16.12.14	10,0	5,0	5,0	0,6	0,7
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	12 2014	16.12.14	51,4	51,4	0,0	0,1	0,5
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	12 2014	16.12.14	34,9	20,0	14,9	1,7	0,9
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	12 2014	18.12.14	105,5	105,5	0,0	-0,2	0,4
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	11 2014	22.12.14	-2,1	-1,9	-0,2	0,2	0,6
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	12 2014	02.01.15	51,2	51,2	0,0	0,0	0,5
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	12 2014	05.01.15	0,2	0,3	-0,1	-0,3	0,2

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

⁷ Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Jul 2014	Aug 2014	Sep 2014	Okt 2014	Nov 2014	Dez 2014
Konjunkturumfragen											
Gesamtwirtschaft											
ifo Geschäftsklima	108,9	110,8	110,3	106,3	104,5	107,9	106,3	104,7	103,2	104,7	105,5
ifo Geschäftserwartungen	106,0	107,8	106,0	101,4	99,7	103,3	101,6	99,3	98,3	99,8	101,1
PMI Composite	54,5	55,4	55,2	54,5	52,3	55,7	53,7	54,1	53,9	51,7	51,4
Produzierendes Gewerbe											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	104,6	106,8	106,5	102,1	99,6	103,6	102,2	100,6	98,4	99,5	100,8
PMI Verarbeitendes Gewerbe	52,9	55,0	52,8	51,3	50,7	52,4	51,4	49,9	51,4	49,5	51,2
Produktion (% gg. Vp.)	0,6	1,1	-1,2	-0,3		1,0	-2,3	1,1	0,2		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	2,1	0,0	-0,2	0,2		4,8	-4,2	1,1	2,5		
Grad der Kapazitätsauslastung	83,3	83,5	84,3	84,0	83,7						
Bauhauptgewerbe											
Produktion (% gg. Vp.)	-0,5	5,1	-6,0	-0,3		-1,4	-1,1	1,3	0,7		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,6	1,8	-4,9	-2,3		6,5	-3,5	-1,6	0,6		
ifo Bauhauptgewerbe	121,2	122,6	120,5	119,1	118,8	119,3	119,5	118,4	118,3	119,1	118,9
Dienstleistungen											
PMI Dienstleistungen	54,1	54,0	55,1	55,7	52,6	56,7	54,9	55,7	54,4	52,1	51,4
Konsumentennachfrage											
EC Konsumentenbefragung	-2,8	0,3	4,3	1,0		3,9	0,3	-1,1	-0,7	-1,6	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,1	1,5	-0,4	-0,3		-0,7	0,6	-1,8	1,6		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	1,6	2,8	-0,3	4,1		6,8	-0,4	5,2	3,7	-1,8	
Außenhandel											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	3,8	-1,4	0,2	1,8		7,6	-6,5	4,0	0,6		
Exporte (% gg. Vp.)	1,7	0,6	0,0	2,8		4,7	-5,5	5,5	0,9		
Importe (% gg. Vp.)	-0,7	0,4	-0,1	0,7		0,5	-2,6	5,4	-3,0		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	54,2	54,8	55,0	61,0		22,2	18,8	19,9	23,1		
Arbeitsmarkt											
Arbeitslosenquote (%)	6,9	6,8	6,7	6,7		6,7	6,7	6,7	6,6	6,6	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	15,3	-43,0	-19,7	2,7		-13,0	1,0	9,0	-23,0	-14,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,5	0,7	0,9	0,9		0,9	0,9	0,9	1,0		
ifo Beschäftigungsbarometer	107,2	107,5	106,8	106,4		106,0	107,0	106,0	106,9	105,4	
Preise, Löhne und Arbeitskosten											
Preise											
HVPI (% gg. Vj.)	1,3	1,0	0,9	0,8	0,4	0,8	0,8	0,8	0,7	0,5	0,1
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,1	1,1	1,1	1,2		1,2	1,2	1,2	1,1	0,9	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-0,7	-1,0	-0,8	-0,8		-0,8	-0,8	-1,0	-1,0	-0,9	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-10,4	-11,1	-4,9	-1,8		-3,0	-1,3	-1,1	0,9	1,7	
Ölpreis (USD)	109,3	108,2	109,7	102,0		106,9	101,6	97,4	87,3	78,8	
Inflationserwartungen											
EC Haushaltsumfrage	25,5	22,0	16,9	13,4		15,3	14,8	10,0	11,1	8,5	
EC Unternehmensumfrage	6,1	5,6	2,3	4,2		3,3	4,1	5,2	4,7	3,2	
Lohnstückkosten (gg. Vj.)											
Lohnstückkosten	1,4	0,8	2,1	2,0							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,0	2,8	2,6	2,5							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,2	0,8	2,5	2,3							
Monetärer Sektor (gg. Vj.)											
M3	2,7	3,5	4,2	4,8		4,4	5,0	4,8	4,0	5,2	
Trend von M3*						4,5	4,7	4,6	4,7		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	-3,1	-3,6	-3,5	1,4		-2,8	1,0	1,4	1,2		
Kredite an öffentliche Haushalte	-17,1	-1,5	9,7	5,9		11,4	5,1	5,9	5,1		

% 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

Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
Leitzinssatz, %											
Aktuell	0,125	0,10	0,05	0,50	-0,75	0,00	0,20	1,25	2,00	2,10	0,05
Mrz 15	0,250	0,10	0,05	0,50	0,00	0,00	0,20	1,25	2,00	2,10	0,05
Jun 15	0,500	0,10	0,05	0,50	0,00	0,00	0,20	1,25	2,00	2,10	0,05
Dez 15	1,000	0,10	0,05	1,00	0,00	0,00	0,20	1,25	2,00	2,10	0,05

3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,35	0,20	0,08	0,56							
Mrz 15	0,35	0,15	0,10	0,55							
Jun 15	0,75	0,15	0,05	0,68							
Dez 15	1,35	0,15	0,05	1,25							

Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,10	0,33	0,50	1,73	0,31	0,89	0,78	1,53			
Mrz 15	1,85	0,40	0,70	2,10	0,00	0,00	0,00	0,00			
Jun 15	2,50	0,50	0,80	2,20	0,00	0,00	0,00	0,00			
Dez 15	2,65	0,60	1,10	2,50	0,00	0,00	0,00	0,00			

Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,20	120,29	0,78	0,65	1,20	9,42	7,44	9,04	4,26	318,75	27,72
Mrz 15	1,22	121,00	0,76	1,61	1,23	8,95	7,46	8,20	4,16	307,50	27,50
Jun 15	1,20	121,00	0,75	1,60	1,24	8,90	7,46	7,95	4,13	310,00	27,50
Dez 15	1,15	125,00	0,73	1,58	1,25	8,75	7,46	7,85	4,08	315,00	27,50

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

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

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

© 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