



7. Juli 2017

Autoren

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

DB Research Management  
Stefan Schneider

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosen.....	2
2017 BIP-Prognose +1,6% erneut über Potenzial, Überhitzungsrisiken steigen in 201 .....	3
Kräftige Hauspreisanstiege in 2017 und 2018. Stärkere Vermögenseffekte .....	7
EZB: Allmählicher taubenhafter Ausstieg .....	11
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland .....	14
Exportindikator .....	15
Eventkalender .....	16
Datenkalender .....	17
Finanzmarktprognosen.....	18
Datenmonitor .....	19

Original in englischer Sprache: 6. Juli 2017

# Überhitzungsrisiken drohen

**2017 BIP-Prognose +1,6%, Überhitzungsrisiken steigen in 2018.** Die deutsche Wirtschaft dürfte auch im zweiten Quartal ihr kräftiges Wachstumstempo beibehalten haben. Insbesondere der Konsum entwickelt sich dank zuletzt wieder sinkender Ölpreise und weiter kräftig steigender Beschäftigung günstiger als erwartet. Wir haben unsere BIP-Prognose für das Gesamtjahr auf 1,6% (1,3%) angehoben, was einer kalenderbereinigten Rate von 2% entspricht. Auch in 2018 dürfte das deutsche BIP mit 1,7% bereits das fünfte Jahr in Folge über der Potenzialrate von 1 ¼% wachsen. Die Outputlücke dürfte dann auf über 2pp steigen. Der enge Arbeitsmarkt könnte bei den Anfang 2018 anstehenden Tarifverhandlungen (Metall, Öffentlicher Sektor und Bau) zu steigenden Lohnabschlüssen von teilweise deutlich über 3% führen. Vor dem Hintergrund zusätzlicher fiskalischer Impulse nach der Bundestagswahl und einer weiterhin extrem lockeren Geldpolitik steigt das Überhitzungsrisiko zumindest in Teilbereichen der deutschen Volkswirtschaft zusehends an. Jedoch dürfte die Inflationsrate bis weit in das Jahr 2018 noch unter 2% liegen, nicht zuletzt weil wir keine Abwertung des EUR gegenüber dem USD mehr erwarten.

**Kräftige Hauspreisanstiege in 2017 und 2018. Stärkere Vermögenseffekte?** Demnächst könnte der Immobilienboom zusammen mit hohen Erbschaften selbst im konservativen Deutschland zu Vermögenseffekten führen, die das Kauf- und Konsumverhalten der Haushalte beeinflussen. Angesichts der aktuell beginnenden Debatte um die Überhitzung der deutschen Konjunktur könnte die Bedeutung der Immobilienpreise für die Konjunkturforscher zunehmen. Wir haben unsere eigenen Immobilienprognosen in den letzten Jahren stetig erweitert und prognostizieren heute Haus- und Wohnungspreise, Mieten sowie Hypothekenzinsen. Zwar haben unsere Preisprognosen regelmäßig die Tendenz getroffen, aber wir haben die Dynamik systematisch unterschätzt. Auch für 2017 und 2018 könnten unsere Prognosen der Wohnungspreise (jeweils rund 7% pro Jahr) zu konservativ sein.

**EZB: Allmählicher taubenhafter Ausstieg.** In den vergangenen Monaten straffte die EZB die Geldpolitik: Zuerst verringerte sie das Volumen der Anleihekäufe auf EUR 60 Mrd. pro Monat und im Juni strich sie in der Forward Guidance die Worte „or lower“. Beide Male begründete sie ihre Entscheidung mit deutlich gesunkenen Deflationsrisiken. Trotzdem betonte die EZB bei ihrer Pressekonferenz Anfang Juni die Fortsetzung der lockeren Geldpolitik. Ende Juni allerdings hat Draghi auf der EZB-Jahreskonferenz in Sintra zum ersten Mal den Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik angedeutet. Daher haben wir unser Basisszenario für den Ausstieg aus den Anleihekäufen angepasst. Für September erwarten wir, dass eine weitere Verlängerung der Anleihekäufe um sechs Monate für H1 2018 angekündigt wird und das Volumen auf EUR 40 Mrd. fällt. In H2 2018 dürfte das Tempo der Anleihekäufe erneut zurückgehen. Zudem dürfte eine einmalige Anhebung des Einlagensatzes Mitte 2018 erfolgen. Die Anhebung des Hauptrefinanzierungssatzes erwarten wir aber erst für Mitte 2019.



## Überhitzungsrisiken drohen

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

\*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.Vj., Jahresdaten % gg.Vj.

	2014					2015					2016					2017					2018				
	2014	2015	2016	2017P	2018P	Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P	Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P				
BIP	1,6	1,7	1,9	1,6	1,7	0,6	0,6	0,5	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3											
Privater Konsum	0,9	2,0	2,1	1,2	1,5	0,3	0,5	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3											
Staatsausgaben	1,2	2,8	4,0	1,2	1,0	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3											
Anlageinvestitionen	3,4	1,7	2,2	2,1	3,0	1,7	0,7	0,9	1,0	0,7	0,7	0,7	0,6												
Ausrüstungen	5,5	3,7	1,1	1,1	3,5	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	0,8	0,8	0,5												
Bau	1,9	0,3	2,8	3,1	3,3	2,3	0,5	1,0	1,2	0,7	0,7	0,7	0,7												
Lager, %-Punkte	-0,3	-0,5	-0,2	0,2	0,0	-0,4	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0												
Exporte	4,1	5,2	2,7	3,7	3,9	1,3	1,0	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0												
Importe	4,0	5,5	3,8	4,0	4,5	0,4	1,1	1,2	1,1	1,0	1,2	1,2	1,2												
Nettoexport, %-Punkte	0,4	0,3	-0,4	0,1	0,0	0,5	0,0	0,1	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0												
Konsumentenpreise*	0,9	0,2	0,5	1,6	1,6	1,9	1,7	1,4	1,3	1,3	1,6	1,8	1,8												
Arbeitslosenquote, %	6,7	6,4	6,1	5,7	5,5	5,9	5,8	5,7	5,6	5,6	5,5	5,4	5,4												
Industrieproduktion**	1,5	1,1	1,4	1,5	1,0																				
Budgetsaldo, % BIP	0,3	0,7	0,8	0,5	0,2																				
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	74,9	71,2	68,3	65,9	63,4																				
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

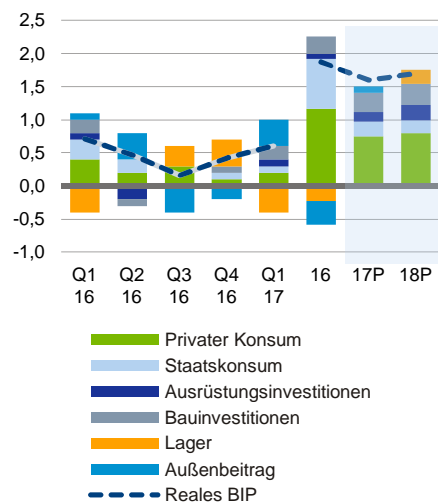


## Überhitzungsrisiken drohen

### Binnenwirtschaft Hauptwachstumstreiber

1

Wachstumsbeiträge zum realen BIP-Wachstum,  
gg. Vq., %-Punkte

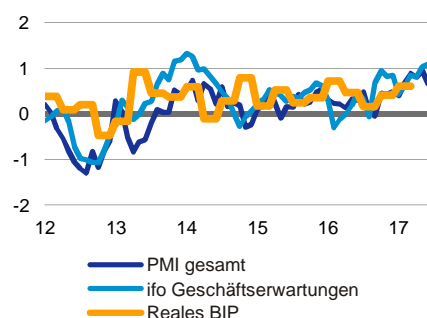


Quellen: Statistisches Bundesamt,  
Deutsche Bank Research

### BIP Wachstum & Frühindikatoren

2

standardisierte Werte

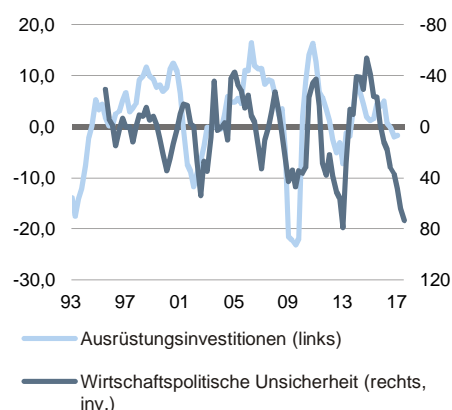


Quellen: Markit, ifo, Statistisches Bundesamt,  
Deutsche Bank Research

### Unsicherheit dämpft Investitionen

3

Veränd. gg. Vj., Indexp., 4Q-Schnitt, 3Q vorge-  
schoben (links); % gg. Vj. (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Haver

## 2017 BIP-Prognose +1,6% erneut über Potenzial, Überhitzungsrisiken steigen in 2018

- Die deutsche Wirtschaft dürfte auch im zweiten Quartal ihr kräftiges Wachstumstempo beibehalten haben. Insbesondere der Konsum entwickelt sich Dank zuletzt wieder sinkender Ölpreise und weiter kräftig steigender Beschäftigung günstiger als erwartet. Wir haben unsere BIP-Prognose für das Gesamtjahr auf 1,6% (1,3%) angehoben, was einer kalenderbereinigten Rate von 2% entspricht.
- Die sehr gute Konjunkturlage schlägt sich auch in den Vorlaufindikatoren nieder. So lag der PMI im zweiten Quartal auf hohen Niveaus und der ifo Index auf einem Allzeithoch. Mit dem Siegeszug von Macrons Partei „La République en Marche“ bei der Wahl zur französischen Nationalversammlung sind die politischen Unsicherheiten in der Eurozone zumindest temporär in den Hintergrund gedrängt worden. Dieses wachstumsfreundlichere Umfeld dürfte den Investitionsattentismus des Vorjahres zunehmend auflösen.
- Auch in 2018 dürfte das deutsche BIP mit 1,7% bereits das fünfte Jahr in Folge – über der Potenzialrate von etwa 1 ¼% wachsen. Die Überauslastung (positive Outputlücke) dürfte dann auf über 2pp steigen. Der enge Arbeitsmarkt könnte bei den Anfang 2018 anstehenden Tarifverhandlungen (Metall, Öffentlicher Sektor und Bau) zu steigenden Lohnabschlüssen von teilweise deutlich über 3% führen, zumal die langen Laufzeiten der auslaufenden Verträge zu einer „Nachschlagdebatte“ befeuern könnte. Vor dem Hintergrund zusätzlicher fiskalischer Impulse nach der Bundestagswahl und einer weiterhin extrem lockeren Geldpolitik steigt das Überhitzungsrisiko zumindest in Teilbereichen der deutschen Volkswirtschaft zusehends an. Jedoch dürfte die Inflationsrate in den kommenden beiden Jahren noch unter 2% liegen, nicht zuletzt weil wir keine Abwertung des EUR gegenüber dem USD mehr erwarten.

## 2017 Wachstumsdynamik des privaten Konsums dürfte anziehen

Im ersten Quartal legte der private Konsum das 13. Quartal in Folge zu (+0,3% gg. Vorquartal und +1,6% gg. Vorjahr), der längste ununterbrochene Anstieg seit der Wiedervereinigung. Das Beschäftigtenwachstum blieb hoch und liegt im bisherigen Verlauf von 2017 bei 1,5% (die zunächst gemeldete deutliche Wachstumsverlangsamung beruhte auf einem Erhebungsfehler der Arbeitsagentur). Gleichzeitig gewinnt das bisher träge nominale Lohnwachstum etwas an Fahrt. So wuchsen die Löhne in Jan./April mit rund 2,4% gegenüber Vorjahr (Bundesbank) und mehr als 3,3% (Statistisches Bundesamt) zumindest etwas kräftiger als in den letzten beiden Jahren. Zwar sind aufgrund anziehender Ölpreise die realen Lohnzuwächse vorübergehend unter Druck geraten, die jüngst wieder fallenden Ölpreise dürften dem privaten Konsum aber wieder neu Impulse geben. Angesichts des hohen Angebots auf dem Weltmarkt und erneuter Ausweitungen der Fördermengen in den USA, dürften die Ölpreise auf absehbare Zeit unter Druck bleiben. Dank Euroaufwertung im zweiten Quartal ist der Ölpreis sogar wieder leicht unter Vorjahr.<sup>1</sup> Die gute Konjunktur in der Eurozone, wir erwarten für das Jahr 2017 ein BIP-Wachstum von 1,8%, dürfte den Euro eher auf- als abwerten lassen (offizielle DB-Prognose jetzt Ende-2017: 1,16). Höhere Löhne, sinkende Ölpreise und ein festerer Euro dürften folglich die Realeinkommen stärken. Für den Rest des Jahres 2017 erwarten wir daher kräfti-

<sup>1</sup> Der hohe Angebotsdruck schlägt sich auch in unserer offiziellen Rohölpreisprognose nieder. So erwarten wir auch bis zum Ende des Jahrzehntes nur kleine Preissteigerungen und einen Rohölpreis (WTI) von 55 USD/Bbl.

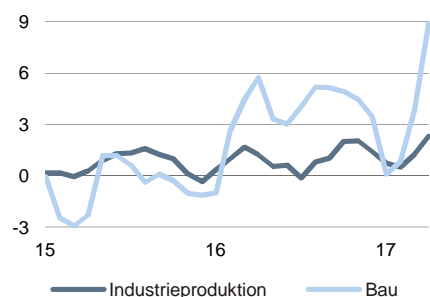


## Überhitzungsrisiken drohen

### Bau- und Industrieproduktion

4

2010 = 100

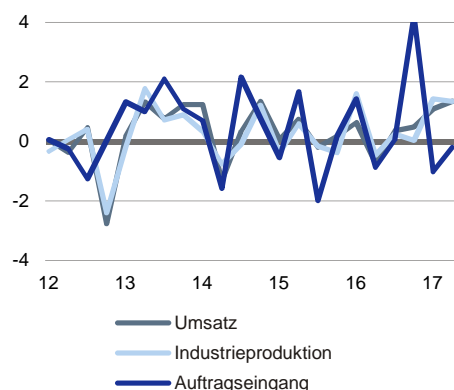


Quelle: Statistisches Bundesamt

### Umsatz, Produktion und Aufträge

5

% ggü. Vq.

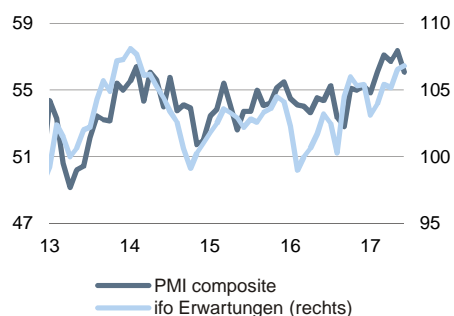


Quelle: Statistisches Bundesamt

### PMI und ifo

6

Indices



Quellen: ifo, Markit

ge Erhöhungen des privaten Konsums (2017 Q2-Q4<sup>e</sup> ~0,45% gg. Vq. pro Quartal). Das Wachstum der staatlichen Konsumausgaben hat sich nach dem positiven Wachstumsschock im Zuge der Einwanderungswelle wieder normalisiert und wuchs mit nur noch 0,4%. Entsprechend dürfte auch das Wachstum im Jahr 2017 wieder auf 1,2% zurückgehen (2016 +4%).

### 2017 Investitionstätigkeit erholt sich kräftig

Die Bauinvestitionen stiegen in Q1 mit 2,3% gg. Vq. kräftig. Dies ist eine deutliche Wachstumsbeschleunigung und der dynamischste Anstieg seit 12 Quartalen, wenngleich z.T. witterungsbegünstigt. Allerdings gibt es gleich drei Faktoren, die aktuell zu einer erhöhten Prognoseunsicherheit betragen: Erstens, ist der Zusammenhang zwischen Bauinvestitionen und weichen aber auch harten Vorlaufindikatoren im Bausektor ohnehin schwach. Zweitens, hat das Statistische Bundesamt die Stichprobe der befragten Bauunternehmen vergrößert, so dass der Vorperiodenvergleich wenig informativ ist. Zudem ist unklar, inwieweit diese statistische Änderung lediglich einen Niveaueffekt verursacht oder auch die künftig (erfasste) Baudynamik beeinflusst. Drittens, erhöht auch die Trendwende im Gewerbebau die Prognoseunsicherheit. Aufgrund des starken Abbaus der Leerstände im Büromarkt dürften dort die Investitionen zum ersten Mal seit vielen Jahren steigen. Entsprechend breit könnten die Bauinvestitionen um unsere Prognose von gut 3% für das Jahr 2017 streuen. Klar ist dagegen, dass die Knappheit im Wohnungsbau eher zu- als abnimmt und auch die bekannten Argumente: fehlendes Bauland, bestehende Kapazitätsengpässe, Fachkräftemangel, dämpfende regulatorische Eingriffe und politische Fehlanreize weiterhin limitierende Faktoren für die Investitionen sind.

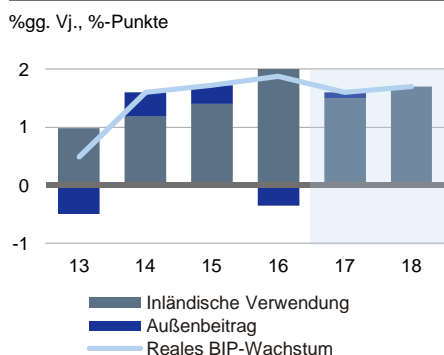
Auch die Ausrüstungsinvestitionen legten im ersten Quartal kräftig um 1,2% zu und machten damit einen Teil des Rückgangs im Jahr 2016 wieder wett. Die Investitionsdelle war wohl auch dem rohölpreisbedingten Nachfragerückgang nach deutschen Produkten im Welthandel geschuldet. Folglich belebten sich mit wieder höheren Rohölpreisen sowohl der Welthandel als auch die globalen Investitionen. Wichtiger dürften aber die Belastung des Investitionsklimas durch die vielen negativen Überraschungen im politischen Kalender des Jahres 2016 gewesen sein (Brexit, US-Präsidentenwahl, italienisches Referendum). Der europäische Wahlkalender war auch im Jahr 2017 mit zahlreichen substantiellen Risiken versehen. Bis jetzt brachten die Wahlen – allen voran der Sieg Macrons bei den französischen Präsidenten- und Parlamentswahlen – aber eher wirtschaftsfreundliche Resultate und die anstehenden Wahlen in Österreich und Deutschland sowie das Referendum in Katalonien dürften das Investitionsklima wohl etwas weniger belasten.

Der verbesserte Risikoausblick dürfte auch zu der sehr guten Entwicklung der Vorlaufindikatoren (ifo, PMI) beigetragen haben. So lag der PMI des Verarbeitenden Gewerbes im zweiten Quartal auf hohen Niveaus und der ifo Index für Gesamtdeutschland erreicht sogar ein Allzeithoch. Gleichzeitig besteht aber die Diskrepanz zwischen Umfragewerten (ifo, PMI) und Auftragseingängen und Industrieproduktion, wie in den letzten 12 Monaten, fort. Im zweiten Quartal wuchs die Produktion nur um 1,3% gg. Vq. und der Auftragseingang war sogar leicht negativ. Auch deutet die quasi-Stagnation bei den inländischen Investitionsgüterbestellungen in den letzten 6 Monaten ein eher verhaltenes Wachstum an. Daher erwarten wir für den Rest des Jahres eher moderate Zuwächse von 1,0% pro Quartal (Q2-Q4) aber kein kräftiges Anspringen des Investitionsmotors. Die Jahreswachstumsrate des Jahres 2017 dürfte aufgrund des negativen Wachstumsüberhangs sogar nur knapp über +1% liegen. Dies impliziert gleichzeitig einen hohen Wachstumsüberhang Ende 2017, der in 2018 dann zu einem Investitionsanstieg von über 3% beitragen dürfte.



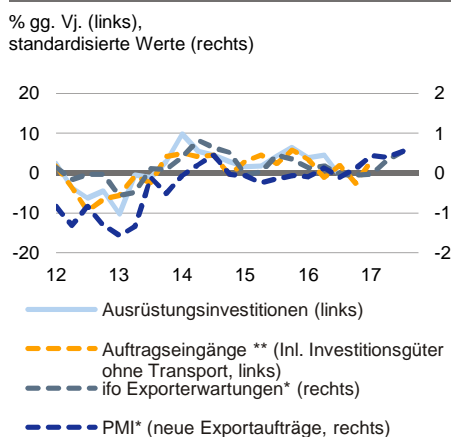
## Überhitzungsrisiken drohen

### BIP-Wachstum 7



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Ausrüstungsinvestitionen und Indikatoren 8

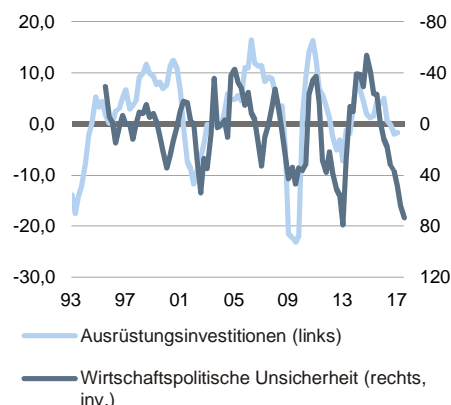


\*Vorlauf von \* 2Q \* 1Q

Quellen: ifo, Markit, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Unsicherheit dämpft Investitionen 9

Veränd. gg. Vj., Indexp., 4Q-Schnitt, 3Q vorge-schoben (links); % gg. Vj. (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Haver

## 2017 Q1 Kräftiges BIP-Wachstum dank Nettoexporten

Der reale Welthandel wuchs im ersten Quartal 2017 um fast 4% gegenüber dem Vorjahresquartal. Die teilweise Stagnation im Verlauf des Jahres 2016 dämpfte auch das Wachstum der deutschen Exporte (2016 +2,7% nach 2015 +5,2% und 2014 + 4,1%). Diese Schwächephase – wie beschrieben verursacht durch die Schwankungen des Rohölpreises – ist überwunden, wodurch die deutschen Exporte im ersten Quartal ebenfalls stärker expandierten (+1,3% gg. Vq.). Angesichts des verbesserten globalen Investitionsumfeldes dürften Deutschlands reale Exporte das Wachstumstempo im Laufe des Jahres nahezu fortsetzen. Mit einem Wachstum von rund 1% pro Quartal (Q2-Q4) steigt auch die Jahreswachstumsrate im Jahr 2017 dann wieder auf fast 4%, obwohl gegen Jahresende die jüngste Aufwertung des Euro spürbar werden könnte. Dank der sehr guten Binnenwirtschaft dürfte das reale Importwachstum für das Gesamtjahr ähnlich hoch liegen und die Nettoexporte folglich nur einen marginalen Beitrag zum BIP-Wachstum liefern. Im ersten Quartal war allerdings das Importwachstum schwach (+0,4% gg. Vq.), wodurch die Nettoexporte mit 0,5%-Punkte kräftig zum BIP-Wachstum beitrugen. Das schwache Importwachstum spiegelt wohl die temporäre reale Nachfrageschwäche, aufgrund der höheren Rohölpreise im ersten Quartal wieder. Zudem lässt sich der starke Anstieg der Nettoexporte im ersten Quartal als Gegenbewegung zu den schwachen Nettoexporten im zweiten Halbjahr 2016 (Q4 -0,2%-Punkte, Q3 -0,4%-Punkte) interpretieren.

## 2017 BIP-Prognose: +1,6%, erneut über Potenzial

Der Hauptwachstumstreiber des BIP-Wachstums im ersten Quartal (+0,6% gg. Vq.) waren die Nettoexporte +0,5%-Punkte. Angesichts des sehr guten Arbeitsmarktes und des hohen Niveaus der Vorlaufindikatoren erwarten wir für das 2. Quartal abermals ein BIP-Wachstum von 0,6% gg. Vq. Da der europäische Wahlkalender nur kleinere Risiken für das zweite Halbjahr beinhaltet (Parlamentswahl in Österreich und Deutschland, Referendum in Katalonien), dürfte die Wachstumsdynamik hoch bleiben und das BIP im Jahr 2017 um 1,6% wachsen. Die Berücksichtigung der im Jahr 2017 niedrigeren Anzahl an Arbeitstagen im Vergleich zum Vorjahr hebt die BIP-Prognose – also basierend auf saison- und kalenderbereinigten Daten – auf 2% an. Trotz der hohen Wirtschaftsdynamik bleibt die Inflationsdynamik aber noch verhalten. Aktuell liegt die Gesamtinflation bei 1,6%. Angesichts der eher rückläufigen Ölpreise dürften die Inflationsraten auch bis weit in das Jahr 2018 unter 2% bleiben.

## 2018 Überhitzungsrisiken der deutschen Volkswirtschaft steigen

Für das Jahr 2018 erwarten wir dann ein BIP-Wachstum von 1,7% (2017 1,6%). In beiden Jahren sollte die Wirtschaft also über Potenzial (~1,2%) wachsen, wodurch in 2018 die deutsche Outputlücke auf über 2%-Punkte steigen dürfte. Grundlage dieser hohen Wachstumsraten ist ein sehr guter Arbeitsmarkt der weiterhin ein hohes Beschäftigtenwachstum und Rückgänge bei den Arbeitslosenzahlen verzeichnet. Zusammen mit einem sich verfestigten Fachkräftemangel und der stetig steigenden Zahl offener Stellen erwarten wir im Jahr 2018 ein Anziehen des Lohnwachstums. Im ersten Quartal des Jahres 2018 enden relativ langlaufende Tarifverträge in Kernbranchen der deutschen Wirtschaft: der Metall- und Elektroindustrie, im Bausektor und im öffentlichen Sektor. Da beim Abschluss dieser Verträge Anfang 2016 die wirtschaftlichen Aussichten von den Tarifpartnern eher vorsichtig eingeschätzt wurden, fielen die vereinbarten Lohnzuwächse im Rückblick sehr moderat aus. Eventuelle Nachschlagforderungen und die enge Lage am Arbeitsmarkt könnte daher in 2018 zu kräftigeren Lohnanstiegen von zum Teil über 3% führen. Gleichzeitig dürften die Preise am Häusermarkt weiter steigen, was zum ersten Mal in der jüngeren deutschen Wirt-



## Überhitzungsrisiken drohen

---

schaftsgeschichte spürbare Vermögenseffekte für den Konsum auslösen könnte. Daher könnte auch die Sparquote - vom aktuell recht hohen Niveau von 9,8% - leicht zurückgehen und den Konsum weiter ankurbeln.

Auch die Fiskal- und Geldpolitik dürfte für das Jahr 2018 zusätzliche Wachstumsimpulse setzen. Im Wahlkampf diskutieren die Parteien Steuersenkungen und öffentliche Ausgabensteigerungen von mindestens einem ½% des BIPs. Angesichts der Engpässe am Arbeitsmarkt und der hohen Auslastungen in einzelnen Industriesektoren könnten dieser fiskalische Stimulus einen hohen Selbstfinanzierungsgrad haben und damit die hohen Fiskalüberschüsse der letzten Jahre nur geringfügig abschmelzen. Auch die Geldpolitik bleibt aller Voraussicht nach über lange Zeit sehr locker. Wir erwarten bis Ende 2018 keine Anhebung des Hauptrefinanzierungssatzes. Eine im Anschluss etwas striktere Geldpolitik dürfte, selbst wenn dann ein Zinsanhebungszyklus beginnt, dennoch expansiv bleiben. So dürfte der Hauptrefinanzierungszins noch über Jahre mehrere Prozentpunkte unter dem neutralen Zinsniveau der deutschen Volkswirtschaft liegen. Folglich besteht das Risiko, dass eine striktere Geldpolitik eine Beschleunigung der Hauspreis- und Lohndynamik nicht verhindern kann. Am Ende des Jahrzehntes halten wir dann sogar ein temporäres Überschießen über das 2%-Inflationsziel für möglich.

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

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

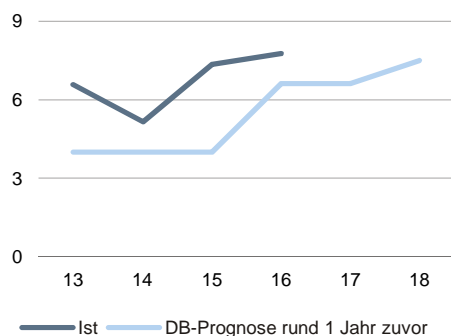


## Überhitzungsrisiken drohen

Vergleich DB-Prognose vs. dt. Wohnungspreise, Bestand

1

% gg. Vj.

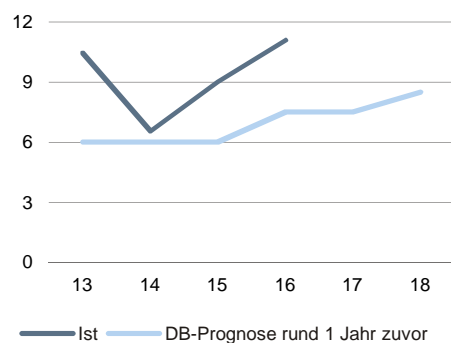


Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

Vergleich DB-Prognose vs. A-Städte: Wohnungspreise, Bestand

2

% gg. Vj.

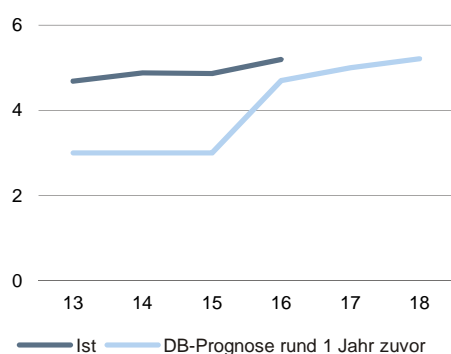


Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

Vergleich DB-Prognose vs. Preise für Einfamilienhäuser

3

% gg. Vj.



Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

## Kräftige Hauspreisanstiege in 2017 und 2018. Stärkere Vermögenseffekte?

- Es gibt heute deutlich mehr Immobiliendaten und die Verzahnung des Sektors mit dem Rest der Volkswirtschaft wird zunehmend besser verstanden. Obwohl die diversen Immobilienkrisen der letzten Dekade die Bedeutung von Immobilienpreisen für das Entstehen gesamtwirtschaftlicher Ungleichgewichte schmerzhaft vor Augen führte, sucht man Haus-, Wohnungspreise und Mieten weiterhin vergeblich in den Konjunkturprognosen von IWF, OECD, EU oder nationalen Institutionen wie SVR, Bundesbank oder der Gemeinschaftsdiagnose.
- Demnächst könnte der seit Jahren anhaltenden Immobilienboom zusammen mit hohen Immobilienerbschaften selbst im konservativen Deutschland zu Vermögenseffekten führen, die das Kauf- und Konsumverhalten der Haushalte beeinflussen. Angesichts der aktuell beginnenden Debatte um die Überhitzung der deutschen Konjunktur könnte es daher ratsam sein, Immobilienpreise in die Prognosetabellen der Konjunkturforscher aufzunehmen.
- Wir haben unsere eigenen Immobilienprognosen in den letzten Jahren stetig erweitert und prognostizieren heute Haus-, Wohnungspreise, Mieten und Hypothekenzinsen. Zwar haben unsere Preisprognosen regelmäßig die Tendenz getroffen, aber wir haben die Dynamik systematisch unterschätzt. Auch für 2017 und 2018 könnten unsere Prognosen der Wohnungspreise (jeweils rund 7% pro Jahr) zu konservativ sein. Angesichts der Preisentwicklung von Januar bis Mai 2017 könnten wir in Teilsegmenten demnächst sogar zweistellige Raten sehen.
- Neben den Prognosen für das Jahr 2017 und 2018 projizieren wir basierend auf dem Erschwinglichkeitsindex der OECD das Verhältnis von Hauspreisen zu verfügbarem Einkommen bis zum Jahr 2021. Wir unterstellen eine ähnliche Preis- und Einkommensdynamik wie in den letzten Jahren, wodurch das Preis-Einkommens-Verhältnis die bisherigen Höchststände seit der Wiedervereinigung im Jahr 2019 übertreffen dürfte.

### Immobilienprognosen Mangelware

Eine Lehre aus der Subprimekrise war, ein besseres Verständnis für Immobilienmärkte und ihren Einfluss auf die Volkswirtschaft zu entwickeln. Die Finanzstabilitätsberichte analysieren heute regelmäßig die Häusermärkte und diskutieren potentielle Fehlbewertungen. Stresstests kalkulieren potentielle Auswirkungen von Preisrückgängen auf Finanzinstitute und Finanzmärkte. Ebenso hat sich die Zahl und Qualität der Immobilienpreisindizes deutlich erhöht. Heute gibt es nicht nur nationale Preisindizes für die großen Länder, sondern auch für viele kleine Länder und auch zunehmend auf Stadtebene und sogar Stadtteilebene. Allerdings gleicht die Analyse dem sprichwörtlichen Blick in den Rückspiegel, da weder von den großen öffentlichen Institutionen noch von den Notenbanken (EZB, Bundesbank) regelmäßige Immobilienprognosen erhältlich sind. Auch in den bekannten deutschen Konjunkturgutachten gehören die Mieten und Hauspreise nicht zum festen Kanon der Prognostiker. Überraschend ist auch die überschaubare Zahl von Prognosen in der Immobilienwirtschaft selbst.

### Hohe Bedeutung der Immobilien für die Volkswirtschaft

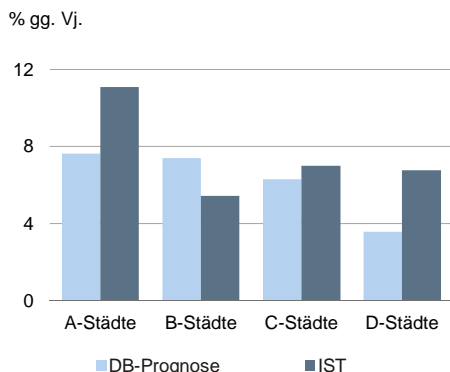
Dabei ist die Verzahnung von Makroökonomie und Immobiliensektor mannigfaltig und groß. Die Bauinvestitionen machen fast 10% des BIPs aus, die Mieten sind mit 20% der größte Ausgabenposten bei der Berechnung der Verbraucherpreise. Der Immobilienanteil am Volksvermögen liegt sogar bei rund 50%. In den 1990er und 2000er Jahren waren die Vermögenseffekte – angesichts der sehr moderaten Preisentwicklung – auf den Konsum der deutschen Haushalte niedrig



## Überhitzungsrisiken drohen

2016: Vergleich DB-Prognose vs. Wohnungspreise, Bestand

4

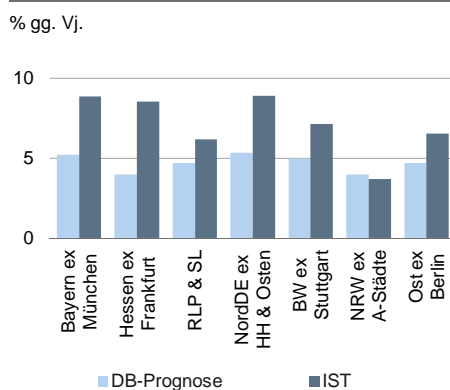


Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

oder gar nicht vorhanden. In der aktuellen Boomphase am Immobilienmarkt und angesichts der beginnenden Diskussion rund um eine Konjunkturüberhitzung könnten Vermögenseffekte aber an Bedeutung gewinnen. So ist aufgrund der Preisdynamik der jährliche Zuwachs an Immobilienvermögen nun mit rund EUR 250 Mrd. deutlich gestiegen (siehe Tabelle). Angesichts der anhaltenden öffentlichen Debatte könnten die Haushalte auch stärker als früher auf Preisanstiege reagieren, d.h. der Koeffizient könnte steigen. Dies könnte zusammen mit der sehr günstigen zyklischen Entwicklung zu einem Rückgang der Sparquote von 9,7% im Jahr 2016 um rund ¼ Prozentpunkt im Jahr 2018 führen. Darüber hinaus könnten auch die hohen Immobilienerbschaften – laut dem Deutschen Institut für Altersvorsorge liegen diese bei mehr als EUR 100 Mrd. pro Jahr<sup>2</sup> – Vermögenseffekte auf den Konsum bewirken. Unterstellt man, dass 5% des jährlichen Vermögenszuwachses (EUR 12,5 Mrd.) und 5% der vererbten Vermögen (EUR 5 Mrd.) in den Konsum fließen, entspricht dies der Höhe nach den aktuell diskutierten Steuerentlastungen im Bundestagswahlkampf bzw. Wachstumsimpulsen für den privaten Konsum in Höhe von rund einem ½ Prozentpunkt.

2016: Vergleich DB-Prognose nach Regionen vs. Wohnungspreise, Bestand

5



Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

Tabelle 1: Nominaler Vermögenszuwachs privater Haushalte

EUR Mrd. pro Jahr	2011-15	2006-10	2001-05
Immobilienvermögen	254,3	167,7	94,0
Geldvermögen	191,4	74,9	131,9
Reinvermögen (=EK)	428,1	251,7	213,8

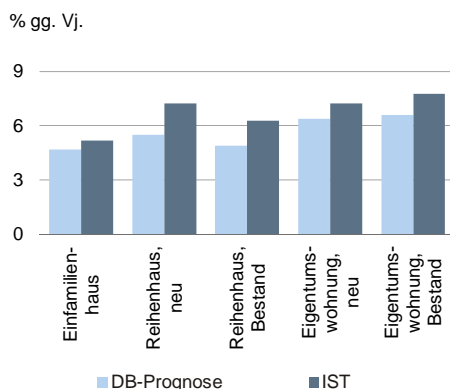
Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Tatsächliche Preisdynamik wurde systematisch unterschätzt

Entsprechend der Bedeutung der Immobilienwirtschaft für die Volkswirtschaft insgesamt haben wir in den letzten Jahren nicht nur Zinsen, Löhne, Rohstoff- und Verbraucherpreise prognostiziert, sondern auch Immobiliendaten. So erwarteten wir über den gesamten Zyklus hinweg sowohl aufgrund fundamentaler als auch zyklischer Faktoren weiter steigende Hauspreise und Mieten. Jedoch wurden auch unsere gefühlte optimistischen Prognosen von der tatsächlichen Preisentwicklung übertroffen. Für das Jahr 2016 hatten wir umfangreiche Prognosen für Regionen und Preisklassen durchgeführt, deren Prognosegüte die nebenstehenden Grafiken zeigen.

2016 DB-Prognose vs. Wohnimmobilienklassen

6



Quellen: Riwis, Deutsche Bank Research

### 2017 und 2018: Wohnungspreise steigen weiterhin kräftig

Die folgende Tabelle beinhaltet unsere Immobilienprognosen für das Jahr 2017 und 2018. Wir erwarten nominale Preissteigerungen, die die Dynamik der Vorjahre im Wesentlichen fortschreibt. Unserer Prognose nach steigen in Deutschland die Wohnungspreise (Wiederverkauf) mit 6,6 und 7,5% pro Jahr und in den A-Städten mit 7,5% und 8,5%. Eine Reihe von Gründen lassen für 2018 sogar ein weiteres Anziehen der Preisdynamik erwarten. So dürften, trotz sinkender monatlicher EZB-Anleihekäufe im Jahr 2018, die Kapitalmarktzinsen weiterhin niedrig bleiben. Im Arbeitsmarkt dürfte die Lohnzuwächse dank niedriger Arbeitslosigkeit und Fachkräftemangel kräftiger ausfallen und gleichzeitig die Verbraucherpreise klar unter dem 2%-Inflationsziel liegen, wodurch die Reallöhne im Jahr 2018 stärker steigen als im Jahr 2017. Zudem geht die Bundesbank von einer weiteren Zuwanderung in den Arbeitsmarkt in Höhe von bis zu 400.000 Personen pro Jahr aus. Diese positive Arbeitsmarktentwicklung dürfte die Wohnnachfrage weiter befeuern. Da der Neubau nur langsam anzieht, erwarten wir folglich auch eine abermalige Zunahme des Nachfrageüberhangs und ebenso des Preisdrucks.

<sup>2</sup> „Erben In Deutschland 2015 – 24“: Volumen, Verteilung und Verwendung. Dr. Reiner Braun, empirica ag.





Überhitzungsrisiken drohen

**Tabelle 2: Deutsche Bank Research: Immobilienprognosen in % gg. Vj.**

	Eigentumswohnungen			Hauspreise	Bauinvestitionen	5-10J Hypothekenzins, % eop
	DE	A-Städte	Mieten	EFH		
<b>2017</b>	6,6	7,5	4,0	5,0	3,1	1,7
<b>2018</b>	7,5	8,5	4,5	5,2	3,3	1,9

DE = Deutschland, A-Städte = Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München, Stuttgart, EFH = Einfamilienhäuser, eop= end of period (hier Jahresende)

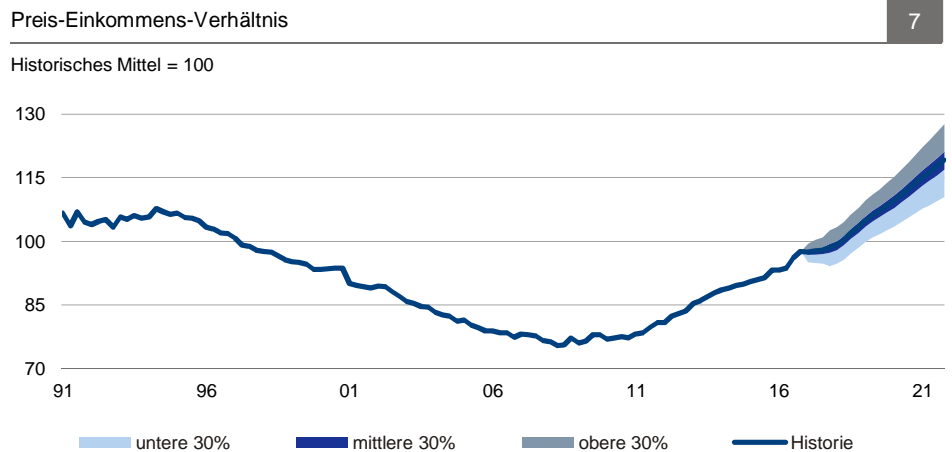
Quelle: Deutsche Bank Research

**Projektion des Preis-Einkommen-Verhältnisses bis 2021**

In den letzten Jahren haben wir angesichts des steigenden Nachfrageüberhangs auf die Möglichkeit hingewiesen, dass der Immobilienzyklus bis zum Ende des Jahrzehntes oder sogar darüber hinaus andauert. Neben den Prognosen für das Jahr 2017 und 2018 projizieren wir basierend auf dem Erschwinglichkeitsindex der OECD das Verhältnis von Hauspreisen zu verfügbarem Einkommen. Das historische Mittel dieses Indexes ist auf 100 normiert und die Abweichungen hiervon messen potentielle Überbewertungen (größer 100) ebenso wie Unterbewertungen. Für die Projektion bis zum Jahr 2021 unterstellen wir eine Fortsetzung der bisherigen Preis- und Einkommensdynamik im aktuellen Hauspreiszyklus, der im Jahr 2009 begann. Nach dem Jahr 2018 unterstellen wir Preisanstiege um 7,5% pro Jahr und 2,5% für die verfügbaren Einkommen der Haushalte. Das Preis-Einkommens-Verhältnis steigt unter diesen Annahmen bis zum Jahr 2021 sukzessive an und erreicht ab dem Jahr 2019 neue Höchststände – zumindest seit der Wiedervereinigung. Die Intervalle unserer Projektionen beruhen auf unseren vergangenen Prognosefehlern der Wohnungspreise (Root-Mean-Square Error, RMSE, in Höhe von 2,3% pro Jahr).

**Kein Automatismus beim abrupten Abbau von Überbewertungen**

Wenngleich Werte über dem historischen Mittel von Hauspreisen zu Einkommen ein Potenzial für zukünftige Preisrückgänge signalisieren, gibt es hier keinen Automatismus, die Schere kann sich über mehrere Jahre weiter öffnen. Viele Länder, beispielsweise Frankreich, weisen ebenfalls jahrelange Überbewertungsphasen auf. Zudem sollte man Überbewertungen von Preisblasen unterscheiden. So sind Erschwinglichkeitsindizes in der OECD-Datenbank von jenseits 130 keine Seltenheit und in Spanien und Irland stiegen die Indizes sogar auf über 160. Daher muss auf unsere Projektion, die im Mittel auf 120 im



Quellen: OECD, Deutsche Bank Research



## Überhitzungsrisiken drohen

---

Jahr 2021 ansteigt, nicht zwangsläufig eine abrupte Preisanpassung folgen (siehe [Kommentar zu den Häusermärkten der Eurozone](#)).

Fallende Hauspreise wären unserer Ansicht erst zu erwarten, wenn wenigstens eine der folgenden Bedingungen eintritt:

1. Eine deutlich strengere Geldpolitik
2. Neubewertung der Mieten-oder-Kaufen-Entscheidung
3. Der Neubau übertrifft die Nachfrage und Leerstände steigen.

Angesichts des sehr graduellen Ausstiegs aus der ultralockeren Geldpolitik, die erste Anhebung des Hauptrefinanzierungssatzes erwarten wir im Jahr 2019, dürfte die Finanzierung am Hypothekenmarkt günstig bleiben. Entsprechend gehen wir auch nach dem Jahr 2018 im „besten“ Fall von marginalen Zinsanstiegen im Hypothekenmarkt aus. In Großstädten und Metropolen sollte daher der Haus- oder Wohnungskauf für viele Haushalte weiterhin zu einer niedrigeren monatlichen Belastung führen als ein Mietvertrag. Zu guter Letzt dürfte der Wohnungsneubau träge bleiben. Angesichts des sich nur langsam beschleunigenden Neubaus dürfte das Angebot an Wohnraum auf absehbare Zeit wohl nicht zu einem kompletten Abbau des hohen Nachfrageüberhangs führen. Die Erfüllung der drei Bedingungen könnte also noch in ferner Zukunft liegen und unsere Projektion folglich eine gute Beschreibung der künftigen Entwicklung darstellen.

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



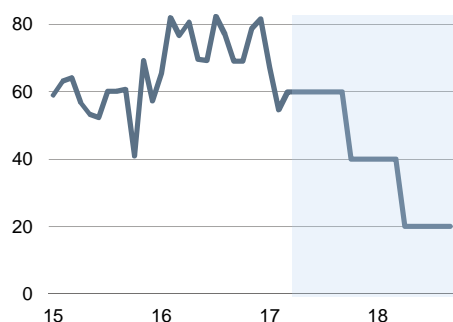
## Überhitzungsrisiken drohen

### EZB: Allmählicher taubenhafter Ausstieg

EZB-Bilanz: Anleihekäufe pro Monat

1

EUR Mrd. pro Monat

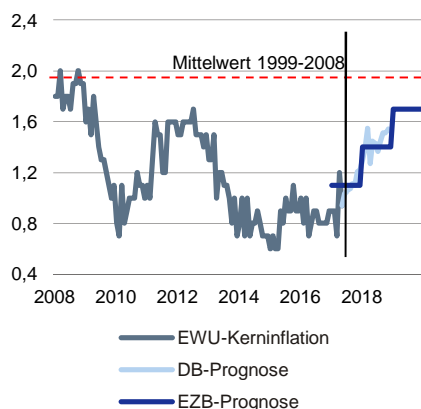


Quelle: EZB

Wir stimmen der EZB-Prognose zu, dass die Kerninflation leicht anzieht

2

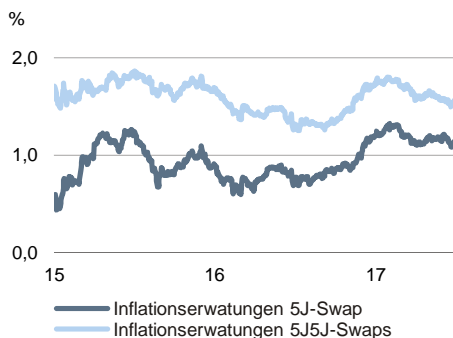
% gg. Vj.



Quellen: Eurostat, EZB, Deutsche Bank Research

Markt-implizite Inflationsraten zeigen noch keine höhere Dynamik an

3



Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

- Die EZB bereitet einen langsamen und taubenhaften Ausstieg aus ihrer expansiven Geldpolitik vor. In den vergangenen sechs Monaten straffte sie die Geldpolitik mit zwei vorsichtigen Schritten: Zuerst verringerte sie das Volumen der Anleihekäufe auf EUR 60 Mrd. (ursprünglich EUR 80 Mrd.), und jetzt strich sie in der Forward Guidance die Worte „oder niedriger“ („or lower“). Beide Male begründete sie ihre Entscheidung mit deutlich gesunkenen Deflationsrisiken.
- Obwohl die Worte „oder niedriger“ im Zinsausblick gestrichen wurden und die Wachstumsprognose nach oben korrigiert wurde, betonte die EZB bei ihrer Pressekonferenz Anfang Juni die Fortsetzung der lockeren Geldpolitik. Ende Juni allerdings hat Draghi auf der EZB Jahreskonferenz in Sintra (Portugal) zum ersten Mal den Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik angedeutet. Daher haben wir unser Basisszenario für den Ausstieg aus den Anleihekäufen angepasst.
- Für September erwarten wir, dass eine weitere Verlängerung der Anleihekäufe um sechs Monate für H1 2018 angekündigt wird, wobei das Volumen auf EUR 40 Mrd. reduziert werden dürfte. In H2 2018 dürfte das Tempo der Anleihekäufe erneut verlangsamt werden. Zudem dürfte eine einmalige Anhebung des Einlagensatzes Mitte 2018 erfolgen, um den Falken im EZB-Rat Zugeständnisse zu machen. Die Anhebung des Hauptrefinanzierungssatzes erwarten wir aber erst für Mitte 2019, weshalb der Ausstieg auch als „langsam und ausgedehnt“ („slow and extend“) tituliert werden kann.
- Die deutschen Kapitalmarktzinsen stiegen seit der Sintra-Rede um rund 15 Basispunkte und der Euro wertete auf. Diese Entwicklungen dämpfen womöglich den künftigen Wachstums- und Inflationspfad und könnten das Ausstiegstempo aus der lockeren Geldpolitik beeinflussen. Folglich besteht das Risiko eines Start-Stopp-Ausstiegs. Dieses Risiko besteht insbesondere bei einer Euroaufwertung auf 1,20 oder höher gegenüber dem USD bis Ende 2018.

### Anfang Juni: EZB taubenhaft auf Pressekonferenz

Wir haben die Signale im Frühjahr teilweise falsch gedeutet. Unser Konjunktur-optimismus wurde von den EZB-Ökonomen mit einer Anhebung ihrer BIP-Prognosen für 2017, 2018 und 2019 um jeweils 0,1%-Punkt auf 1,9%, 1,8% und 1,7% bestätigt. Dabei sind Auf- und Abwärtsrisiken für den Prognosehorizont nahezu ausgeglichen. Allerdings interpretierten wir die wiederholten, vorsichtigen Äußerungen des EZB-Rats zur Inflation falsch, weshalb wir noch nicht glaubten, dass der Rat die Kommunikation straffen würde. Jedoch strich die EZB die Worte „oder niedriger“ aus der Forward Guidance, wengleich die Kommunikation in der Pressekonferenz als sehr taubenhaft interpretiert wurde.

**Erstens wurden die Prognosen für die Gesamt- und die Kerninflationsrate nach unten korrigiert.** Mit einer Anpassung bei der Gesamtinflation hatten wir gerechnet – nicht aber bei der Kernrate. Wir glaubten, die moderate Aufwärtskorrektur der BIP-Prognosen werde zu einer Stabilisierung der Erwartungen für die Kernrate beitragen. Die EZB rechnet für 2017 weiterhin mit einer durchschnittlichen Kerninflationsrate von etwas über 1%, was für das restliche Jahr ebenfalls eine Kerninflation von leicht über 1% impliziert. Draghi beschrieb die Kernrate als „niedrig und flach“ und auch die künftigen Preissteigerungen dürften gemäß den EZB-Prognosen deutlich unter 2% bleiben. So senkte die EZB ihre Inflationsprognosen für die Jahre 2018 bzw. 2019 um 0,2%-Punkte auf 1,4% bzw. 1,6%. Diese Zahlen stehen immer noch mit einem allmählichen Ausstieg aus der sehr

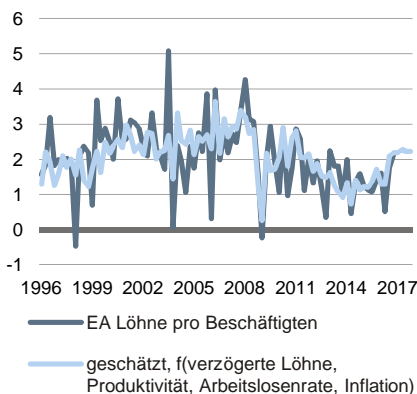


## Überhitzungsrisiken drohen

2% jährliches Lohnwachstum nicht im Einklang mit niedriger Lohndynamik lt. EZB-Rat

4

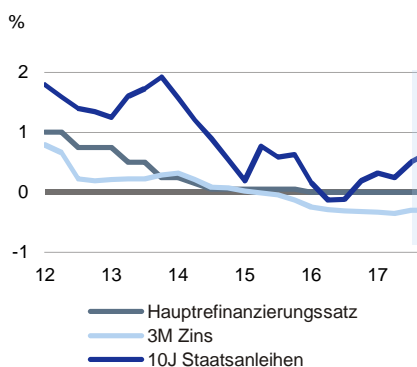
% gg. Vq., annualisiert



Quellen: Eurostat, Deutsche Bank Research

Eurozone: Zinsen

5

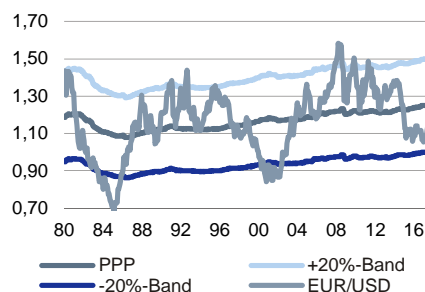


Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

EUR/USD Kaufkraftparität (PPP)

6

Fairer Preis: 1980-2016



Quellen: EZB, Deutsche Bank Research

lockeren Geldpolitik im Einklang, aber etwas langsamer als zunächst von uns erwartet.

**Zweitens gab es keinerlei Hinweise auf ein baldiges Ende der Anleihekäufe.** Die EZB schien es nicht eilig zu haben. Sie hat keine Ausschüsse mit Vorarbeiten beauftragt und auf der Juni-Presskonferenz nicht den Eindruck erweckt, dass in den kommenden Monaten eine Entscheidung über die Anleihekäufe getroffen werden müsse. Ganz im Gegenteil zeigte sich Draghi vielmehr zu der lockeren Geldpolitik verpflichtet. Er sagte, es sei Geduld, Vertrauen und Durchhaltevermögen erforderlich, und erwähnte, dass zwei Ratsmitglieder angesichts der erwarteten Beschleunigung der Inflation Fragen zu dem künftigen Pfad des QE-Programms aufgeworfen hätten. Eine Normalisierung der Geldpolitik sei jedoch nicht diskutiert worden. Da das QE-Programm eine gewisse Flexibilität zulässt, rechnet EZB-Präsident Draghi nicht mit einem Engpass auf der Angebotsseite.

**Drittens ist der Rat in Bezug auf die Lohninflation vorsichtig.** Er befürchtet, dass die Unterbeschäftigung und mögliche strukturelle Veränderungen des Arbeitsmarkts nur zu einer langsamen Erholung der Löhne führen könnten. Folglich ist eine Normalisierung der Kerninflationsrate in der Tat wenig wahrscheinlich. Die Erfahrungen in anderen wichtigen Volkswirtschaften waren für die EZB lehrreich. Die Prognosen für den Anstieg der Löhne pro Kopf blieben jedoch unverändert – für 2019 wird ein Lohnwachstum von 2,4% erwartet.<sup>3</sup> Mit etwa 2% (annualisiert) in H2 2016 ist die Lohninflation keineswegs träge, dennoch bleibt der EZB-Rat sehr vorsichtig. Die Lohninflation ist ein nachlaufender Indikator, weshalb der Rat wohl eine stärkere Lohndynamik abwartet und nur einen langsamen Ausstieg aus den Ankaufprogrammen anstrebt.

### Ende-Juni: Draghi diskutiert Ausstieg in Sintra

**Draghis falkenhafte Rede auf der EZB-Jahreskonferenz in Sintra (Portugal)** war zwar gegenläufig zur Entwicklung wichtiger Indikatoren, wie etwas schwächerer PMI, niedrigeren Ölpreisen und Euroaufwertung, aber eher im Einklang mit dem Wegfall der Formulierung „or lower“ auf der Ratssitzung im Juni. Zudem sprach der EZB-Präsident zum ersten Mal den Ausstieg aus der lockeren Geldpolitik an, wodurch die deutschen Kapitalmarktzinsen um rund 15 Basispunkte anstiegen und der Euro aufwertete. Im Detail war Draghis Rede allerdings sehr viel ausgewogener als dies die Schlagzeilen vermuten ließen und der Ausstieg ist an Bedingungen geknüpft. So dürfte eine Verteuerung der Finanzierungsbedingungen oder eine weitere Euroaufwertung den Ausstieg hinauszögern. Dadurch könnte der künftige Wachstums- und Inflationspfad gedämpft werden und das Risiko eines Stopp-Start-Ausstiegs besteht. Insbesondere sehen wir dieses Risiko, wenn der EUR/USD-Wechselkurs bis Ende 2018 auf oder über 1,20 ansteigen und somit die Kerninflation immer noch unter 2% liegen würde.

### Prognoseanpassung: Sehr gradueller Ausstieg

**DB-Prognose vor Juni-Sitzung:** Neben der Änderung des Zinsausblicks, die wir ohnehin spätestens für September erwartet hatten, gingen wir in unserem Basisszenario davon aus, dass die EZB im September ein Tapering bis Mitte 2018 ankündigen und im Dezember einmal den Einlagensatz anheben würde. Die Anhebung des Hauptrefinanzierungssatzes sollte dann etwa sechs Monate nach dem Auslaufen der Anleihekäufe Ende 2018 beginnen. Während des gesamten Ausstiegs sollte die EZB ihre Forward Guidance fortsetzen und ggf. mit weiteren quantitativen Lockerungen bereitstehen.

<sup>3</sup> Wie wir vor kurzem in unserer Publikation *Focus Europe* erläutert haben, lassen sich die EZB-Lohnprognosen ohne Verweis auf die NAIRU oder auf die Unterbeschäftigung erklären. Siehe [Focus Europe, 19. Mai 2017](#).



## Überhitzungsrisiken drohen

---

**Aktuelle Prognose:** Nach der taubenhaften Juni-Pressekonferenz und dem eher falkenhaften Tonfall in Sintra erwarten wir einen allmählichen und sehr langsamen Ausstieg aus der sehr lockeren Geldpolitik. So dürfte die EZB am 7. September, auf der übernächsten Ratssitzung (nächste Sitzung am 20. Juli), den beabsichtigten Pfad der Anleihekäufe für das Jahr 2018 bekannt geben. Angesichts der aktuellen Wachstums- und Inflationsprognosen erwarten wir im ersten Halbjahr 2018 eine Verringerung der Anleihekäufe (z.B. auf EUR 40 Mrd. pro Monat) und in H2 2018 eine abermalige Reduktion der Kaufvolumina (z.B. auf EUR 20 Mrd. pro Monat). Zudem dürften die Falken im EZB-Rat auf Konzessionen drängen, weshalb eine einmalige Anhebung des Einlagensatzes Mitte 2018 erfolgen dürfte. Der erwartete graduelle Ausstieg lässt sich auch an unserer Prognose für die erste Erhöhung des Hauptrefinanzierungszinssatzes ablesen, die wir erst für Mitte 2019 erwarten.

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

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



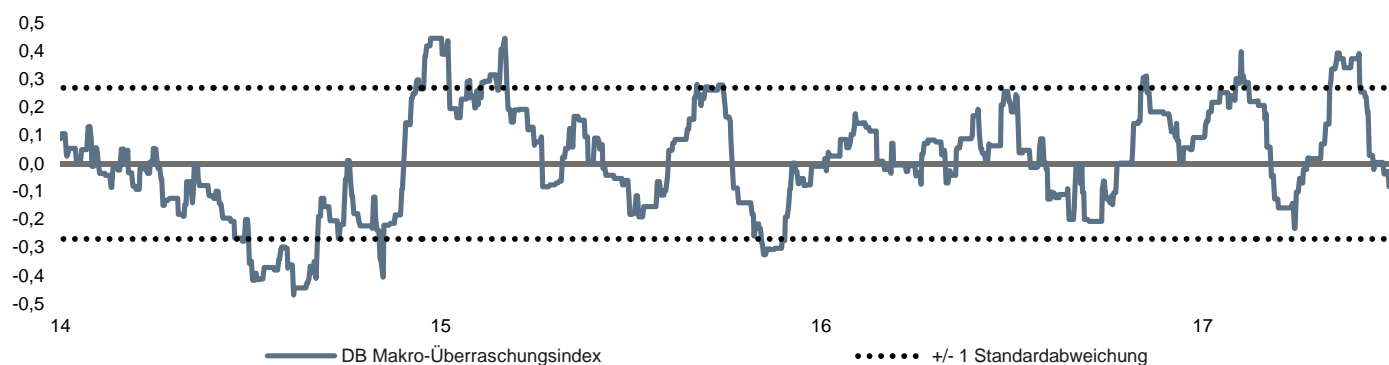
## Überhitzungsrisiken drohen

### 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
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	5 2017	23/05/2017	114.6	113.1	1.5	1.0	0.9
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	3 2017	23/05/2017	0.6	0.6	0.0	-0.1	0.3
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	4 2017	30/05/2017	6.1	6.3	-0.2	0.2	0.5
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	4 2017	31/05/2017	-0.2	0.3	-0.5	-0.1	0.4
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	5 2017	31/05/2017	-8.0	-15.0	-7.0	-0.5	0.3
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	5 2017	01/06/2017	59.5	59.4	0.1	0.1	0.5
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	5 2017	05/06/2017	55.4	55.2	0.2	0.2	0.7
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	4 2017	07/06/2017	-2.1	-0.3	-1.8	-0.9	0.2
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	4 2017	08/06/2017	0.8	0.5	0.3	0.3	0.6
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	4 2017	09/06/2017	15.1	24.5	-9.4	-3.1	0.0
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	6 2017	13/06/2017	18.6	21.7	-3.1	-0.4	0.3
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	6 2017	13/06/2017	88.0	85.0	3.0	0.3	0.7
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	5 2017	14/06/2017	1.5	1.5	0.0	0.2	0.3
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	6 2017	23/06/2017	53.7	53.7	0.0	0.0	0.5
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	6 2017	26/06/2017	115.1	114.5	0.6	0.3	0.6
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	5 2017	28/06/2017	4.1	4.6	-0.5	-0.1	0.4
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	6 2017	29/06/2017	1.6	1.4	0.2	1.4	0.9
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	5 2017	30/06/2017	0.5	0.3	0.2	0.4	0.7
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	6 2017	30/06/2017	7.0	-10.0	-17.0	-0.9	0.1
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	6 2017	03/07/2017	59.6	59.3	0.3	0.3	0.7

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

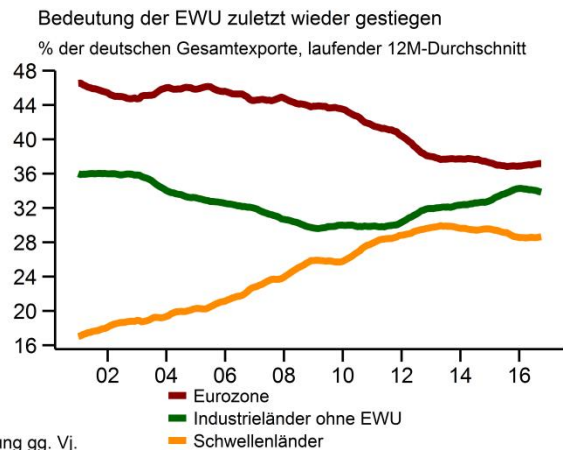
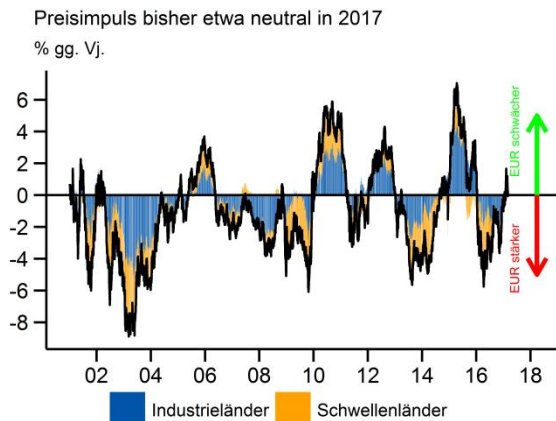
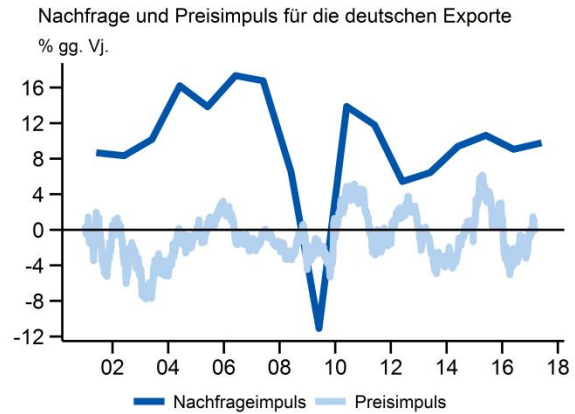
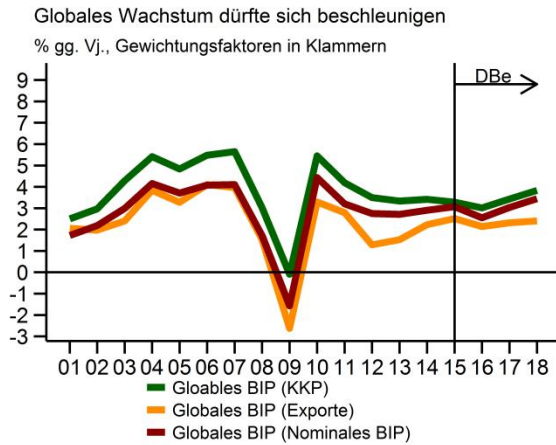
Quelle: Heiko Peters (2014). DB Makro-Überraschungsindex Deutschland. Ausblick Deutschland, 4. August 2014.



## Überhitzungsrisiken drohen

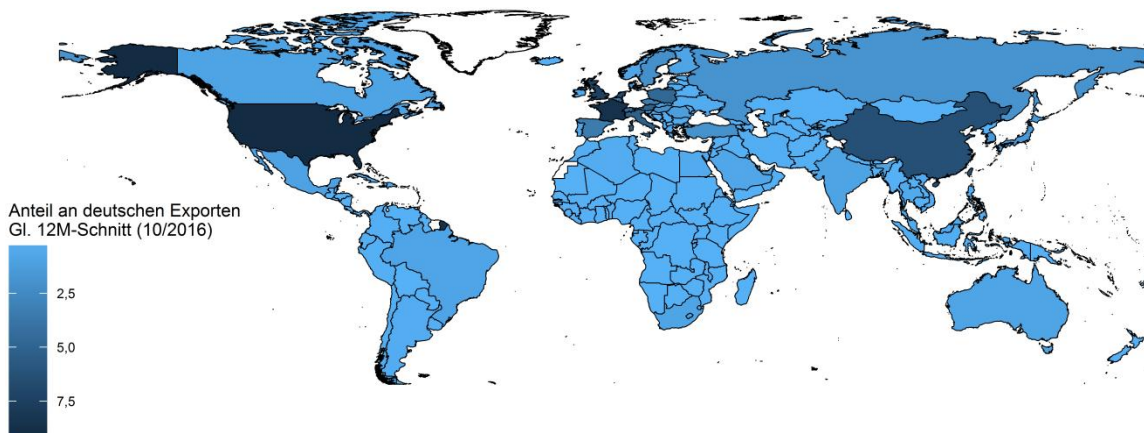
### Deutscher Exportindikator

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



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

Deutsche Exporte konzentriert auf Europa, die USA und China



Quellen: Eurostat - Comext, Deutsche Bank Research

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

<sup>4</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland, 3. März 2016.



## Überhitzungsrisiken drohen

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
7./8. Juli	G20-Gipfel, Hamburg	Debatten u.a. über Fragen internationaler Wirtschafts-, Finanz-, Handels- und Klimapolitik. Besondere Beachtung dürfte erstmalige Teilnahme von US-Präsident Trump am Treffen der G20 finden.
10./11. Juli	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Debatte über Vertiefung der EWU; (möglicherweise) Implikationen des Stabilitäts- u. Wachstumspaktes für Euro-Länder; thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung; Insolvenzrecht für Unternehmen; Irland - Überwachung nach Programmabschluss (7. Prüfung)
20. Juli	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Unser Basisszenario ist eine als 'allmählich und verlängert' ('slow and extend') apostrophierte Entscheidung über die Rückführung des Anleihekaufprogramms (Quantitative easing, QE) im September. Solange die EZB keine klaren Zeichen einer überzeugenderen Wirtschaftslage erhält, beinhaltet eine weniger lockere Geldpolitik indes das Risiko eines Start-Stopp-Ausstiegs aus QE.
1. Juli bis 4. Sep.	Deutscher Bundestag	Parlamentarische Sommerpause.
7. Sep.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Wir erwarten eine Vorankündigung für das Tapering (siehe 20. Juli).
15./16. Sep.	Eurogruppe und ECOFIN, Tallin	Thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung; wirtschaftliche Widerstandsfähigkeit in der EWU; (möglicherweise) Lage in Griechenland.
24. Sep.	Bundestagswahl	Aktuellen Umfragen zufolge dürfte die CDU/CSU klar stärkste Partei werden. Welche Koalition die nächste Regierung bilden wird, ist derzeit aber noch offen.
4. Okt.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses.
9./10. Okt.	Eurogruppe und ECOFIN, Luxemburg	Debatte über (internationale) Wechselkursentwicklungen; Thematische Debatte über Wachstum u. Beschäftigung; Finanzierung der Absenkung von Steuern u. Abgaben auf Arbeitseinkommen; (möglicherweise) Portugal - Überwachung nach Programmabschluss (6. Prüfung); Lage in Griechenland.
19./20. Okt.	Europäischer Rat, Brüssel	(Möglicherweise) Debatte über die Zukunft der EU27 und (mögl.) über Brexit-Verhandlungen.

Quelle: Deutsche Bank Research

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





## Überhitzungsrisiken drohen

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
6. Jul 2017	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (% gg. Vm., sb.)	Mai	1.0	-2.1
7. Jul 2017	8:00	Industrieproduktion (% gg. Vm., sb.)	Mai	0.5	0.8
10. Jul 2017	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Mai	20.0	19.8
10. Jul 2017	8:00	Warenexporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	0.2	0.9
10. Jul 2017	8:00	Warenimporte (% gg. Vm., sb.)	Mai	0.5	1.2
24. Jul 2017	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juli	59.8	59.6
24. Jul 2017	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juli	54.2	53.7
25. Jul 2017	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juli	115.0	115.1
28. Jul 2017	14:00	Vorläufiger VPI (% gg. Vj., sb.)	Juli	1.6	1.6
31. Jul 2017	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.*	Juni	-0.1	0.5
31. Jul 2017	09:55	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juli	5.7	5.7

\*lt. 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)



## Überhitzungsrisiken drohen

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	1,125	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,05
Sep 17	1,125	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,15
Dez 17	1,375	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50	0,05	0,50	1,50	0,90	0,25
Mrz 18	1,625	-0,10	0,00	0,25	-0,75	-0,50		0,50	1,50	0,90	0,75

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	1,30	0,06	-0,34	0,31
Sep 17	1,38	0,05	-0,30	0,40
Dez 17	1,63	0,05	-0,30	0,40
Mrz 18	1,88	0,05	-0,30	0,40

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,29	0,09	0,46	1,25
Sep 17	2,50	0,03	0,50	1,10
Dez 17	2,75	0,00	0,65	1,40
Mrz 18		0,00	0,75	1,65

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,14	112,53	0,88	1,30	1,09	9,66	7,44	9,57	4,23	308,97	26,19
Sep 17		116,00	0,88	1,32	1,05	9,43	7,46	9,25	4,13	310,19	26,30
Dez 17	1,16	118,00	0,91	1,29	1,00	9,25	7,46	9,00	4,10	312,00	26,00
Mrz 18		119,00		1,28	1,01	9,13		8,88	4,20	313,50	25,93

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research



## Überhitzungsrisiken drohen

Deutschland: Datenmonitor

	Q3 2016	Q4 2016	Q1 2017	Q2 2017	Q3 2017	Feb 2017	Mrz 2017	Apr 2017	Mai 2017	Jun 2017	Jul 2017
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	108,3	110,7	111,1	114,2		111,1	112,2	113,0	114,6	115,1	
ifo Geschäftserwartungen	102,4	105,6	104,2	106,2		104,0	105,4	105,2	106,5	106,8	
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	102,8	105,3	106,0	109,5		105,8	107,7	107,9	110,3	110,4	
Produktion (% gg. Vp.)	0,2	0,0	1,4			1,8	-0,1	0,8			
Auftragseingang (% gg. Vp.)	0,1	4,2	-1,0			3,5	1,1	-2,1			
Grad der Kapazitätsauslastung	84,8	85,7	86,0	86,0							
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	1,7	-1,4	4,7			17,0	2,7	-1,7			
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	-4,3	7,9	0,7			1,8	-0,7	0,9			
ifo Bauhauptgewerbe	126,9	129,6	128,3	130,2		127,4	128,5	129,8	130,5	130,3	
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-2,5	-1,5	-0,6	3,6		-2,1	0,2	2,8	3,1	5,0	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,5	0,8	0,2			1,0	0,7	-0,2	0,5		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	4,2	-0,3	6,7	0,0		-2,7	11,4	-8,0	12,9	-3,5	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	1,8	3,1	-0,4			0,4	4,6	-3,4			
Exporte (% gg. Vp.)	-0,2	2,4	2,8			1,0	0,4	0,9			
Importe (% gg. Vp.)	1,7	3,5	3,6			-1,5	2,1	1,2			
Nettoexporte (EUR Mrd.)	61,2	60,1	59,9			21,2	19,8	19,8			
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,1	6,0	5,9	5,7		5,9	5,8	5,8	5,7	5,7	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-30,3	-32,0	-58,7	-40,0		-15,0	-27,0	-14,0	-8,0	7,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	1,2	1,3	1,5			1,5	1,5	1,5	1,5		
ifo Beschäftigungsbarometer	109,0	111,1	110,3	111,1		110,7	109,4	111,4	110,8	110,9	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	0,4	1,0	1,9	1,6		2,2	1,5	2,0	1,4	1,5	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,1	1,2	1,0			1,1	0,9	1,6	1,1		
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-1,7	0,2	2,8			3,1	3,1	3,4	2,8		
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	2,9	19,2	32,7	8,9		37,7	26,3	16,5	8,3	2,0	
Rohöl, Brent (USD/Bbl)	46,6	51,1	54,5	50,8		56,0	52,6	53,8	51,4	47,6	49,7
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	6,2	10,0	18,9	17,6		18,9	20,6	17,4	17,5	17,9	
EC Unternehmensumfrage	3,0	6,2	13,0	12,2		13,8	13,8	11,7	13,4	11,4	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	1,8	2,3	1,1								
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,3	2,3	2,3								
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,4	3,4	0,8								
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	6,6	5,7	6,0			5,6	6,0	5,1	4,9		
Trend von M3*						5,6	5,7	5,5	5,3		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	2,6	2,9	3,3			3,0	3,3	3,1	3,2		
Kredite an öffentliche Haushalte	-0,1	8,9	21,0			18,4	21,0	11,5			

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

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



## Ausblick Deutschland

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

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

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

- „ Überhitzungsrisiken drohen ..... 7. Juli 2017
- „ Robuste Konjunktur unterstützt Merkels Wiederwahl ..... 6. Juni 2017
- „ Positive Signale ..... 8. Mai 2017
- „ Öffentliche Investitionen und Wohnungsbau ziehen an ..... 7. April 2017
- „ Wachstum und Inflation dürften EZB noch kalt lassen ..... 22. März 2017
- „ Risiken für den Export – trotz unterstützender EZB ..... 30. Januar 2017
- „ Ausblick 2017 – solide, trotz nachlassendem Rückenwind ..... 16. Dezember 2016
- „ Schwache Industrieproduktion dämpft Lohnwachstum ..... 28. Oktober 2016
- „ Schwierige Zeiten für deutsche Sparer ..... 4. Oktober 2016
- „ Niedrige Zinsen und politische Unzufriedenheit lassen Deutsche risikofreudiger werden ..... 2. September 2016

© 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