



# Ausblick Deutschland

## Höhere Inflationsraten trotz gedämpfter Kerninflation

29. Juni 2015

### Autoren

Heiko Peters  
+49 69 910-21548  
heiko.peters@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](http://www.dbresearch.de)

DB Research Management  
Ralf Hoffmann

### Inhaltsverzeichnis

	Seite
Prognosetabellen.....	2
Inland treibt Wachstum.....	3
Inflation 2016 bei 2% wegen Basiseffekten und wohl schwächerem Euro.....	5
EZB: Entschlossen QE vollständig umzusetzen.....	8
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland.....	10
Eventkalender.....	11
Datenkalender.....	12
Finanzmarktprognosen.....	12
Datenmonitor.....	13

**Inland treibt Wachstum.** Starke Realeinkommensgewinne treiben privaten Konsum zu 2%-Plus. Sich nur allmählich verbessernde externe Nachfrage lässt Unternehmen bei Investitionen vorsichtig bleiben. Inflation steigt Richtung 2% zum Jahresende. Lohnerhöhungen bleiben kontrolliert trotz Verknappung am Arbeitsmarkt.

**Inflation 2016 bei 2% wegen Basiseffekten und wohl schwächerem Euro.** Während die Kerninflationsrate seit 2011 relativ stabil bei durchschnittlich etwas über 1% gg. Vj. liegt, war der Ölpreiseinbruch der Hauptgrund für den kurzzeitigen Rückgang der Verbraucherpreise Anfang 2015. Der Ölpreisanstieg um rund 30% seit Januar und die Stabilisierung des EUR-Wechselkurses führten aber dazu, dass die deutsche Inflationsrate nur für einen Monat im negativen Bereich war und sich zuletzt auf 0,7% gg. Vj. beschleunigte. Wir erwarten daher einen etwas stärkeren Anstieg der Verbraucherpreise um 0,5% in diesem Jahr und 2,0% im Jahr 2016. Bei unserer Prognose überwiegen die Abwärtsrisiken. So könnte sich der Ölpreis angesichts des globalen Überangebots schwächer als erwartet entwickeln. Zudem hat sich der EUR gg. USD seit seinem Tiefstand Mitte April mittlerweile wieder über 1,10 stabilisiert. In unserer Prognose unterstellen wir eine Abwertung des EUR gg. USD auf Parität zum Jahresende.

**EZB: Entschlossen QE vollständig umzusetzen.** Die Europäische Zentralbank (EZB) ist weiterhin entschlossen, ihr QE-Programm wie geplant bis September 2016 fortzuführen. EZB-Präsident Draghi hat mehrmals darauf hingewiesen, dass eine Ausweitung des Programms wahrscheinlicher als eine vorzeitige Begrenzung ist. Eine unerwünschte Verschärfung der finanziellen Bedingungen könnte ein Auslöser sein. Die EZB hat nach der Ankündigung eines griechischen Referendums für den 5. Juli das Volumen für Notfall-Liquiditätshilfen an griechische Banken (ELA) auf dem letzten Stand von EUR 89 Mrd. eingefroren. Die EZB dürfte zunächst innerhalb des Rahmens von QE flexibel agieren, um die Marktreaktion zu dämpfen.



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P	2014P	2015P	2016P
Euroland	0,9	1,4	1,6	0,4	0,3	1,4	2,1	3,3	2,6	-2,4	-2,1	-1,8
Deutschland	1,6	1,6	1,7	0,9	0,5	2,0	7,6	8,0	7,8	0,7	0,6	0,7
Frankreich	0,2	1,1	1,6	0,6	0,3	1,1	-0,9	-0,5	-1,0	-4,0	-3,8	-3,6
Italien	-0,4	0,7	1,3	0,2	0,2	1,2	1,9	2,5	2,8	-3,0	-2,8	-2,3
Spanien	1,4	3,0	2,5	-0,2	-0,3	1,5	0,8	1,3	1,1	-5,8	-4,6	-3,6
Niederlande	0,9	1,9	1,4	0,3	0,2	1,3	10,3	11,1	11,1	-2,3	-2,0	-1,9
Belgien	1,1	1,3	1,6	0,5	0,6	1,6	1,4	2,0	1,5	-3,2	-2,7	-2,5
Österreich	0,3	0,5	1,4	1,5	1,0	1,8	0,8	1,1	1,5	-2,4	-2,0	-1,9
Finnland	0,0	0,2	0,9	1,2	0,1	1,4	-1,9	-1,0	-0,8	-3,2	-3,1	-2,8
Griechenland	0,7	-0,3	1,3	-1,4	-1,4	1,0	0,9	1,5	1,2	-3,5	-3,6	-2,9
Portugal	0,9	1,6	1,7	-0,2	0,7	1,4	0,7	0,9	1,0	-4,5	-3,1	-2,6
Irland	4,8	3,7	3,5	0,3	0,3	1,8	6,2	5,0	4,5	-4,1	-2,4	-2,0
Großbritannien	2,8	2,5	2,3	1,5	0,5	1,6	-3,2	-4,5	-3,0	-4,3	-3,8	-2,5
Dänemark	1,1	1,8	2,0	0,6	0,6	1,4	6,3	6,0	6,0	-1,0	-1,5	-2,0
Norwegen	2,3	1,5	1,9	2,0	2,0	2,2	9,4	7,5	7,0	9,1	7,5	7,5
Schweden	2,4	2,4	2,6	-0,2	0,3	1,5	6,8	6,5	6,0	-1,9	-1,0	-0,5
Schweiz	2,0	0,8	1,2	0,0	-1,0	-0,3	7,0	7,0	6,5	0,2	0,0	-0,5
Tschech. Rep.	2,0	3,5	2,0	0,4	0,5	2,1	0,6	0,3	0,0	-1,9	-1,8	-1,6
Ungarn	3,6	2,7	2,4	-0,2	0,5	2,9	3,9	2,9	3,1	-2,6	-2,7	-2,4
Polen	3,4	3,4	3,5	0,0	-0,7	1,4	-1,4	-1,6	-1,7	-3,2	-2,9	-2,7
USA	2,4	2,2	3,0	1,6	0,2	2,5	-2,6	-3,2	-3,8	-2,8	-2,7	-2,4
Japan	-0,1	1,1	1,8	2,7	0,9	1,0	0,5	2,9	2,7	-5,9	-5,3	-4,4
China	7,4	7,0	6,7	2,0	1,6	2,7	3,1	3,4	3,3	-2,1	-3,7	-3,0
Welt	3,4	3,2	3,8	3,6	3,3	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					2014				2015			
	2012	2013	2014	2015P	2016P	2012	2013	2014	2015P	2016P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2P	Q3P	Q4P
BIP	0,4	0,1	1,6	1,6	1,7	0,8	-0,1	0,1	0,7	0,3	0,4	0,5	0,3	0,3	0,4	0,5	0,3	
Privater Konsum	0,7	0,8	1,1	2,1	1,0	0,8	0,0	0,7	0,7	0,6	0,3	0,4	0,3	0,6	0,3	0,4	0,3	
Staatsausgaben	1,2	0,7	1,2	1,7	0,4	0,0	0,7	0,6	0,3	0,7	0,1	0,3	0,2	0,7	0,1	0,3	0,2	
Anlageinvestitionen	-0,7	-0,6	3,3	2,8	2,7	3,0	-1,7	-1,2	0,8	1,5	0,0	1,5	0,8	1,5	0,0	1,5	0,8	
Ausrüstungen	-3,1	-2,4	4,3	3,9	3,7	2,0	0,6	-1,4	0,4	1,5	0,5	2,0	1,0	1,5	0,5	2,0	1,0	
Bau	0,6	-0,1	3,4	2,7	3,1	4,5	-3,7	-1,5	1,3	1,7	-0,4	1,8	0,9	1,7	-0,4	1,8	0,9	
Lager, %-Punkte	-1,4	0,2	-0,3	-0,2	0,1	-0,2	-0,1	-0,5	0,4	-0,3	0,1	0,1	0,0	-0,3	0,1	0,1	0,0	
Exporte	2,8	1,6	3,8	4,7	5,0	0,1	1,0	1,5	1,0	0,8	1,0	1,0	1,2	0,8	1,0	1,0	1,2	
Importe	0,0	3,1	3,5	5,8	4,4	0,2	0,7	0,8	1,9	1,5	0,9	1,5	1,5	1,5	0,9	1,5	1,5	
Nettoexport, %-Punkte	1,3	-0,5	0,4	0,0	0,4	-0,1	0,2	0,4	-0,3	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	
Konsumentenpreise*	2,0	1,5	0,9	0,5	2,0	1,2	1,1	0,8	0,5	0,0	0,4	0,5	1,4	0,0	0,4	0,5	1,4	
Arbeitslosenquote, %	6,8	6,9	6,7	6,4	6,5	6,8	6,7	6,7	6,6	6,5	6,4	6,4	6,5	6,5	6,4	6,4	6,5	
Industrieproduktion	-0,4	0,1	1,5	1,7	2,2													
Budgetsaldo, % BIP	0,1	0,1	0,7	0,6	0,7													
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	79,3	77,1	74,7	71,8	69,2													
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,8	6,5	7,6	8,0	7,8													
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	187	182	220	239	244													

\*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

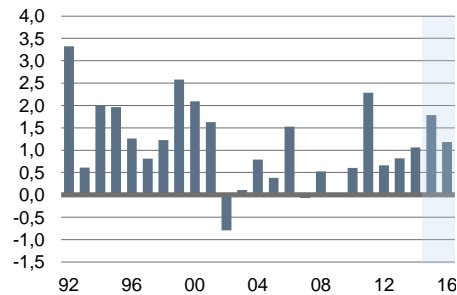


## Ausblick Deutschland

### Privater Konsum: 2015 über 2%-Plus

1

Privater Konsum, real, % gg. Vj.



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

## Inland treibt Wachstum

- Starke Realeinkommensgewinne treiben privaten Konsum zu 2%-Plus.
- Sich nur allmählich verbessernde externe Nachfrage lässt Unternehmen bei Investitionen vorsichtig bleiben.
- Inflation steigt Richtung 2% zum Jahresende. Lohnerhöhungen bleiben kontrolliert trotz Verknappung am Arbeitsmarkt.

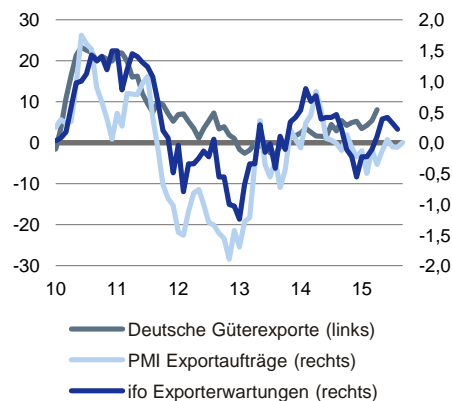
### Leicht höheres Wachstum in der Sommerhälfte

Nach einem etwas enttäuschenden BIP-Wachstum in Q1 2015 (+0,3% gg. Vq.) erwarten wir Wachstumsraten nahe bei ½% in Q2/Q3. Der private Konsum, der seit Mitte 2014 im Schnitt um 0,7% gg. Vq. zugelegt hatte, sollte das Wachstum der anderen Komponenten jedoch nicht länger übertreffen, da das Beschäftigungswachstum abflaut, der Ölpreis steigt und die einmaligen Einkommenseffekte durch die Einführung des Mindestlohnes abklingen.

### Gedämpfter Exportausblick

2

% gg. Vj. (3-Monatsdurchschnitt, links);  
standardisierte Werte, 3M Vorlauf (rechts)



Quellen: Deutsche Bundesbank, ifo, Markit, Deutsche Bank Research

## Exporte leicht beschleunigt dank stärkerer globaler Konjunktur

Das Exportwachstum verlangsamte sich in den Wintermonaten. In Q1 fielen die Kernaufträge aus EWU-Ländern und Nicht-EWU-Ländern kräftig um je 2,5% gg. Vq. Im April sahen beide Regionen zwar eine starke Erholung, jedoch haben Exportauftragseinschätzungen in Unternehmensumfragen weiterhin gemischte Signale ausgesendet. Auch wenn knapp 63% deutscher Exporte in Länder außerhalb der EWU gehen, kann der schwächere Euro nur begrenzte Impulse liefern, da deutsche Exporte wegen ihres Fokus auf Investitions- und hochwertige Konsumgüter nur eine vergleichsweise geringe Wechselkurselastizität aufweisen. Im Gegensatz dazu ist die Elastizität gegenüber dem Wachstum der Exportmärkte deutlich über dem EWU-Schnitt. Deshalb fordert die geringe globale Dynamik in Verbindung mit einem strukturell nachlassenden Welthandelswachstum ihre Opfer. Im Sommer sollte die verbesserte globale Konjunktur das deutsche Exportwachstum stützen. Importe wachsen im Vergleich etwas stärker, weswegen der Außenbeitrag mehr oder weniger neutral ausfallen dürfte.

### Schwache Auslastung = geringe Investitionsdynamik

3



Quellen: EU-Kommission, Statistisches Bundesamt

## Investitionen – kein Durchstarten

Seit dem Frühjahr 2014 blieben die Ausrüstungsinvestitionen kraftlos. Der überraschend starke Anstieg in Q1 2015 (+1,5% gg. Vq.) war von stark zunehmenden Neuzulassungen von Dienstwagen getrieben und sollte nicht als Auftakt zu einem Wachstumsspur interpretiert werden. Mit einem allmählichen Anstieg der Auslandsnachfrage und Kapazitätsauslastung, die nur einen Prozentpunkt über dem historischen Durchschnitt liegt, erwarten wir einen bescheidenen Zuwachs an Investitionsausgaben im weiteren Jahresverlauf. Angesichts der demografischen Aussichten in Deutschland werden (vor allem) Großunternehmen noch verstärkt Direktinvestitionen im Ausland als Alternative zu Investitionen in Deutschland in Betracht ziehen.

## Inflation – schnelle Normalisierung

Nachdem die Inflation im Januar 2015 auf -0,3% gg. Vj. gefallen war, als der Ölpreiseinbruch seinen Höhepunkt und die Lebensmittelpreise ihren Tiefpunkt erreichten (-1,3% gg. Vj.), hat der Preisauftrieb schnell in den positiven Bereich zurückgefunden. Ein positiver Beitrag durch steigende Energiepreise sollte die



Gesamtinflation 2016 Richtung 2% treiben, auch wenn wir annehmen, dass die Kerninflation von etwas über 1% dieses Jahr auf etwas unter 1% fällt. So sollte der Mindestlohneffekt aus dem Vorjahresvergleich herausfallen. Tariflöhne sollten in beiden Jahren etwa um 2 ¾% steigen.

### Risiken

Angesichts der häufigen Abwärtsrevisionen der Prognosen für das globale Wachstum in den letzten Jahren könnte der externe Impuls (erneut) hinter den Erwartungen zurückbleiben. Wenn die globale Konjunktur hingegen stärker Fuß fasst und der EUR schnell abwertet, könnte im Laufe des Jahres 2016 die Inflation stärker ansteigen als prognostiziert.

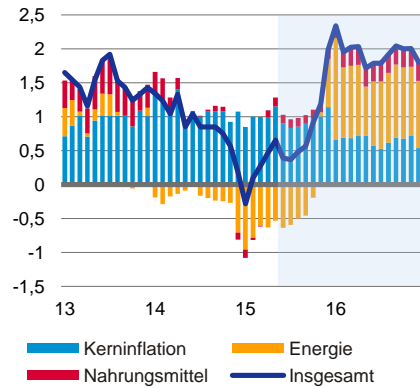
Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)



Energie dürfte ab Ende 2015 deutsche Inflation nicht mehr dämpfen

1

% gg. Vj., %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

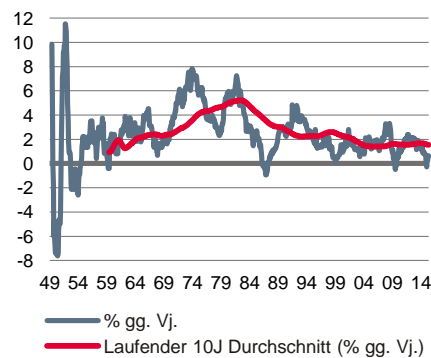
## Inflation 2016 bei 2% wegen Basiseffekten und wohl schwächerem Euro

- Während die Kerninflationsrate seit 2011 relativ stabil bei durchschnittlich etwas über 1% gg. Vj. liegt, war der Ölpreiseinbruch der Hauptgrund für den kurzzeitigen Rückgang der Verbraucherpreise Anfang 2015.
- Der Ölpreisanstieg um rund 30% seit Januar und die Stabilisierung des EUR-Wechselkurses führten aber dazu, dass die deutsche Inflationsrate nur für einen Monat im negativen Bereich war und sich zuletzt auf 0,7% gg. Vj. beschleunigte. Wir erwarten daher einen etwas stärkeren Anstieg der Verbraucherpreise um 0,5% in diesem Jahr und 2,0% im Jahr 2016.
- Bei unserer Prognose überwiegen die Abwärtsrisiken. So könnte sich der Ölpreis angesichts des globalen Überangebots schwächer als erwartet entwickeln. Zudem hat sich der EUR gg. USD seit seinem Tiefstand Mitte April mittlerweile wieder über 1,10 stabilisiert. In unserer Prognose unterstellen wir eine Abwertung des EUR gg. USD auf Parität zum Jahresende.

Rückgänge der Verbraucherpreise äußerst selten

2

% gg. Vj.



Quelle: Deutsche Bundesbank

## Ölpreiseinbruch führte Anfang 2015 zu negativer Inflationsrate

Die Preissteigerungen in Deutschland verlangsamten sich seit Mitte 2013 – als die Inflationsrate noch bei 1,9% lag – immer weiter und im Januar 2015 kam es zum ersten Mal seit Herbst 2009 mit -0,3% gg. Vj. zu einem Rückgang der Verbraucherpreise. Seitdem zogen die Verbraucherpreise aber wieder an, auf 0,7% gg. Vj. im Mai. Preisrückgänge gg. Vj. bei den monatlichen Verbraucherpreisen insgesamt kommen historisch gesehen äußerst selten vor, seit 1949 nur in 7% und seit den 1960er Jahren nur in 2% der Fälle.

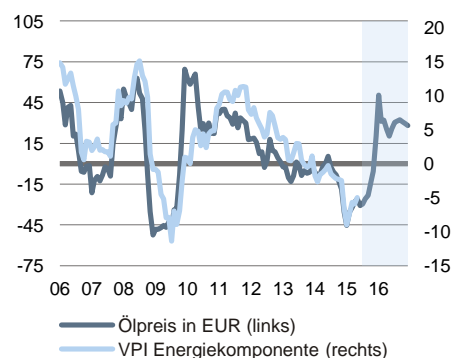
Während die Kerninflationsrate (Gesamtindex ohne die volatilen Komponenten Energie und Nahrungsmittel) seit 2011 relativ stabil bei durchschnittlich etwas über 1% gg. Vj. liegt, war der Energiepreiseinbruch der Haupttreiber für die gesamte Inflationsentwicklung. Hinzu kam eine relativ schwache Entwicklung der Nahrungsmittelpreise in den Wintermonaten.

Der Ölpreis brach von Mitte 2014 bis Januar 2015 überraschend um fast die Hälfte auf etwa EUR 45 je Barrel Brent ein, wobei der Ölpreis in USD noch stärker nachgab. In der Folge fielen die deutsche Energiepreise im Januar um 9% gg. Vj., wobei die Preise für Heizöl und Kraftstoffe sogar um 19% gg. Vj. nachgaben. Der Energiepreiserückgang war so stark, dass er die Gesamtinflation um -1,0%-Punkte senkte und dies für einen Rückgang der gesamten Verbraucherpreise sorgte. Der Ölpreisverfall war vor allem angebotsbedingt und damit ein Schub für die deutsche Konjunktur. Die USA erhöhten durch den Fracking-Boom die Ölproduktion relativ deutlich und die OPEC-Länder entschieden sich überraschenderweise ihre Fördermenge nicht zu drosseln, wodurch die Lagerbestände immer weiter stiegen. Verstärkt wurde der Abwärtsdruck durch eine insgesamt relativ schwache globale Nachfrage, nicht zuletzt aufgrund der Wachstumsverlangsamung der chinesischen Wirtschaft.

Energiepreise: Basiseffekte treiben Inflation ab Ende 2015

3

% gg. Vj.; Prognose basierend auf den DB Prognosen des EUR/USD und des USD-Ölpreises



Quellen: Statistisches Bundesamt, WEFA, Deutsche Bank Research

## Aufwärtstrend des Ölpreises dürfte ab Ende 2015 wieder preistreibend wirken

Seit dem Tief Mitte Januar stieg der Ölpreis allerdings in einer volatilen Gegenbewegung um etwa 30% auf rd. EUR 56 je Barrel Brent. Dies sorgte dafür, dass sich der dämpfende Effekt der Energiepreise auf die Gesamtinflation halbierte und zuletzt bei -0,5%-Punkten lag. Im weiteren Jahresverlauf dürften sich die Ölpreise (in USD) zwar in etwa seitwärts bewegen, aber mit der von unseren

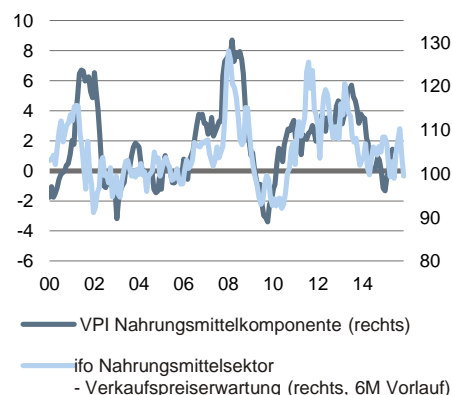


## Ausblick Deutschland

### VPI Nahrungsmittel: ifo Verkaufspreis-erwartung zuletzt wieder gefallen

4

% gg. Vj. (links); 2005=100 (rechts)

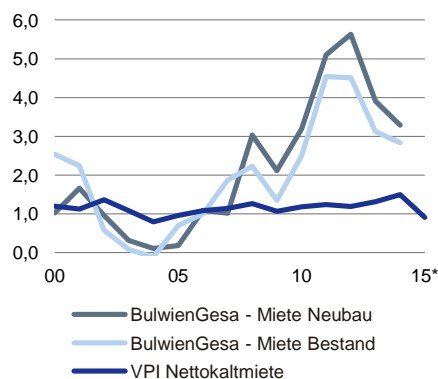


Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo

### Gesamtes Mietwachstum dürfte sich künftig wieder etwas beschleunigen

5

% gg. Vj.



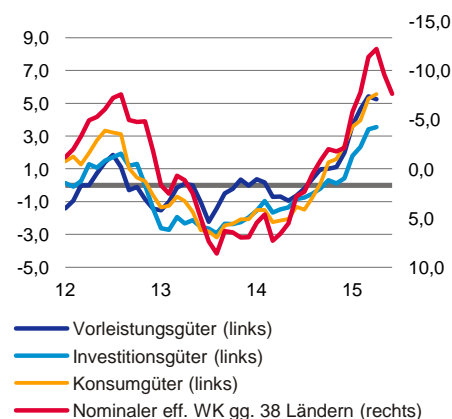
\* Jan-Mai 2015

Quellen: BulwienGesa, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

### Importierte Inflation steigt durch schwächeren Euro

7

Diff. der Importpreisinflation für Importe aus Nicht-EWU und EWU in %-P. (l.); % gg. Vj. (r.)



Quellen: EZB, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

FX-Strategen erwarteten Abschwächung des Euro gg. dem USD ergibt sich ein Anziehen der Ölpreise in EUR. 2016 dürfte der Ölpreis in EUR durch eine trendmäßige Erholung des USD-Ölpreises und der erwarteten nochmaligen Abschwächung des EUR weiter zulegen. Dies dürfte zusammen mit einem ab Ende 2015 wirkenden Basiseffekt dafür sorgen, dass die Energiekomponente ab Ende des Jahres wieder preissteigernd wirkt und im nächsten Jahr der Haupttreiber für die Inflation sein dürfte. Aufgrund anhaltend schwacher Fundamentalfaktoren bestehen allerdings Abwärtsrisiken für die Ölpreisprognose. Beispielweise könnte die US-Produktion trotz des Rückgangs der Zahl der Bohrtürme durch eine stärker als unterstellte Produktivitätserhöhung relativ stabil bleiben.

Auch bei den Nahrungsmittelpreisen hat sich zuletzt eine Erholung eingestellt. Allerdings schwächten sich die Verkaufserwartungen der vom ifo-Institut befragten Unternehmen zuletzt ab und deuten auf eine relativ gedämpfte Entwicklung der Nahrungsmittelpreise in den nächsten Monaten.

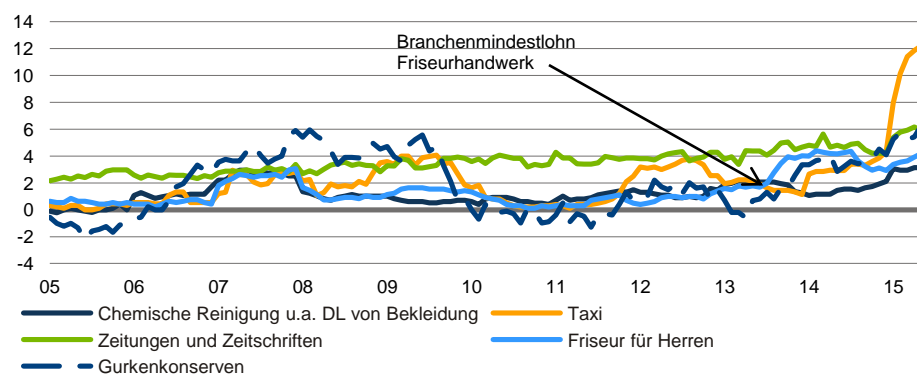
## Kerninflation unterstützt durch solides Lohnwachstum und importierte Inflation

Für Stabilität sorgte die Entwicklung der Kerninflation, die im bisherigen Jahresverlauf bei durchschnittlich 1,2% gg. Vj. lag und ein Gewicht von etwa 80% im Warenkorb hat. Preise im Dienstleistungssektor dürften von den anhaltend soliden Lohnsteigerungen, die insbesondere durch die Einführung des Mindestlohns einen Schub in 2015 bekommen, angetrieben werden. In einigen ausgewählten Unterkomponenten zeigen sich bereits deutliche Preissteigerungen. Wir erwarten, dass die Tariflöhne 2015 und 2016 mit etwa 2 ¾% zulegen.

### Mindestlohn sorgt für Preiserhöhungen

6

VPI Komponenten, % gg. Vj.



Quelle: Statistisches Bundesamt

Zudem schlägt sich der schwächere Euro auch bei nicht-Energie-Importen nieder. Dies zeigt sich anschaulich an den stärker gestiegenen Preisen für Importgüter aus Ländern außerhalb der Eurozone im Vergleich zu jenen für Importe aus der Eurozone. Seit Mitte April wertete der Euro allerdings in einer volatilen Bewegung gegenüber dem breiten Währungskorb wieder auf. Dies dürfte aber eine temporäre Gegenbewegung bleiben. Aufgrund der Fundamentalfaktoren (z.B. divergierende Geldpolitik der US Fed und der Europäischen Zentralbank) rechnen unsere FX-Strategen trendmäßig damit, dass der Euro bis Jahresende weiter abwertet. Die Importpreise sollten dadurch weitere Impulse erhalten.

Die Preise für Pauschalreisen dürften ebenfalls wieder verstärkt zum Preisauftrieb beitragen. Aufgrund der hohen Volatilität trägt diese Komponente trotz nur



geringem Gewicht im Warenkorb merklich zu den Preisschwankungen bei. Zuletzt hatten einige europäische Zielregionen vermutlich ihre Preise deutlich nach unten angepasst, um mehr Touristen anzulocken. Dadurch waren die Preise von Pauschalreisen für deutsche Konsumenten zuletzt sogar zeitweilig geringer als im Vorjahr (März: -1% gg. Vj.; gl. 3M-Schnitt). In den beiden Vorjahren waren sie noch mit 2,5% und 1,2% gestiegen. Für Reisen außerhalb des Währungsraums könnte zudem die Währungsentwicklung an die Konsumenten weitergegeben werden.

Die Mietpreise dürften die Inflationsentwicklung stützen. Mit einem Gewicht von etwa 20% sind die Nettokaltmieten die wichtigste Einzelkomponente im Warenkorb, auf dem die Verbraucherpreise basieren. Im Oktober 2014 war die Mietpreis-inflation auf 1,6% gestiegen – der höchste Wert seit Ende der 1990er Jahre. Zuletzt fiel die Inflation wieder auf 1,2%. Beide Zuwachsraten sind im internationalen und historischen Vergleich jedoch gering. Die kräftigen Anstiege der Neumieten in den letzten Jahren dürften sich jedoch schrittweise in den Bestandsmieten niederschlagen, auch wenn das Ausmaß angesichts des in der Grafik 5 ersichtlichen geringen quantitativen Zusammenhangs begrenzt sein dürfte.

### Inflation dürfte von 0,5% in 2015 auf 2,0% in 2016 anziehen

Insgesamt erwarten wir inzwischen einen etwas stärkeren Anstieg der Verbraucherpreise um 0,5% in diesem Jahr und 2,0% im Jahr 2016. Dazu haben die recht schnelle teilweise Korrektur beim Ölpreis und die Stabilisierung des EUR-Wechselkurses beigetragen, die dazu geführt haben, dass die deutsche Inflationsrate nur einen Monat im negativen Bereich war. Bei unserer Prognose überwiegen die Abwärtsrisiken. So könnte sich der Ölpreis angesichts des globalen Überangebots schwächer als erwartet entwickeln. Zudem blieb der Euro gegenüber dem USD zuletzt stabil und damit stärker als in unserer Prognose. Dies könnte die Importpreise weniger stark als erwartet steigen lassen.

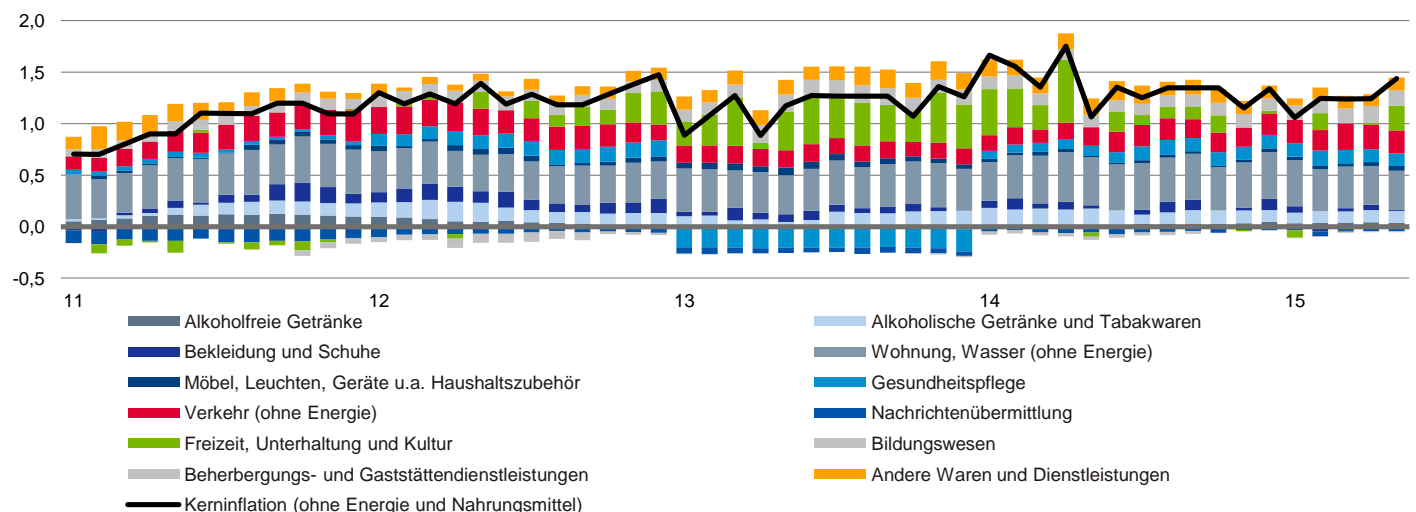
Heiko Peters (+49 69 910-21548, heiko.peters@db.com)

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

#### Komponenten der Kerninflation

8

Beitrag zur Kerninflation, %-Punkte



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt



## EZB: Entschlossen QE vollständig umzusetzen

- Die Europäische Zentralbank (EZB) ist weiterhin entschlossen, ihr QE-Programm wie geplant bis September 2016 fortzuführen. EZB-Präsident Draghi hat mehrmals darauf hingewiesen, dass eine Ausweitung des Programms wahrscheinlicher als eine vorzeitige Begrenzung ist. Eine unerwünschte Verschärfung der finanziellen Bedingungen könnte ein Auslöser sein.
- Die EZB hat nach der Ankündigung eines griechischen Referendums für den 5. Juli das Volumen für Notfall-Liquiditätshilfen an griechische Banken (ELA) auf dem letzten Stand von EUR 89 Mrd. eingefroren. Sie dürfte zu nächst innerhalb des Rahmens von QE flexibel agieren, um die Marktreaktion zu dämpfen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) ist entschlossen, ihr Ankaufprogramm im Umfang von EUR 60 Mrd. pro Monat wie geplant bis zum September 2016 durchzuführen. Mario Draghi sagte, dass er vorsichtig optimistisch in Bezug auf die konjunkturelle Erholung und eine nachhaltige Normalisierung der Inflationsraten im Einklang mit dem Mandat der EZB sei, sofern QE vollständig umgesetzt wird. Es gibt erste Anzeichen, dass die Verbesserung der Finanzierungsbedingungen infolge der expansiven Geldpolitik der EZB – niedrigere Kreditzinsen und eine schwächere Währung – in der Realwirtschaft ankommen. Infolge des schwächeren Euros schätzen Firmen ihre eigene Wettbewerbsfähigkeit optimistischer ein. Die Kreditzinsen sinken, die Kreditvergabestandards verbessern sich und das Kreditvolumen steigt. Allerdings geht die EZB nicht davon aus, dass der Erfolg von QE in trockenen Tüchern ist. Der Zusammenhang zwischen Finanzierungsbedingungen und Wachstum/Inflation ist ebenso unsicher wie der Zusammenhang zwischen QE und Finanzierungsbedingungen, wie uns die letzten Wochen eindrucksvoll vor Augen geführt wurde. Da die EZB auf die Inflationsentwicklung in der mittleren Frist abstellt, dürfte sie sich mit einer Beurteilung der Wirkungen von QE Zeit lassen.

Draghi hat mehrmals darauf hingewiesen, dass die Risiken stärker in Richtung mehr QE als weniger QE zeigen. Den Anstieg der Volatilität kurz nach der Einführung war schon bei QE-Programmen anderer Zentralbanken zu beobachten und hat nach Einschätzung Draghis mit der schwierigen Preisfindung in einem derartigen Umfeld zu tun. Trotz des Renditeanstiegs bei den Staatsanleihen sind die Kreditzinsen niedrig geblieben. Nach der Einschätzung der EZB ist das kurze Ende der Kurve gut verankert und in Übereinstimmung mit der "forward guidance". Allerdings beobachtet die EZB die Aufsteilung der Renditestrukturkurve sorgfältig und hat klargemacht, dass sie im Falle einer unerwünschten Verschärfung der finanziellen Bedingungen reagieren würde. Ein weitere Eskalation in Griechenland könnte ein derartiges Szenario sein, ein deutlicher Zinsanstieg an den globalen Anleihemärkten ein weiteres. Das Vorziehen von QE-Käufen aus saisonalen Gründen („front loading“) zeigt, wie flexibel die EZB reagieren kann, falls notwendig.

Angesichts des vergleichsweise größeren Risikos einer Ausweitung von QE relativ zu einer vorzeitigen Reduktion dürfte die erste Zinsanhebung noch in weiter Ferne liegen. Wir erwarten einen derartigen Schritt erst gegen Ende 2017.

### Griechenland: EZB erhöht den Druck

Die Festschreibung des ELA-Volumens auf EUR 89 Mrd. ist ein klares Signal, dass die EZB angesichts der Verschärfung des politischen Konflikts zwischen Griechenland und der Troika nicht länger bereit ist, das griechische Bankensystem noch umfangreicher zu alimentieren. Am Mittwoch (01.07.) wird die EZB





über das weitere Vorgehen beraten. Größere Abschlüsse auf griechische Sicherheiten oder gar eine Suspendierung von ELA sind aber zunächst unwahrscheinlich. Dies würde Tatsachen schaffen, die bei noch immer möglichen Verhandlungen – eventuell nach einem Ausgang des Referendums, der die griechische Regierung zu weiteren Zugeständnissen gegenüber den Institutionen veranlasst – nicht mehr ohne weiteres revidiert werden könnten.

Die sehr technisch gehaltene Erklärung der EZB vom Sonntag (28.06.), in der die EZB lediglich sagte, dass sie die Situation und mögliche Auswirkungen auf ihre geldpolitische Ausrichtung genau beobachten wird, könnte man dahingehend interpretieren, dass die EZB keine panikartige Reaktion der Märkte erwartet. Der Rückgang der Renditen für Bundesanleihen (um rund 10 Basispunkte) bis Montagmittag (29.06.) bei gleichzeitig steigenden Renditen für Staatsanleihen der Peripherieländer im Bereich von 10 bis 20 Basispunkten bewegte sich im Rahmen des Erwarteten. Sollte sich die Situation verschlechtern, dürfte die EZB wohl zunächst im Rahmen von QE an entsprechenden Tagen verstärkt in der Peripherie kaufen. Eine Verschiebung der Gewichtung der Käufe würde den Charakter des QE-Programmes verändern und wäre wohl erst bei einer weiteren Eskalation zu erwarten. Zumal der EZB noch andere Optionen zur Verfügung stehen (OMT, TLTRO) und in einer derartigen Situation wohl auch der ESM tätig werden würde.

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))



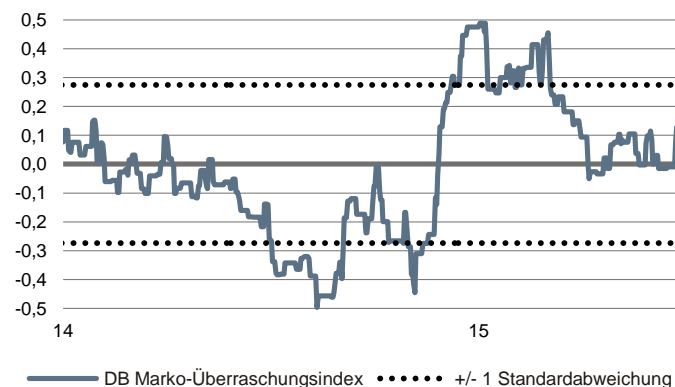
## Ausblick Deutschland

### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Der DB Makro-Überraschungsindex vergleicht den Wert der veröffentlichten Konjunkturdaten mit den Markterwartungen und liefert damit Hinweise über die Richtung künftiger Prognoseanpassungen.<sup>1</sup>

#### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen

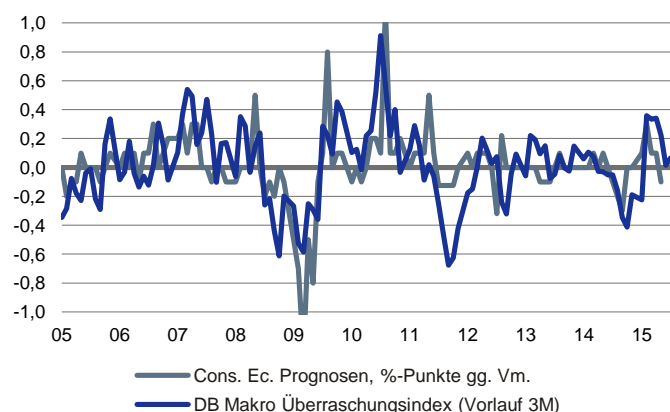


Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

#### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland und Konsensusprognoserevisionen der BIP-Prognose

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



Quellen: Consensus Economics Inc., Deutsche Bank Research

#### Letzte 20 veröffentlichte deutsche Konjunkturdaten

Bloomberg Ticker	Indikator	Berichtsmonat	Veröffentlichungsdatum	Aktueller Wert	Bloomberg Konsensus	Überraschung	Standardisierte Überraschung	Quantilsrang
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	3 2015	08.05.15	27,3	20,0	7,3	1,9	1,0
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	4 2015	13.05.15	0,5	0,4	0,1	0,8	0,8
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	5 2015	19.05.15	65,7	68,0	-2,3	-0,4	0,3
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	5 2015	19.05.15	41,9	49,0	-7,1	-0,8	0,2
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	5 2015	22.05.15	108,5	108,3	0,2	0,0	0,5
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	3 2015	22.05.15	0,3	0,3	0,0	-0,1	0,3
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	4 2015	28.05.15	-0,6	-0,7	0,1	0,4	0,7
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	4 2015	29.05.15	1,3	1,0	0,3	0,5	0,7
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	5 2015	01.06.15	51,1	51,4	-0,3	-0,3	0,3
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	5 2015	02.06.15	-6,0	-10,0	-4,0	-0,4	0,4
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	5 2015	03.06.15	53,0	52,9	0,1	0,1	0,6
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	4 2015	05.06.15	1,4	0,5	0,9	0,4	0,7
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	4 2015	08.06.15	19,6	20,5	-0,9	-0,6	0,2
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	4 2015	08.06.15	0,9	0,6	0,3	0,3	0,6
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	6 2015	16.06.15	31,5	37,3	-5,8	-0,7	0,2
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	5 2015	16.06.15	0,7	0,7	0,0	0,3	0,3
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	6 2015	16.06.15	62,9	63,0	-0,1	-0,1	0,4
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	6 2015	23.06.15	51,9	51,2	0,7	0,7	0,8
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	6 2015	23.06.15	54,2	53,0	1,2	1,3	0,9
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	6 2015	24.06.15	107,4	108,1	-0,7	-0,6	0,2

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

<sup>1</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.



## Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
13./14. Juli	Eurogruppe und ECOFIN, Brüssel	Wahrscheinlich Debatte über Griechenland u. Lage im Eurogebiet u.a.
Mitte Juli - Ende Aug.	Deutscher Bundestag	Parlamentarische Sommerpause.
16. Juli	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Der EZB-Rat ist fest überzeugt vom laufenden Programm der Anleihekäufe im Volumen von EUR 60 Mrd. pro Monat bis September 2016 und möglicherweise darüber hinaus.
3. Sep.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Das Risiko vorzeitiger Änderungen des laufenden Programms der Anleihekäufe ist gering.
4. Sep	G20-Finanzminister und Notenbankgouverneure, Ankara	Voraussichtlich internationale Steuerfragen, Finanzmarktregulierung, grenzüberschreitende Zusammenarbeit der Regulatoren u.a.
11. Sep	Eurogruppe und informeller ECOFIN, Luxemburg	

Quelle: Deutsche Bank Research

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

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



## Ausblick Deutschland

### Deutschland: Datenkalender

Datum	Uhrzeit	Daten	Berichtszeitraum	DB Schätzung	Letzter Wert
30. Juni 2015	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	Mai	-0,5	1,3
30. Juni 2015	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	Juni	6,3	6,4
6. Juli 2015	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Mai	-0,5	1,4
7. Juli 2015	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Mai	0,3	0,9
9. Juli 2015	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Mai	20,6	22,0
9. Juli 2015	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Mai	-1,7 (7,0)	2,0 (7,5)
9. Juli 2015	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Mai	-0,5 (5,4)	-0,8 (3,4)
24. Juli 2015	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	Juli	51,5	51,9
24. Juli 2015	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	Juli	53,5	54,2
27. Juli 2015	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	Juli	107,5	107,4
29. Juli 2015	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juni	-0,4 (-1,1)	-0,2 (-0,8)
14. Aug 2015	8:00	Reales BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q2 2015	0,4	0,3

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

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,125	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	1,50	0,05
Sep 15	0,375	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	1,50	0,05
Mrz 16	0,875	0,10	0,05	0,50	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	1,50	0,05
Jun 16	1,125	0,10	0,05	0,75	-0,75	-0,25	0,05	1,00	1,50	1,50	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,26	0,15	-0,02	0,58
Sep 15	0,51	0,15	-0,20	0,59
Mrz 16	1,18	0,15	-0,15	0,60
Jun 16	1,63	0,15	-0,10	0,87

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,40	0,34	0,86	2,15
Sep 15	2,25	0,50	0,90	2,10
Mrz 16	2,50	0,60	1,10	2,50
Jun 16	2,75	0,65	1,20	2,70

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,12	123,87	0,71	0,64	1,05	9,23	7,46	8,76	4,18	311,78	27,23
Sep 15	1,06	124,17	0,73	1,45	1,07	9,05	7,46	8,86	4,06	300,87	27,50
Mrz 16	0,98	126,25	0,74	1,33	1,10	8,86	7,46	8,95	4,06	300,00	27,50
Jun 16	0,95	127,50	0,74	1,29	1,11	8,83	7,46	8,90	4,04	300,00	27,50

Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

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

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



## Ausblick Deutschland

Deutschland: Datenmonitor

	Q2 2014	Q3 2014	Q4 2014	Q1 2015	Q2 2015	Jan 2015	Feb 2015	Mrz 2015	Apr 2015	Mai 2015	Jun 2015
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	109,9	106,7	104,7	107,1	108,2	106,7	106,8	107,9	108,6	108,5	107,4
ifo Geschäftserwartungen	105,4	101,9	100,3	102,8	102,8	102,0	102,4	103,9	103,5	103,0	102,0
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	106,1	102,8	99,9	102,8	103,9	102,2	102,3	103,8	104,6	104,3	102,9
Produktion (% gg. Vp.)	-1,1	0,0	0,8	0,5		-0,1	0,0	-0,4	0,9		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-1,0	1,3	1,4	-1,5		-2,6	-1,0	1,1	1,4		
Grad der Kapazitätsauslastung	84,0	83,8	84,1	84,5	84,9						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	-4,7	0,4	1,3	1,2		1,2	-2,6	2,3	-0,7		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	-4,5	-2,4	-0,1	8,6		9,8	-1,6	-2,2	-5,2		
ifo Bauhauptgewerbe	119,9	120,3	120,4	118,8	119,9	119,2	119,2	118,0	119,6	119,7	120,4
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	4,3	1,0	-1,2	1,0		0,0	-0,1	3,2	3,3	3,0	
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,0	0,0	1,7	1,1		0,8	-0,3	-0,9	1,3		
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-0,3	4,1	2,7	6,4		2,6	6,6	9,0	6,3	-6,7	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	-0,9	3,4	0,8	-3,3		-3,3	-1,8	-1,4	5,5		
Exporte (% gg. Vp.)	0,5	2,4	1,4	0,6		-2,1	1,4	1,3	2,0		
Importe (% gg. Vp.)	-0,9	0,6	0,5	1,3		-0,3	1,4	2,4	-0,8		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	52,2	57,5	60,3	59,1		19,7	20,0	19,4	22,0		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,7	6,7	6,6	6,5		6,5	6,5	6,4	6,4	6,4	
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	-20,0	-0,3	-39,0	-47,0		-8,0	-19,0	-14,0	-9,0	-5,0	
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,9	0,8	0,9	0,7		0,8	0,6	0,6	0,5		
ifo Beschäftigungsbarometer	106,8	106,5	106,4	107,7		108,1	106,8	108,1	108,1	108,2	
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	0,9	0,8	0,4	-0,2		-0,5	-0,1	0,1	0,3	0,7	
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,1	1,2	1,1	1,0		0,9	1,1	1,0	1,1	1,4	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-0,8	-0,8	-1,2	-2,0		-2,2	-2,1	-1,7	-1,5	-1,3	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-4,9	-1,8	0,9	2,3		2,3	1,4	3,4	0,5	-0,3	
Ölpreis (USD)	109,7	102,0	76,4	55,1		49,7	58,9	56,8	61,6		
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	16,9	13,4	8,6	0,5		0,5	-0,7	1,7	2,1	8,3	
EC Unternehmensumfrage	2,3	4,2	2,1	-0,4		-1,2	-0,1	0,1	0,4	0,9	
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	2,0	2,0	1,8	1,8							
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	2,6	2,5	2,6	2,4							
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	2,4	2,1	1,7	2,5							
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	4,5	4,7	4,8	7,2		5,9	6,3	7,2	7,1		
Trend von M3*						5,7	6,5	6,9			
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	-3,5	1,4	1,7	2,6		2,1	2,5	2,6	1,8		
Kredite an öffentliche Haushalte	9,7	5,9	12,6	32,3		19,0	15,5	32,3	27,1		

% 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

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

- ▶ **Reduzierte BIP-Prognose – Binnenkonjunktur aber intakt**..... 1. Juni 2015
- ▶ **Deutsches Sparverhalten vor QE-Herausforderungen**.....30. April 2015
- ▶ **Kräftiger Gegenwind für deutsche Exportwirtschaft trotz Euroabwertung** .....30. März 2015
- ▶ **Höheres Wachstum und Löhne, Sparer weiter vorsichtig**.....2. März 2015
- ▶ **Deutsches BIP nach Öl, EUR und EZB** ..... 2. Februar 2015
- ▶ **2015: Konjunkturerholung mit Risiken** .....6. Januar 2015
- ▶ **Strukturelle Verlangsamung des Welthandels belastet deutsches BIP-Wachstum** ..... 2. Dezember 2014
- ▶ **Weitere Enttäuschungen**..... 5. November 2014
- ▶ **Risiken nehmen zu**..... 30. September 2014
- ▶ **Ice bucket challenge und strukturelle Investitionslücke** ..... 2. September 2014

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

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

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

© Copyright 2015. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

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

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg