



Unsicherheit bremst Investitionen aus

18. Januar 2017

Autoren

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

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

Editor

Stefan Schneider

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

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Aufgrund der ausgeprägten wirtschaftlichen und (geo-)politischen Unsicherheit und des schwachen Startniveaus dürften die (privaten) Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland 2017 sinken trotz insgesamt ordentlich ausgelasteter Kapazitäten der Unternehmen.

Ein Zusammenspiel mehrerer Aspekte sorgt derzeit für das hohe Unsicherheitsniveau: die potenziell gravierenden Auswirkungen auf Deutschland bei Eintritt der Unsicherheiten, die anhaltend hohe Zahl gleichzeitiger Unsicherheiten, die Komplexität vieler Investitionsentscheidungen sowie der Mangel an Vertrauen in die (Lösungskompetenz der) Politik.

Wir stellen eine Reihe von nachrichten-, umfrage- und finanzmarktbasierter Unsicherheitsindikatoren vor, die eine ansatzweise Quantifizierung der Unsicherheit erlauben. Der nachrichtenbasierte Indikator sendet deutliche Warnsignale. Die anderen Indikatoren stützen zwar einen positiveren Ausblick. Ein zusammengesetzter Indikator deutet jedoch auf eine anhaltende Investitionsschwäche im 1. Halbjahr 2017 hin; dieser zeigte in den letzten Jahren einen hohen Gleichlauf mit den deutschen Ausrüstungsinvestitionen.

Der Brexit-Beschluss vom Sommer 2016 birgt für die nächsten Jahre eine Reihe von Unsicherheiten. Es ist unklar, wie schnell Großbritannien aus der EU ausscheiden und wie ein Anschlussregime aussehen wird. Da UK zu den wichtigsten Exportmärkten Deutschlands zählt, dürfte die bevorstehende politische Hängepartie dämpfend auf die Investitionen in UK und in Deutschland wirken.

Die Wahl von Donald Trump zum Präsidenten der USA hat zu Sorgen vor Rückschlägen für den internationalen Freihandel geführt. Seine Ausgaben- und Steuerpläne und der aufwertende US-Dollar könnten die Unsicherheit teilweise kompensieren; Effekte dürften in Deutschland aber eher 2018 zu spüren sein.

Die Liste weiterer internationaler Unsicherheiten ist lang: Zu nennen ist für 2017 vor allem das Erstarken politischer Extreme, bei den in vielen großen EU-Ländern anstehenden Wahlen. Die Gefahr eines „Hard Landing“ in China wird ebenfalls regelmäßig diskutiert angesichts einer steigenden Verschuldung. Auch in Russland oder der Türkei existieren politische Unsicherheiten.

Der akute Fachkräftemangel erhöht die Unsicherheit durch langwierige und/oder kostenintensive Besetzungsprozesse, die Investitionen schnell entwerten können. Sich wandelnde Qualifikationsanforderungen an die Beschäftigten (Digitalisierung) und die nationale Politik („Rente mit 63“) wirken verstärkend.

Die Energiewende wirkt vor allem auf energieintensive Unternehmen wie eine Investitionsbremse. Zwar gibt es viele konkrete energie- und klimapolitische Ziele; allerdings bestehen erhebliche Unsicherheiten bezüglich der politischen Maßnahmen und Instrumente, der wirtschaftlichen Kosten, der Folgen für private Haushalte und Unternehmen und des technischen Fortschritts.



Unsicherheit bremst Investitionen aus

Der Faktor Unsicherheit zieht sich in den letzten Jahren wie ein roter Faden durch das globale Wirtschafts- und Finanzmarktgeschehen. Das laufende Jahr dürfte in dieser Hinsicht kaum Linderung bringen. Tatsächlich könnte die Unsicherheit sogar noch weiter zunehmen, vor allem hinsichtlich der vielen anstehenden Wahlen in Europa, bei denen nicht auszuschließen ist, dass E(W)U-skeptische Kräfte an die Macht kommen. Aber auch die Verhandlungen über den Austritt Großbritanniens aus der EU und die (wirtschafts-)politischen Schwerpunkte des neuen US-Präsidenten Trump bergen viele Unwägbarkeiten. Diese sind nur der Anfang einer langen Liste von Unsicherheiten, die den wirtschaftlichen Ausblick auf 2017 beeinflussen.

Unsicherheiten belasten Investitionen

Letztlich sind die Entscheidungen aller Wirtschaftssubjekte mit Unsicherheit behaftet. Dies gilt für Konsumenten, Unternehmen wie auch die Politik. Im Gegensatz zum Risiko, bei dem die Wahrscheinlichkeit als bekannt angenommen wird, ist die Wahrscheinlichkeit, mit der die unsicheren Ereignisse eintreten, nicht kalkulierbar. Das unsichere Ereignis kann sich bei Eintritt günstig oder negativ auswirken. Das Entscheidende ist aber der Mangel an Planbarkeit.

Dagegen sind bei Risiken die Eintrittswahrscheinlichkeit und damit die erwarteten Auswirkungen bekannt und lassen z.B. die Kalkulation von Erwartungswerten bei Konsum- und Investitionsentscheidungen zu. In der Realität lassen sich die Begriffe natürlich kaum so trennscharf abgrenzen. Für unsere Zwecke erweitern wir die Definition von Risiken daher um solche Tatbestände, bei denen plausible Annahmen über die Wahrscheinlichkeitsverteilung gemacht werden können.

Die Auswirkung von Unsicherheit dürfte bei unternehmerischen Investitionen besonders ausgeprägt sein. Wegen der langen Zeit bis zur Amortisation und der hohen Kosten des Abbruchs eines Investitionsvorhabens sind belastbare Prognosen z.B. künftiger Absatzmengen nötig. Wird die Unsicherheit zu groß, kann es für Unternehmen attraktiv sein, gerade größere Investitionsprojekte aufzuschieben oder zu beschneiden, um mögliche Verluste zu begrenzen. Steigt die Sorge, dass Gewinnziele deutlich verfehlt werden, können diese Projekte auch komplett unterlassen werden.

Trotz einer Ende 2016 leicht überdurchschnittlichen Kapazitätsauslastung erwarten wir daher 2017 rückläufige (private) Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland – eine deutlich vorsichtigere Einschätzung als bei vielen anderen Prognostikern. Im Gegensatz dazu entfällt ein großer Teil des privaten Konsums auf Güter des täglichen Bedarfs und ist damit nur bedingt aufschiebbar.

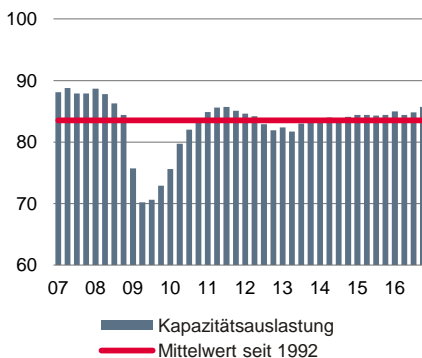
Angesichts ihrer derzeitigen Relevanz werden wir uns im Folgenden auf **gesamtwirtschaftliche und politische Unsicherheiten** konzentrieren. Zu den in den letzten Jahren vielfach diskutierten Unsicherheiten gehören z.B. ein mögliches „Hard Landing“ in China sowie ein Zusammenbruch der E(W)U. Im letzten Jahr kamen der Brexit und die eingetrübten Aussichten für den globalen Freihandel hinzu. Die ausgeprägte Abhängigkeit der deutschen Wirtschaft vom Welthandel, die Integration in globale Wertschöpfungsketten und die erheblichen deutschen Auslandsinvestitionen machen solche Unsicherheiten für Deutschland und deutsche Unternehmen im besonderen Maße relevant.

Davon abzugrenzen sind **klassische unternehmerische Investitionsrisiken**. Zu diesen zählen wir z.B. Nachfrageschwankungen im Zuge „normaler“ Konjunkturzyklen. Zudem können sich Kundenpräferenzen anders als erwartet entwickeln. Auch der technologische Wandel und das politisch-regulatorische Umfeld können die Entwicklung einzelner Produkte und Sektoren beeinflussen. Diese Risiken gab es immer, und Unternehmen werden für das Tragen dieser Risiken durch die Chance entlohnt, Gewinne zu erzielen.

Auslastung liegt leicht über dem langjährigen Durchschnitt

1

Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland, %

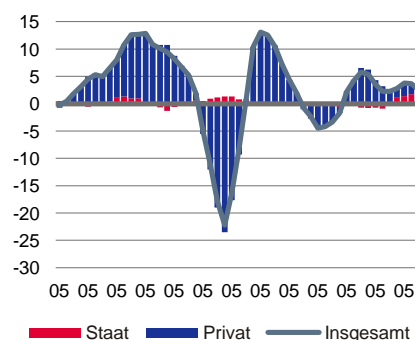


Quelle: ifo Institut

Staatliche Ausrüstungsinvestitionen zuletzt wichtiger

2

Beitrag zu Ausrüstungsinvestitionen, gg. Vj., real, 4Q-Schnitt, %-Punkte



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

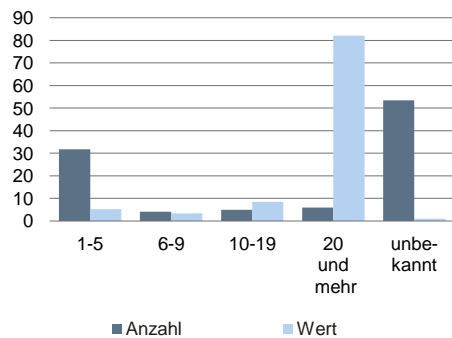


Unsicherheit bremst Investitionen aus

Große Exporteure mit vielen Handelsbeziehungen

3

Anteil der exportierenden Unternehmen nach Anzahl der Partnerländer, %



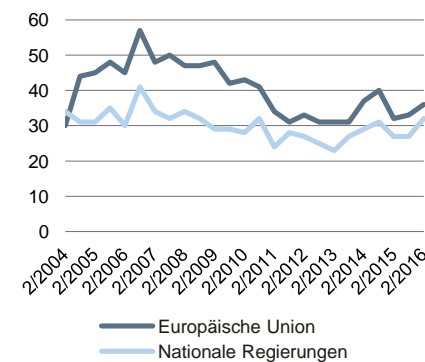
Hoher Anteil von "unbekannt" aufgrund von Intra-EU-Handel, bei dem Meldegrenze unterschritten wird. Wertmäßiger Anteil dieser Unternehmen aber gering.

Quelle: Statistisches Bundesamt

Gesunkenes Vertrauen

4

Anteil der Befragten mit Vertrauen in..., % EU

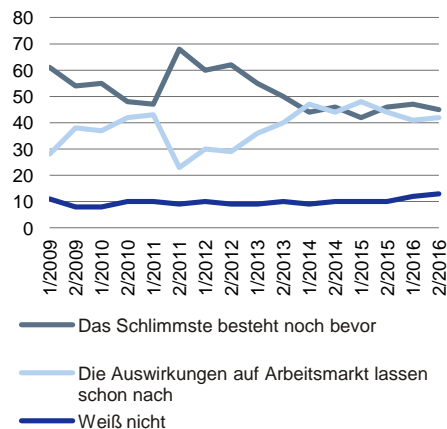


Quelle: EU-Kommission (Eurobarometer 86, 2016)

Bürger glauben an noch schlimmere Arbeitsmarktlage

5

Anteil der Befragten, %, EU



Quelle: EU Kommission (Eurobarometer 86, 2016)

Hohes Unsicherheitsniveau: Ausmaß und Komplexität treiben

Wir sehen mehrere Aspekte, die derzeit im Zusammenspiel für ein deutlich höheres Unsicherheitsniveau sorgen, als dies in den Jahren zwischen dem Fall des Eisernen Vorhangs und der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise der Fall war, als u.a. die Integration der Schwellen- und Entwicklungsländer in den Welthandel der Weltwirtschaft einen strukturellen Wachstumsschub gab.

- Der wichtigste Faktor ist unseres Erachtens, das **Ausmaß** der potenziellen Auswirkungen auf Deutschland, falls die Unsicherheiten eintreten. So betreffen sie vor allem Deutschlands wichtigste Handelspartner und brächten zum Teil erhebliche Strukturbrüche mit sich: Die wirtschaftlichen Folgen der US-Präsidentschaft Trumps für Deutschlands größten Waren-Exportmarkt (Rang 1, Januar bis Oktober 2016) sind z.B. bislang noch unklar. Die Wahlkampfaussagen Trumps trüben aber neben anderen Faktoren die Aussichten für den freien Welthandel ein. Nach der Brexit-Entscheidung ist derzeit völlig unklar, wie die künftigen Handelsbeziehungen und die politische Kooperation zwischen der EU und UK (Rang 3) aussehen werden. Mit Wahlen in den Niederlanden (Rang 4), Frankreich (Rang 2) und Deutschland ist der politische Kalender in Europa 2017 gut gefüllt; die politischen Ränder dürften jeweils Zulauf erfahren und Sorgen um die Einheit in Europa verstärken, nicht zuletzt da die Abstimmungsergebnisse 2016 gezeigt haben, dass etablierte Kräfte trotz Umfragevorsprung verloren haben. Belastbare Umfragen hatten solche Wahlen bisher eher zu Risiken statt Unsicherheiten gemacht. Vorgezogene Wahlen sind zudem in UK, Italien (Rang 6) und auch Spanien (Rang 11) nicht auszuschließen. Dies würde Wahlen in den sechs größten Volkswirtschaften der EU bedeuten. Ein mögliches Platzen der Immobilienblase in China (Rang 5) hätte wohl globale Auswirkungen.
- Hinzu kommt, dass die **Zahl** der Unsicherheiten seit Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 deutlich zugenommen hat. Zwar treten sie nach einer Phase der großen öffentlichen Aufmerksamkeit häufig wieder in den Hintergrund (z.B. Griechenland, hohe europäische Staatsschulden, Target2-Salden); tatsächlich verschwunden sind sie aber deswegen zumeist nicht.
- Ein wichtiger Aspekt ist ferner die **Globalisierung** der letzten Jahrzehnte; sie hat die Auswirkungen von Unsicherheit erheblich verstärkt. Denn nationale ökonomische und politische Schocks und Unsicherheit strahlen schneller in den Rest der Welt aus. Über die internationalisierten Wertschöpfungsketten sind die negativen Effekte rasch am anderen Ende der Welt spürbar. Exportierende Unternehmen sind zudem auf immer mehr Märkten gleichzeitig aktiv, was die **Komplexität** ihrer Entscheidungen erhöht. So exportieren 5% der deutschen Exporteure in 10 bis 19 Länder und weitere 6% sogar in mehr als 20 unterschiedliche Länder. Diese 6% der Unternehmen stehen für 82% der Ausfuhren. Das hohe **Tempo** der Informationsverbreitung lässt Entscheider zudem schneller auf Unsicherheiten aufmerksam werden.
- Der **Mangel an Vertrauen** in die (Lösungskompetenz der) Politik trägt wohl ebenfalls zur Investitionszurückhaltung bei, da dies die erwarteten negativen Auswirkungen bei Eintritt der Unsicherheiten erhöht. Laut der regelmäßig durchgeführten Eurobarometer-Umfrage der EU-Kommission äußern nur 36% der EU-Bürger Vertrauen in die EU (2008: 50%). Das Vertrauen in die nationalen Regierungen ist ebenfalls gesunken, war aber schon vor Ausbruch der Krise niedrig. Trotz der graduellen Erholung des europäischen Arbeitsmarkts antworteten Mitte 2016 immer noch 45% der Befragten, dass das Schlimmste für den Arbeitsmarkt noch bevorsteht; nur 42% sahen das Gegenteil als wahrscheinlicher. Dies sind zwar Umfragen unter allen Bürgern und nicht speziell bei Unternehmern; dennoch ist dies zumindest ein Fingerzeig, wie groß die Unsicherheit sein dürfte, auch wenn sich die Umfrageergebnisse in beiden Fällen zuletzt leicht verbessert haben.



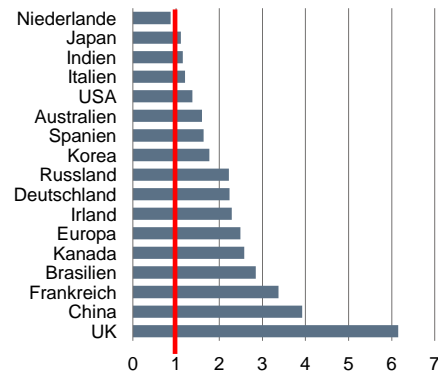
Unsicherheit bremst Investitionen aus

Unsicherheit: Vier Typen von Indikatoren geben Anhaltspunkte

Unsicherheit über Vorkrisenstand

6

Wirtschaftspolitische Unsicherheit; Durchschnitt 2016 relativ zu Durchschnitt 1997-2007



Quellen: www.PolicyUncertainty.com, Deutsche Bank Research

Unsicherheit zeichnet sich gerade dadurch aus, dass sie selbst und damit die potenziellen Auswirkungen nicht quantifizierbar sind. Es gibt allerdings einige Indikatoren, die zusammengenommen belastbare Rückschlüsse auf die Auswirkungen der Unsicherheit auf die Investitionstätigkeit zulassen. Wir sehen vier Haupttypen für diese Indikatoren, die auf unterschiedlichen Datenquellen basieren und auf verschiedene Arten von Unsicherheit abstellen.¹

Nachrichtenbasierte Indikatoren

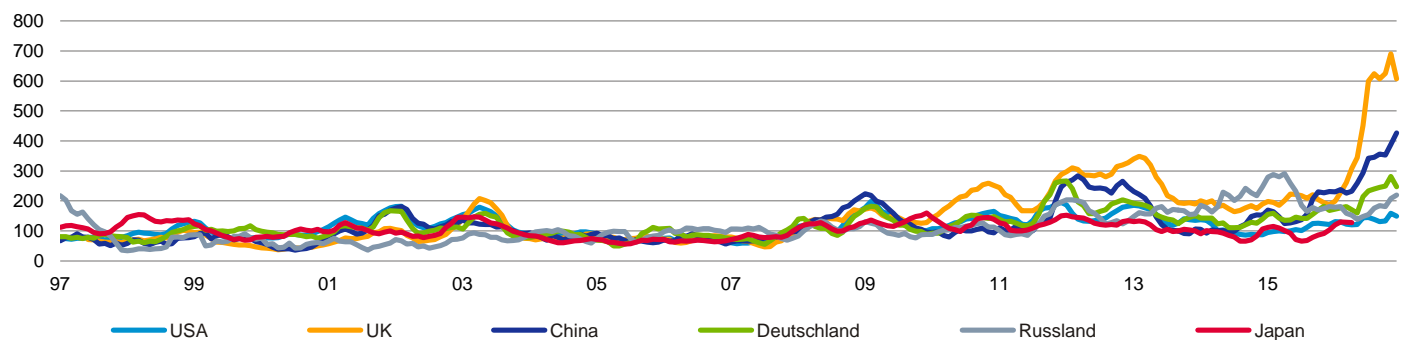
Ein Index zur wirtschaftspolitischen Unsicherheit², der auf der Analyse von Nachrichtenartikeln basiert, erlangte zuletzt zunehmende Aufmerksamkeit. Dies lag nicht zuletzt daran, dass die so gemessene Unsicherheit vor allem in Europa in den letzten Monaten teilweise historische Höchststände erreicht hatte. Den höchsten Stand erreichte das Maß in Großbritannien angesichts der Unsicherheit über das Ergebnis des Referendums über den Brexit und den darauf folgenden Ausgang der Verhandlungen des Landes mit der EU. Im Juni, dem Monat des Referendums, lag die Unsicherheit zehnmal so hoch wie vor der Krise.

Auch in Deutschland hat der Brexit zusammen mit dem beginnenden Wahlkampf vermutlich zum kräftigen Unsicherheitsschub beigetragen. Im Schnitt der letzten Monate war die Unsicherheit in Deutschland so hoch wie zuletzt 2012 zur Hochzeit der Euro-Krise und mehr als doppelt so hoch wie vor der Krise. Seit dem Hoch im Juni/Julii ist die Unsicherheit global wieder etwas zurückgegangen; sie bleibt aber weit über dem langjährigen Durchschnitt. In den USA war die gemessene Unsicherheit in den letzten Monaten hingegen trotz des US-Wahlkampfs nur leicht erhöht.

Wirtschaftspolitische Unsicherheit vor allem in Europa hoch

7

6-Monatsschnitt



Quellen: "Measuring Economic Policy Uncertainty" by Scott R. Baker, Nicholas Bloom and Steven J. Davis at www.PolicyUncertainty.com, Deutsche Bank Research

Für nachrichtenbasierte Unsicherheitsindikatoren werden Nachrichtenartikel auf Schlüsselworte hin durchsucht, die einzeln und/oder in Kombination verwendet werden. Dazu könnten z.B. die Begriffe Unsicherheit, Wirtschaft, Regulierung, Gesetzgebung und Parlament gehören. Der zuvor zitierte Index setzt die Anzahl der so identifizierten Artikel in Relation zur absoluten Anzahl erschienener Artikel. Diese Indizes können Episoden mit erhöhter Unsicherheit offenbar recht gut identifizieren. So sind die größeren Ausschläge des Index für Deutschland klar einzelnen politischen und wirtschaftlichen Ereignissen zuzuordnen.

¹ Macroeconomic uncertainty: What is it, how can we measure it and why does it matter? (2013). Quarterly Bulletin 2013 Q2. Bank of England. <http://www.policyuncertainty.com/>

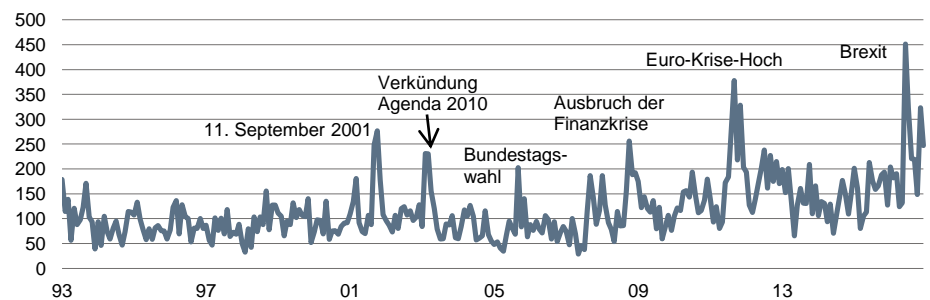
² Measuring Economic Policy Uncertainty (2016). Scott R Baker, Nicholas Bloom, Steven J. Davis. 10. 03.2016.



Unsicherheit bremst Investitionen aus

Nachrichtenbasierter Unsicherheitsindex für Deutschland

8



Quelle: "Measuring Economic Policy Uncertainty" by S. R. Baker, N. Bloom and S. J. Davis at www.PolicyUncertainty.com

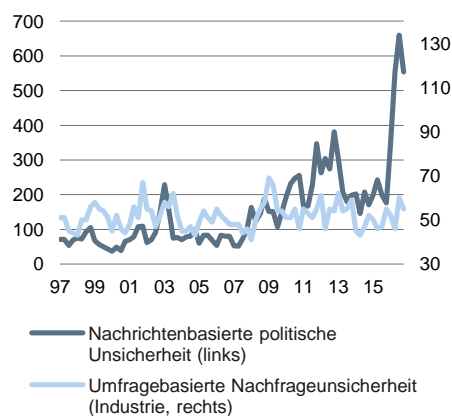
Solche nachrichtenbasierte Indikatoren unterliegen hinsichtlich ihrer Relevanz für die (kurzfristigen) Investitionsaussichten einigen Beschränkungen. Dazu zählt die Auswahl der analysierten Worte. Der von uns beschriebene Indikator setzt bei seiner Auswahl der Schlagworte beispielsweise den Schwerpunkt auf wirtschaftspolitische Unsicherheit. Globale Wachstumsrisiken – relevant für die deutsche Exportindustrie – könnten dementsprechend möglicherweise unterzeichnet werden. Zudem ist es ein Indikator für die Breite der Aufmerksamkeit bzw. Unsicherheit. Daher könnte z.B. die Flut an Artikeln zu den Risiken des Brexit, die zu einem Anstieg des Unsicherheitsindikators auf historische Hochs geführt hat, die kurzfristigen Investitionsimplikationen überzeichnen; denn der Brexit-Prozess ist auf mindestens zwei Jahre angelegt, und zumindest Ersatzinvestitionen dürften weniger stark belastet werden.

Umfragebasierte Indikatoren

Divergierende Signale über Unsicherheit post-Brexit

9

Großbritannien



Quellen: CBI, Deutsche Bank Research, www.PolicyUncertainty.com

Eine Alternative zu den nachrichtenbasierten Indikatoren sind jene, die auf Umfragen zurückgreifen. Aufgrund ihrer Regelmäßigkeit sind vor allem die in sehr vielen Ländern monatlich durchgeführten Konjunkturumfragen unter Unternehmen und Verbrauchern relevant. Dabei gibt es direkte Unsicherheitsumfragen. In Großbritannien werden Unternehmen z.B. regelmäßig direkt nach den Faktoren gefragt, die ihre Investitionen bremsen; Unsicherheit ist eine der Antwortmöglichkeiten. Deutlich verbreiteter sind Umfragedaten, die man zumindest indirekt als Unsicherheitsmaße definieren kann. In Deutschland sind dabei vor allem der ifo-Index und seine Erwartungskomponente zu nennen.

In Großbritannien zeigen sich hinsichtlich des Umfangs der Unsicherheit beim umfragebasierten Indikator deutliche Unterschiede zur nachrichtenbasierten wirtschaftspolitischen Unsicherheit. Der Anstieg und das Niveau der Unsicherheit sind aufgrund der Nachrichtenflut deutlich höher, als es die befragten Unternehmen mit Blick auf ihre Investitionsaktivitäten einschätzen. Die Veränderungsraten der beiden Indikatoren zeigen jedoch seit 2012 einen deutlichen Gleichlauf, was zumindest dafür spricht, dass politische Unsicherheit gerade in Europa seit 2012 eine größere Rolle für Unternehmen spielt.

Bei Umfragen, die nicht direkt nach dem Grad oder den Auswirkungen von Unsicherheit fragen, muss man indirekte Schlüsse ziehen. So ist ein steigender oder sinkender ifo-Index nicht per se mit außergewöhnlicher Unsicherheit jenseits normaler Konjunkturschwankungen verbunden. Allerdings gibt es mehrere Möglichkeiten, die Daten in Maße für Unsicherheit umzurechnen:

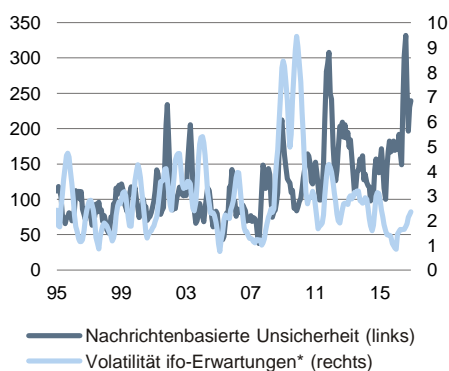
- Eine ansteigende **Volatilität der ifo-Erwartungen** kann z.B. darauf hindeuten, dass Erwartungen innerhalb kurzer Zeit revidiert werden müssen, weil sie sich als falsch bzw. übertrieben herausstellen, sobald mehr Informationen zur Verfügung stehen. Umfragen wie jene vom ifo-Institut, die explizit nach den Erwartungen fragen, lassen sich für solche indirekten Unsicherheits-



Unsicherheit bremst Investitionen aus

Deutlich höhere Korrelation vor Krise

10



* über die letzten 12 Monate

Quellen: Deutsche Bank Research, ifo, Haver

maße besser verwenden als z.B. die Einkaufsmangerindizes (PMIs), die vor allem die Entwicklung konkret messbarer Indikatoren (wie der tatsächlichen Produktion) im Monat der Umfrage umfassen. Die monatliche Konjunkturumfrage der EU-Kommission beinhaltet ebenfalls einige Fragen zu Erwartungen. Diese Daten können dementsprechend auch auf die hier dargestellten Arten transformiert werden.

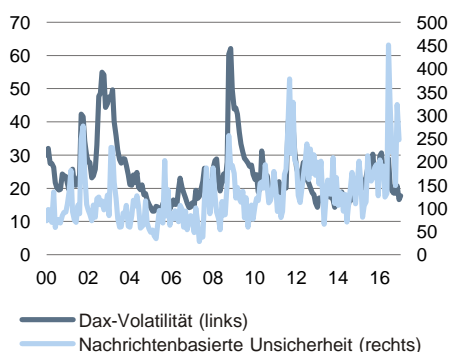
— Ein weiteres Unsicherheitsmaß könnte die **Korrelation zwischen den saison- sowie den nicht-saisonbereinigten ifo-Erwartungen** z.B. über die letzten 24 Monate sein. Je stärker die Veränderungen bei den Erwartungen vom üblichen Saison- und Trendprofil abweichen, umso schwächer ist die Korrelation zwischen den beiden Indizes. Damit ist dies ein Maß für die beim ifo-Institut als irreguläre Komponente bezeichnete Größe. Stärkere Ausschläge lassen die Korrelation zusammenbrechen und könnten ein Zeichen für (neue) Unsicherheiten sein. Im September 2016 stiegen beispielsweise die ifo-Erwartungen nicht-saisonbereinigt kräftig an um 2,5 Indexpunkte, was wir als Gegenbewegung zum deutlichen Rückgang im Vormonat, der vermutlich dem Brexit geschuldet war, interpretiert haben. Im langfristigen Durchschnitt schlägt im September aber üblicherweise ein Rückgang um etwa einen Indexpunkt zu Buche. Dies trug zum erheblichen Anstieg der publizierten Erwartungen bei.

— Das letzte auf den ifo-Daten basierende Unsicherheitsmaß, das wir hier beschreiben, ist die **Diskrepanz zwischen den ifo-Erwartungen und der einige Monate später herrschenden Geschäftslage**. Bei normalen Konjunkturschwankungen haben Unternehmer genügend Erfahrungswerte, wie sich ihre Geschäftslage verändern wird. Bei hoher Unsicherheit hingegen gelingt ihnen dies in viel geringerem Maße. So bestand in den letzten 24 Monaten sogar ein negativer Zusammenhang zwischen den niedrigen Erwartungen zur künftigen sowie der fünf Monate später realisierten Geschäftslage; in den 1990er Jahren lag der Gleichlauf meist bei über 80%.³ Dies ist allerdings ein nachlaufender Indikator, da hier die aktuelle Lage mit den Erwartungen von vor einigen Monaten verglichen und somit keine Information zum Umfang der Unsicherheit am aktuellen Rand geliefert wird.

Finanzmarktbasierende Indikatoren

Dax Volatilität und politische Unsicherheit in Krise mit engem Gleichlauf

11



Quellen: Deutsche Bank Research, Bloomberg Finance LP, Haver

Bewegungen an Finanzmärkten können ebenfalls wertvolle Hinweise auf die herrschende Unsicherheit geben. Bei Bewertungen von Finanzmarktwerten, z.B. bei Aktienkursen, ist prinzipiell anzunehmen, dass die Kurse den zum jeweiligen Zeitpunkt vorhandenen Kenntnisstand und die (durchschnittlichen) Erwartungen der handelnden Akteure an die Zukunft reflektieren. Wenn Finanzmärkte stark schwanken bzw. die Schwankung zunimmt, kann dies ein Zeichen dafür sein, dass die Erwartungen sehr häufig und/oder deutlich revidiert werden müssen, was für eine hohe Unsicherheit spricht. Üblicherweise wird die Volatilität von Aktien- oder Währungsmärkten herangezogen, um die Unsicherheit zu messen. Für Deutschland zeigt das Niveau der impliziten Dax-Volatilität einen recht engen Zusammenhang mit der nachrichtenbasierten Unsicherheit.

³ Langfristig zeigt sich, dass die ifo-Geschäftserwartungen einen Vorlauf von fünf Monaten gegenüber der realisierten Einschätzung der Geschäftslage aufweisen.



Unsicherheit bremst Investitionen aus

Prognosebasierte Indikatoren

Ein letzter Unsicherheitsindikator, den wir hier skizzieren, basiert auf der Analyse von Prognosen. Prognostiker versuchen, alle relevanten vorhandenen Informationen zu bewerten und in ihre Prognosen einzubeziehen. Je unsicherer die Lage ist, desto größer dürften die Unterschiede bei der Bewertung durch die Prognostiker sein. Daher ist die Streuung der Prognosen – wie weit unterschiedliche Prognosen z.B. zum BIP-Wachstum auseinanderliegen – ein Maß für Unsicherheit.

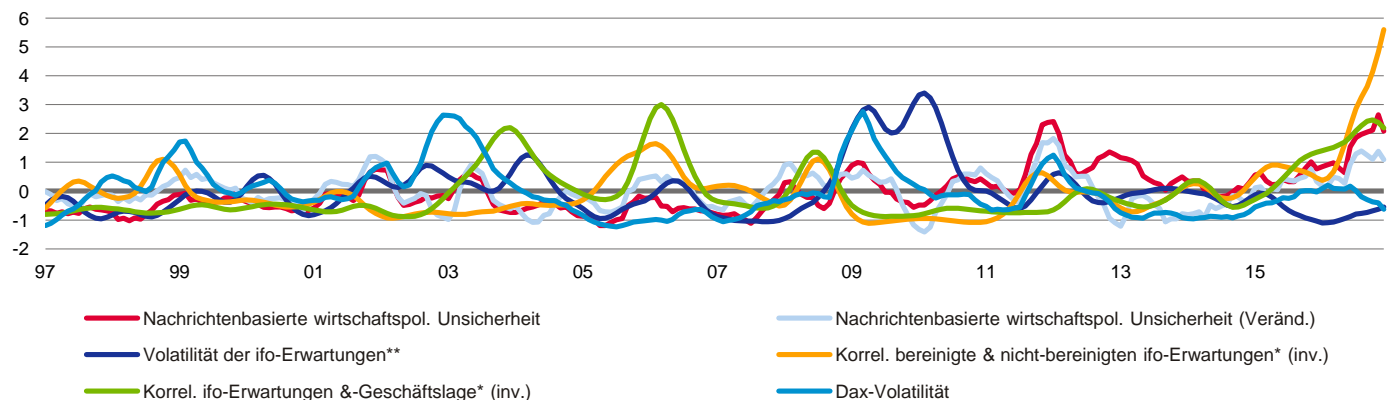
Ein Problem eines solchen Indikators könnte im jetzigen Umfeld allerdings darin bestehen, dass das extreme Maß an Unsicherheit Prognostiker dazu verleitet, sich nicht (zu) weit von den durchschnittlichen Prognosen zu entfernen bzw. die Prognosen nicht anzupassen. Die zuvor zitierte Studie der Bank of England zeigt zudem, dass dieses Maß eine geringe Korrelation mit den anderen Maßen aufweist. Die Frequenz, mit der makroökonomische Prognosen angepasst werden, ist außerdem nicht sehr hoch, und das Maß ist nicht für jeden Beobachter leicht nachzubauen. Wir werden dieses Maß daher nicht weiter untersuchen.

Letztlich kann es nicht den einen richtigen Indikator für Unsicherheit geben. Dazu sind die Einflussfaktoren zu vielfältig und die Datenbasis der Indikatoren zu unterschiedlich. Die Tatsache, dass die vorgestellten Unsicherheitsindikatoren untereinander eine – gemessen an der Unterschiedlichkeit der Indikatoren – durchaus hohe Korrelation aufweisen, stützt zumindest die Auffassung, dass sie Informationen zum gleichen Faktor – nämlich Unsicherheit – enthalten.

Unsicherheitsindikatoren zuletzt vielfach auf extremen Niveaus

12

Normalisierte Daten, gl. 6-Monats-Schnitt, höher = höhere Unsicherheit



*letzte 24 Monate; **letzte 12 Monate

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

Hohe (politische) Unsicherheit dürfte Investitionen dämpfen

Um die Implikationen der unterschiedlichen Unsicherheitsmaße für die Investitionen zu analysieren, berechnen wir das Bestimmtheitsmaß. Das ist der prozentuale Anteil der Investitionsschwankungen, der allein durch die unterschiedlichen Unsicherheitsmaße erklärt werden kann.⁴ Wir werden uns dabei auf die Analyse des Zusammenhangs mit den deutschen Ausrüstungsinvestitionen beschränken. Diese sind am stärksten durch Unternehmensentscheidungen geprägt, vor allem von der exportabhängigen Industrie. Zudem ist es die volatils-

⁴ Angesichts der Volatilität der Maße berechnen wir diese als Quartalsdurchschnitt sowie als Durchschnitt der letzten vier Quartale. Insgesamt zeigt sich bei den geglätteten Zeitreihen ein deutlich größerer Erklärungsgehalt.



Unsicherheit bremst Investitionen aus

te Komponente des BIP. Im Gegensatz dazu sind die Bauinvestitionen stärker durch die privaten Haushalte und den Staat geprägt. Außerdem haben Bauprojekte zumeist längere Planungs- und Durchführungszeiten, und ein Abbruch ist häufig extrem kostenintensiv. Daher dürfte Unsicherheit hier kurzfristig weniger entscheidend sein.

Insgesamt zeigt sich, dass die von uns vorgestellten Unsicherheitsmaße zum Teil einen recht hohen Erklärungsgehalt für das Investitionswachstum aufweisen. Zudem zeigt sich, dass der Zusammenhang seit Beginn der Krise deutlich stärker ausfällt als in den Jahren zuvor. Dabei weisen die Indikatoren meist einen Vorlauf von einigen (1 bis 4) Quartalen auf. Die Volatilität der ifo-Erwartungen und das Niveau der Dax-Volatilität weisen einen recht stabilen Zusammenhang mit den Investitionen auf. Im Folgenden werden wir uns daher auf die Veränderung der nachrichtenbasierten Unsicherheit, die Volatilität der ifo-Erwartungen⁵ und die Veränderung der Dax-Volatilität konzentrieren.

Unsicherheit & Ausrüstungsinvestitionen

13

Deutschland, Quartalschnitt der Unsicherheitsmaße & Wachstumsrate der Ausrüstungsinvestitionen gg. Vj.

	Tatsächliche Werte					
	1997-2016		1997-2007		2008-2016	
	R ²	Vor- (-) / nachlaufend (+) ^{***}	R ²	Vor- (-) / nachlaufend (+) ^{***}	R ²	Vor- (-) / nachlaufend (+) ^{***}
Wirtschaftspol. Unsicherheit (Niveau)	0.15	-3	0.23	-2	0.05	-3
Wirtschaftspol. Unsicherheit (Veränd. gg. Vj.)	0.11	-4	0.04	-2	0.18	-4
Volatilität der ifo-Erwartungen ^{**}	0.45	1	0.33	1	0.46	1
Korrelation der ifo Erwartungen (nsb. & sb. Werte) ^{****}	0.13	-1	0.30	-2	0.26	-5
Korrelation der ifo-Erwartungen & ifo-Geschäftslage ^{****}	0.03	-1	0.05	-4	0.43	-5
Dax-Volatilität (Niveau)	0.21	-1	0.28	2	0.38	-1
Dax-Volatilität (Veränd. gg. Vj.)	0.13	-3	0.03	1	0.34	-3
Zusammengesetzt* (verzögerte Werte)	0.47	0	0.25	2	0.63	0
Zusammengesetzt* (gleiches Quartal)	0.25	-1	0.13	0	0.31	-1

	4-Quartalsdurchschnitt					
	1997-2016		1997-2007		2008-2016	
	R ²	Vor- (-) / nachlaufend (+) ^{***}	R ²	Vor- (-) / nachlaufend (+) ^{***}	R ²	Vor- (-) / nachlaufend (+) ^{***}
Wirtschaftspol. Unsicherheit (Niveau)	0.24	-3	0.51	-3	0.08	-3
Wirtschaftspol. Unsicherheit (Veränd. gg. Vj.)	0.24	-4	0.05	-3	0.43	-4
Volatilität der ifo-Erwartungen ^{**}	0.57	1	0.47	0	0.59	1
Korrelation der ifo Erwartungen (nsb. & sb. Werte) ^{****}	0.25	0	0.45	-2	0.29	-5
Korrelation der ifo-Erwartungen & ifo-Geschäftslage ^{****}	0.03	-1	0.07	-4	0.42	-4
Dax-Volatilität (Niveau)	0.28	-1	0.34	1	0.58	-2
Dax-Volatilität (Veränd. gg. Vj.)	0.18	-3	0.05	0	0.63	-3
Zusammengesetzt* (verzögerte Werte)	0.52	0	0.23	1	0.76	0
Zusammengesetzt* (gleiches Quartal)	0.39	-1	0.24	-1	0.49	-2

* ungewichteter Durchschnitt der normalisierten Werte der wirtschaftspolitischen Unsicherheit (Veränderung), der Volatilität der ifo-Erwartungen und der Dax-Volatilität (Veränderung);
** in den letzten 12 Monaten; *** in Quartalen; **** in den letzten 24 Monaten

Quellen Deutsche Bank Research, Haver, ifo, Bloomberg, Statistisches Bundesamt

Da aktuelle politische Risiken dominieren, dürfte der nachrichtenbasierte Indikator derzeit der relevanteste sein; sein extremes hohes Niveau und der kräftige Anstieg der letzten Quartale sind wichtige Warnsignale und würden für sich genommen mit einem Rückgang der Investitionen im zweistelligen Prozentbereich konsistent sein. Während vor der Krise das Niveau der wirtschaftspoliti-

⁵ Bei den umfragebasierten Daten werden wir die zwei Maße, die auf dem Zusammenhang zwischen den bereinigten und nicht bereinigten ifo-Erwartungen und dem Zusammenhang zwischen den Erwartungen und der später realisierten Geschäftslage laut ifo-Daten beruhen, nicht mehr weiter verfolgen, da die Korrelation mit dem Investitionswachstum über die Zeit nicht stabil ist.

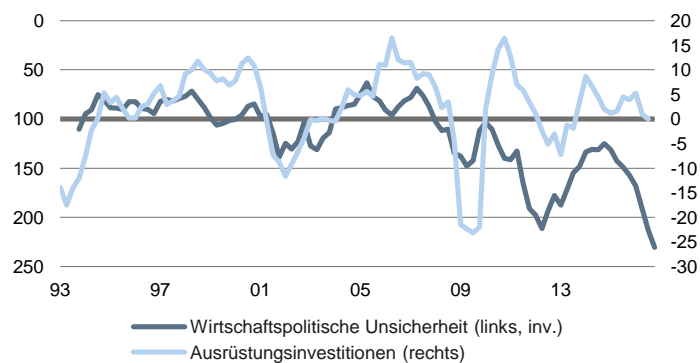


Unsicherheit bremst Investitionen aus

schon Unsicherheit einen hohen Gleichlauf mit der Investitionsdynamik aufwies, war es seit 2008 die Veränderung der Unsicherheit mit einem Vorlauf von vier Quartalen, die ein überraschend hohes Maß der Investitionsschwankungen erklären konnte. Dies könnte die Verlässlichkeit dieses Indikators reduzieren.

Hohes Niveau an politischer Unsicherheit dämpft Investitionen ... 14

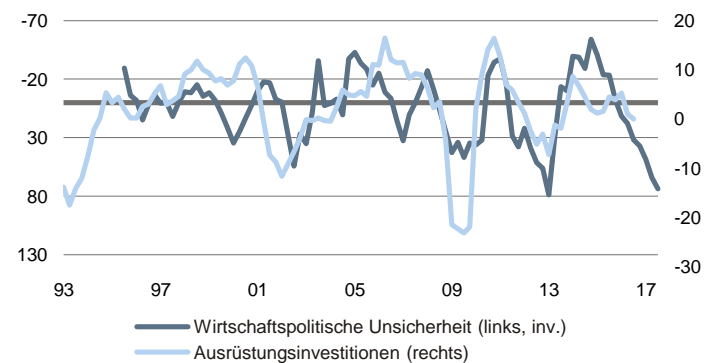
Index, 4Q-Schnitt (links); % gg. Vj. real (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, "Measuring Economic Policy Uncertainty" by S. Baker, N. Bloom & S. Davis

... und Brexit-getriebener Anstieg sorgt für Risiken 15

Veränd. gg. Vj., Indexp., 4Q-Schnitt, 3Q vorgeschoben (l.); % gg. Vj. (r.)

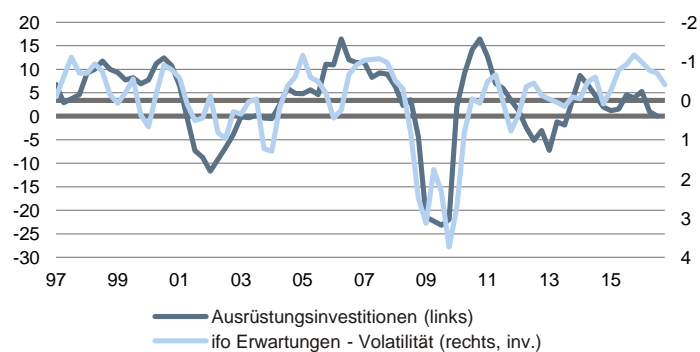


Quellen: Statistisches Bundesamt, "Measuring Economic Policy Uncertainty" by S. Baker, N. Bloom & S. Davis

Die Volatilitäten der ifo-Erwartungen und des Dax befinden sich dagegen derzeit nicht auf außergewöhnlich hohen Niveaus und deuten im Fall der rückläufigen Dax-Volatilität sogar auf sich kräftig beschleunigende Investitionen hin. Während die wirtschaftspolitische Unsicherheit aufgrund des hohen medialen Interesses am Brexit und der US-Wahl die kurzfristigen Implikationen für die Investitionen überzeichnet, dürften die beiden anderen Indikatoren derzeit die Unsicherheit unterzeichnen.

Wenig volatile ifo-Erwartungen geben kurzfristig Entwarnung 16

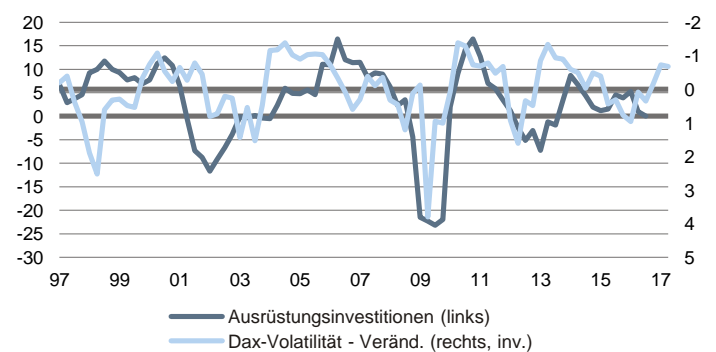
% gg. Vj., real (links); Stand.-abw. letzte 12 Monate (rechts)



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt, IFO

Fallende Dax-Volatilität = steigende Investitionen? 17

% gg. Vj., real (links); % gg. Vj. implizite Volatilität, optionsbasiert (VDax, rechts)



Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt, Bloomberg Finance LP

Das Niveau der Volatilität der ifo-Erwartungen hat zuletzt von einem außergewöhnlich niedrigen Niveau deutlich zugenommen; nicht zuletzt aufgrund des Brexit-Effekts. Dass aktuelle politische Risiken (z.B. Brexit) eher mittel- bis langfristige Auswirkungen haben dürften, während die ifo-Umfrage nur die Erwartungen auf die nächsten sechs Monate abfragt, könnte beim niedrigen Niveau eine Rolle spielen. Daher werden die Nachfrageaussichten aktuell nicht stark adjustiert; Unternehmen könnten aufgrund der ausgeprägten mittelfristigen Unsicherheit aber dennoch Investitionspläne adjustieren. Bei der Aktienmarktvolatilität haben unsere Aktienstrategen darauf hingewiesen, dass das absolute Niveau der Volatilität zwar gering ist, es allerdings häufige Ausschläge gibt. Die Politik wichtiger globaler Zentralbanken, die mit ihren Maßnahmen sehr hohe Liquidität in die Finanzmärkte gebracht haben, dürfte auch eine erhebliche Rolle gespielt haben.

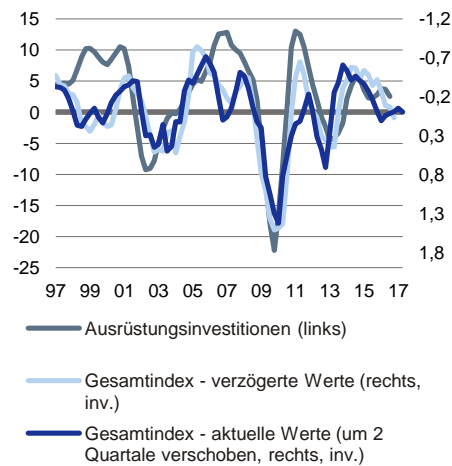


Unsicherheit bremst Investitionen aus

Keine rosigen Aussichten für Investitionen

18

% gg. Vj., real (links); Standard. Mittelwert (rechts); beides 4Q-Schnitt



Gesamindex: Mittelwert der standardisierten nachrichtenbasierten, umfragebasierten (Volatilität der ifo-Erwartungen) und finanzmarktbasieren (Veränd. VDax) Unsicherheitsindikatoren.

Quellen: Deutsche Bank Research, Statistisches Bundesamt

Keiner der Unsicherheitsindikatoren ist ohne Probleme. Sie stellen aufgrund ihrer methodischen Ansätze auf unterschiedliche Unsicherheiten ab und können daher nicht zu jeder Zeit ein adäquates Bild der gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen geben. Daher errechnen wir aus den drei vorgenannten Maßen zwei zusammengesetzte Indikatoren. Zum einen errechnen wir den ungewichteten Durchschnitt der normalisierten Werte aus dem jeweils aktuellen Quartal; zum anderen einen Index, bei dem wir die Vorlaufeigenschaften der einzelnen Indikatoren beachten. Ersterer weist in der Zeit seit der Krise einen ähnlich hohen Gleichlauf mit den Investitionen auf wie die einzelnen Indikatoren bei einem Vorlauf von zwei Quartalen. Letzterer hat aufgrund des Eingehens verzögerter Werte der Unsicherheitsmaße zwar keinen Vorlauf; dafür erklärt er aber über 70% der Investitionsdynamik. Insbesondere aufgrund der hohen politischen Unsicherheit deuten beide zusammengesetzten Indikatoren auf eine Verlangsamung des ohnehin schwachen Wachstumstempos der Ausrüstungsinvestitionen hin.

Wichtige internationale Unsicherheiten

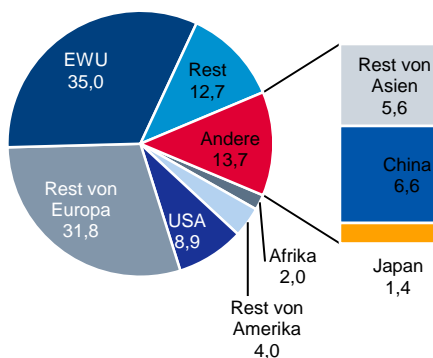
Globalisierung: Plateau erreicht oder Sprung von der Klippe?

Der Welthandel ist seit 2012 nur in etwa so schnell gewachsen wie das globale BIP. In den Dekaden zuvor expandierte der Welthandel im Schnitt stets sehr viel stärker als die Weltwirtschaft. Dies war einer der Haupttreiber für die deutsche Exportstärke, was auch die heimischen Investitionen stimuliert hat. Unseres Erachtens liegt die relative Handelsschwäche vor allem an strukturellen Veränderungen und dürfte durch eine anhaltende Erholung der Weltwirtschaft nur teilweise gelindert werden.⁶ Sollte sich diese strukturelle Schwäche – wie von uns erwartet – in den nächsten Jahren fortsetzen, müssten viele Exporteure vermutlich ihre langfristigen Absatzerwartungen anpassen. Dies ist keine Unsicherheit, sondern eine belastbare Erwartung.

Deutsche Exporte: Asien wichtiger als USA

19

Anteil an gesamten Warenexporten, 2015, %



Quellen: Deutsche Bank Research, Deutsche Bundesbank

Zur Unsicherheit wird das Thema durch die zunehmende politische und gesellschaftliche Kritik am globalen Freihandel und dem freien Waren-, Personen- und Kapitalverkehr in Europa. Tatsächlich hat sich seit dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise 2008 die Zahl der Handelsbeschränkungen in den G20-Staaten fast vervierfacht, und die Aussichten auf Fortschritte in der Zukunft haben sich zuletzt stark eingetrübt. Donald Trump, der gewählte künftige US-Präsident, hat angekündigt, sich von den Verhandlungen über die Transpazifische Partnerschaft (TPP) zurückzuziehen; es wird zunehmend über einen „Handelskrieg“ mit China spekuliert. Auch wenn die Wahrscheinlichkeit einer solchen Eskalation gering ist, hätte Donald Trump als US-Präsident viele Möglichkeiten, Freihandelsabkommen unilateral zu unterminieren. Öffentliche Aussagen von beiden Seiten des Atlantiks deuten zudem darauf hin, dass die Transatlantische Handels- und Investitionspartnerschaft (TTIP) auf absehbare Zeit nicht zustande kommt. Ein wichtiger Grund für das Ergebnis der Brexit-Abstimmung dürfte die Skepsis gegenüber dem freien Personenverkehr innerhalb der des Schengen-Raums gewesen sein.

Insgesamt sind damit die Unsicherheiten über das weitere Tempo – wenn nicht gar die Richtung – der Globalisierung deutlich gestiegen. Bis mehr Klarheit vor allem über den Kurs der nächsten US-Regierung besteht, dürften deutsche Ex-

⁶ Peters, Heiko (2016). Ausblick Deutschland: Wie die Rente finanzieren? Deutsche Bank Research. Frankfurt am Main. Sowie Heymann, Eric und Heiko Peters (2016). Logistik: Schwaches Umfeld – Trendwende nicht in Sicht. Deutsche Bank Research. Deutschland-Monitor. Frankfurt am Main.



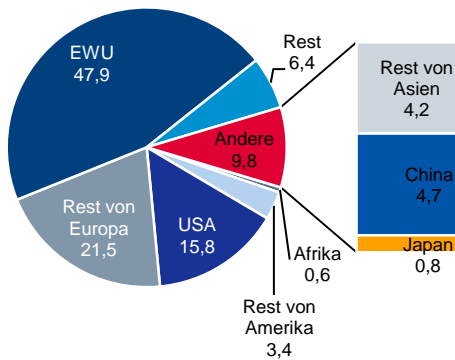
Unsicherheit bremst Investitionen aus

porteur bei Investitionen Vorsicht walten lassen und vorerst lieber existierende Kapazitäten stärker ausnutzen.

Deutsche Auslandsdirektinvestitionen:
USA vorne mit dabei

20

Anteil an gesamtem Bestand an Auslandsdirektinvestitionen, 2015, %



Quellen: Deutsche Bank Research, Deutsche Bundesbank

Trumponomics: Nachfrageschub vs. Abschottung

Unsere US-Kollegen gehen davon aus, dass Donald Trump wichtige Wahlversprechen (Steuersenkungen, Deregulierung) zügig umsetzen wird und in USA damit einen investitionsgetriebenen Wachstumsschub auslösen wird, weshalb sie ihre Prognose entsprechend anhaben. Allerdings dürfte der unorthodoxe Politikstil des neuen Präsidenten wohl noch für einige Überraschungen gut sein. Zudem könnte die Umsetzung der im Wahlkampf angekündigten handelspolitischen / protektionistischen Maßnahmen bis hin zur Border-Tax für erhebliche Verwerfungen und entsprechende Folgen für die Gewinn der betroffenen Unternehmen sorgen. Das dürfte auch bei den deutschen Firmen, die als Exporteure oder durch Direktinvestitionen in den USA betroffen sein könnten, zunächst für Investitionszurückhaltung sorgen.

Brexit: Hart oder sanft (oder gar nicht)?

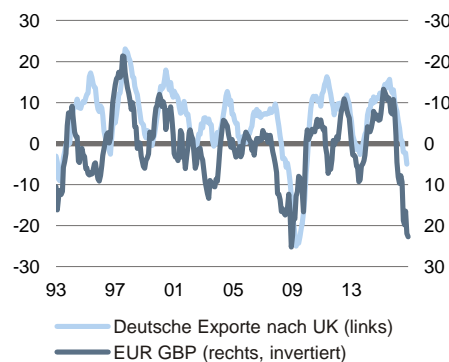
Auch beim Brexit bestehen erhebliche Unsicherheiten. Kurzfristig ändert sich zwar nichts an den rechtlichen Rahmenbedingungen für die wirtschaftlichen Beziehungen zu Großbritannien. Allerdings dürfte der Brexit nicht spurlos an der Konjunktur des Landes vorbeigehen, auch wenn anfängliche Befürchtungen einer abrupten Rezession nicht eingetreten sind. Nicht zuletzt aufgrund der sehr kräftigen Abwertung des Pfunds sollte der Brexit aber die deutschen Exporteure schon kurzfristig treffen. Bereits in den letzten Monaten waren die Ausfuhren rückläufig. Etwa 7,5% der deutschen Warenexporte gingen 2016 in das Land; wobei von 2010 bis einschließlich 2015 zum Teil erhebliche Zuwächse bei den nominalen deutschen Warenausfuhren nach UK zu verzeichnen waren. Bei den deutschen Auslandsdirektinvestitionen lag der Anteil 2014 sogar über 9%.

Wichtiger dürfte mittelfristig allerdings die politische Unsicherheit sein. Der Startzeitpunkt der Verhandlungen (wahrscheinlich im 1. Halbjahr 2017) sowie deren Dauer (2 Jahre oder mehr) sind unklar. Vermutlich stehen am Ende dieses Zeitraums noch nicht die künftigen rechtlichen Rahmenbedingungen für den Handel zwischen der EU und UK fest; die Verhandlungen über jene Anschlussregelungen dürften auch einige Jahre in Anspruch nehmen. Wie stark der Freihandel zwischen den Wirtschaftsräumen künftig eingeschränkt wird – wie hart oder weich der Brexit ausfällt –, ist ebenfalls völlig unklar. Mittlerweile zeichnet sich ab, dass das sogenannte „financial passporting“ wohl nicht fortbestehen wird. Dies dürfte schon relativ kurzfristig die Investitionen bei den Finanzinstitutionen beeinflussen. Investitionen deutscher (und anderer) Unternehmen mit einer längeren Amortisationsdauer dürften in einem solchen Umfeld kritisch hinterfragt werden und in vielen Fällen (zunächst) ausbleiben.

Deutsche Exporte inzwischen sehr teuer für britische Konsumenten

21

% gg. Vj.; gl. 6M-Schnitt (links)



Quellen: Deutsche Bank Research, Bloomberg Finance LP, Deutsche Bundesbank

Und was ist mit dem Frexit, Nexit und Italexit?

Die letzten Jahre haben viele Gewissheiten auf die Probe gestellt. Sowohl der Brexit als auch die Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten wurden trotz enger Umfragen von den wenigsten Beobachtern erwartet. Sei es auch nur unterbewusst, wird dadurch die Wahrscheinlichkeit für das Eintreten anderer Risiken und Unsicherheiten von Entscheidungsträgern in Unternehmen möglicherweise höher eingeschätzt – frei nach dem Slogan: Nichts ist unmöglich. Für gestiegene Sorgen auch vor völlig unwahrscheinlich anmutenden Entwicklungen wie ein Austreten Frankreichs, der Niederlande oder Italiens aus der E(W)U sprechen die gestiegene Zahl von Google-Suchen nach den Begriffen Frexit, Nexit und Italexit.

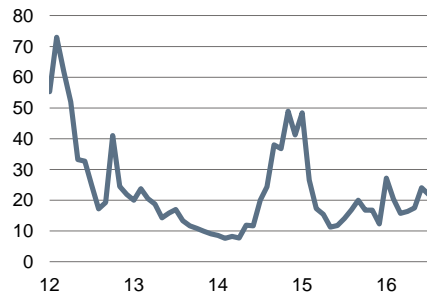


Unsicherheit bremst Investitionen aus

Zerfall der Eurozone: Wieder wahrscheinlicher eingeschätzt

22

Sentix Index zum Zerfall der Eurozone

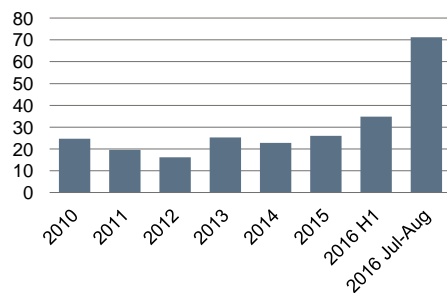


Quelle: Bloomberg Finance LP

Immobilien treiben chinesischen Kreditboom

23

Anteil von Hypothekenkrediten am gesamten neuen RMB-Kreditvolumen, %



Quellen: Deutsche Bank Research, WIND

So gering die Wahrscheinlichkeit auch sein mag, angesichts der radikalen politischen und wirtschaftlichen Folgen für ganz Europa dürften solche Gedanken zur Unsicherheit bei unternehmerischen Investitionsentscheidungen beitragen. Über ein Drittel der deutschen Warenexporte fließen in andere Euro-Staaten, die zudem knapp 50% des Bestandes deutscher Auslandsdirektinvestitionen beherbergen.

China: Harte Landung voraus?

Eine harte Landung der chinesischen Wirtschaft – also ein erheblicher Rückgang der Wachstumsraten auf (deutlich) unter 5% pro Jahr – nach Dekaden mit hohen Wachstumsraten ist seit vielen Jahren eine immer wieder diskutierte Unsicherheit für die Weltwirtschaft.

Aktuell tritt diese wieder verstärkt in den Vordergrund. So haben Regierung und Zentralbank die Konjunktur mit umfangreichen Maßnahmen gestützt. Diese dürften allerdings dazu beigetragen haben, dass sich eine Immobilienblase aufgebaut hat. So stieg das Kreditvolumen zuletzt um über 20% gg. Vj. Davon flossen von Juli bis August 2016 über 70% in Immobilienkredite; 2009 bis 2015 waren es nur etwa 20%. Gleichzeitig haben die Immobilienpreise weiter extrem stark zugelegt. Insgesamt ist die Verschuldung vieler Unternehmen und staatlicher Gebietskörperschaften in den letzten Jahren stetig und massiv gestiegen. Die Nachhaltigkeit dieser Strategie wird zunehmend hinterfragt.

Kurzfristig dürfte die Geld- und Fiskalpolitik zwar positive konjunkturelle Auswirkungen haben. Allerdings erwartet unser China-Ökonom, dass die Regierung und Zentralbank eine Abkühlung des Immobilienmarktes Ende 2016 angehen werden. Er rechnet damit, dass ihr dies gelingen wird, ohne dass die Konjunktur großen Schaden nimmt, und erwartet eine moderate Wachstumsabkühlung (2016: 6,6%; 2017: 6,5%). Dieses Wachstum zu erzielen, ist freilich kein einfaches Unterfangen.

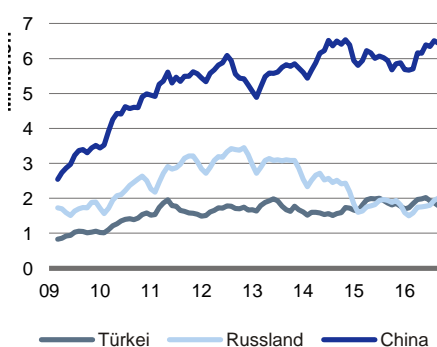
Mit über 6% 2016 (2000: 1,5%) liegt der Anteil Chinas an den deutschen Exporten trotz hoher Wachstumsraten zwar unter jenem der USA. Auch beim Bestand der Direktinvestitionen gab es hohe Steigerungsraten, die den Anteil auf inzwischen knapp 5% getrieben haben (USA: 16%). Allerdings hätte ein Konjunktureenbruch in China erhebliche Auswirkungen mindestens auf den gesamten asiatischen Raum, was zusätzlich auch indirekten Druck auf die deutschen Exporteure ausüben würde.

Politische Unsicherheiten auch in Russland und der Türkei

Russland-Exporte: Weit weg von alten Höhen

24

Nominale deutsche Warenexporte nach Zielland, Mrd. EUR, gl. 3M-Schnitt



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

Vor wenigen Jahren galt Russland für viele deutsche Unternehmen als neuer Hoffnungsträger im Exportgeschäft. Diese Hoffnung hat sich in den letzten Jahren ins Gegenteil verkehrt. 2012 gingen noch 3,5% aller deutschen Warenausfuhren nach Russland. 2016 werden es wohl nur noch 1,8% sein. In einzelnen Sektoren war und ist die Bedeutung Russlands noch spürbar größer: So exportierte der deutsche Maschinenbau 2012 noch 5,1% seiner Erzeugnisse nach Russland; dieser Wert sank bis 2016 auf 2,8%. Russlands Wirtschaft wurde vom Verfall der Rohöl- und anderer Rohstoffpreise getroffen. Hinzu kommen die Sanktionen der EU als Folge der Ukraine-Krise. Ferner wurden die deutschen Russlandexporte durch die Abwertung des Rubel-Kurses gegenüber dem Euro beeinträchtigt. Zwar war 2016 bei den nominalen Warenausfuhren Deutschlands nach Russland eine Bodenbildung (auf niedrigem Niveau) zu verzeichnen. Gleichwohl ist das kurzfristige wirtschaftliche Aufholpotenzial begrenzt – zumindest aber unsicher.

Für deutsche Unternehmen, die Russland als Absatzmarkt oder Investitionsstandort weiter im Blick haben, bleibt die politische Unsicherheit vor Ort offen.



Unsicherheit bremst Investitionen aus

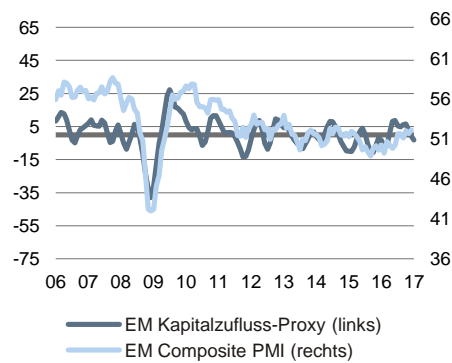
kundig groß. Die Unsicherheit umfasst sowohl wirtschaftliche Aspekte (z.B. Zukunft der EU-Sanktionen, Handelsbeschränkungen von russischer Seite, Wechselkurs) als auch mögliche militärische Ereignisse wie ein Aufflammen in der Ukraine-Krise. Es klingt paradox, aber die Tatsache, dass Russland der wichtigste Energielieferant für Deutschland ist (Öl und Gas), hat in der Vergangenheit sogar als stabilisierendes Element gewirkt. Denn die russischen Energielieferungen nach Deutschland waren bislang nicht von politischen Krisen beeinträchtigt.

Unsicherheit dominiert auch die Situation in der Türkei. Die jüngsten (politischen) Ereignisse in der Türkei (Militärputsch und Gegenreaktion der Regierung, angestrebte Verfassungsreform; Terroranschläge) sowie die Verstimmungen mit der EU führen letztlich zu Unsicherheit und wirken dämpfend auf die bilateralen Handelsaktivitäten sowie auf Investitionen. Da die Türkei nur knapp 1,9% (2016) der deutschen Warenausfuhren ausmacht, fällt der gesamtwirtschaftliche Effekt für die Investitionstätigkeit in Deutschland allerdings gering aus, zumal wir für die Türkei keine Rezession erwarten. Letztlich ist die Lage in der Türkei aber ein weiterer Mosaikstein, der die gegenwärtige Unsicherheitsstimmung ergänzt.

EM Kapitalzuflüsse & Konjunktur- stimmung

25

% Veränd., letzte 3 Monate ggü. 3 Monate zuvor
(links); Index (rechts)



Quellen: Deutsche Bank Research, Bloomberg Finance LP, Markt

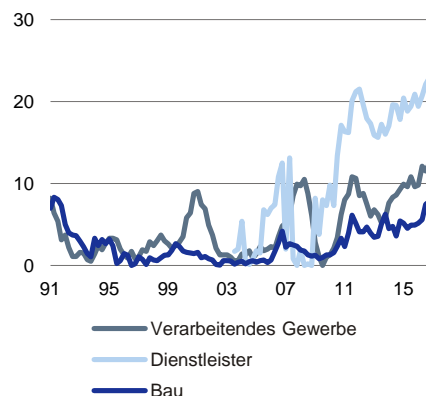
Geldpolitik: Aggressivere Fed

Seit der Wahl von Donald Trump zum US-Präsidenten haben die Finanzmärkte zunehmen eingepreist, dass die fiskalpolitischen Maßnahmen der neuen Regierung das Wachstum und die Inflation in den USA (vorerst) stützen werden. Als Folge könnte auch die amerikanische Zentralbank ihr Zinsniveau schneller anheben als bislang erwartet. In diesem Umfeld könnte es analog zum „taper tantrum“ von 2013 zu erheblichen Kapitalabflüssen aus den Schwellenländern kommen, die das Wachstum der Länder belasten. Zudem sind die Erwartungen gestiegen, dass die EZB ihr Anleihekaufprogramm (QE) Ende 2017 weiter zurückfahren könnte. Zwar gehen unsere regionalen Ökonomen davon aus, dass sich die Länder in einer insgesamt strukturell besseren Verfassung befinden als 2013. Wenn aber zu den Kapitalabflüssen neue Handelsbeschränkungen hinzukämen, könnten die Folgen für die betroffenen Länder deutlich negativ ausfallen.

Historischer Arbeitskräftemangel

26

Deutschland, Arbeitskräftemangel als Hürde für
Unternehmensaktivitäten, % der Unternehmen



Quelle: EU Kommission

Nationale Investitionsbremsen

Die bisherigen Ausführungen bezogen sich überwiegend internationale wirtschaftspolitische und geopolitische Faktoren. Aber auch von Entwicklungen im Inland gehen Unsicherheiten für die Investitionstätigkeit aus. Die Bundestagswahl gehört derzeit nicht dazu, da ein Ergebnis, dass einen radikalen Politikwechsel zur Folge hat – trotz Brexit und Trumps Sieg – derzeit eher unwahrscheinlich erscheint.

Fachkräftemangel: Extremes Niveau macht Stellenbesetzung unsicher

Der Fachkräftemangel wird in Deutschland seit vielen Jahren beklagt. Dennoch führen wir ihn in dieser Liste als Unsicherheit auf, da er basierend auf Umfragen zuletzt einen Umfang erreicht hat, der für Unternehmen eine Stellenbesetzung in absehbarer Zeit und zu vertretbaren Kosten unsicher gemacht hat. Dies gilt insbesondere bei Neugründungen und Erweiterungen, die einen größeren Beschäftigungsaufbau in einem Schub nötig machen und bei Misserfolg getätigte Investitionen entwerten würden.



Unsicherheit bremst Investitionen aus

Viele Stellen unbesetzt

27

Zahl der offenen Stellen in Deutschland, alle Wirtschaftszweige, saisonbereingt, Mio.

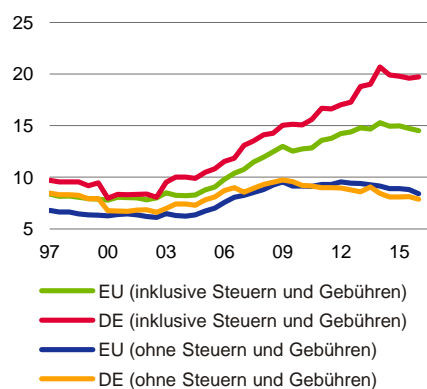


Quelle: Eurostat

Steuern und Gebühren treiben Strompreise vor allem in Deutschland

28

Strompreis für Industriekunden*, Cent pro Kilowattstunde



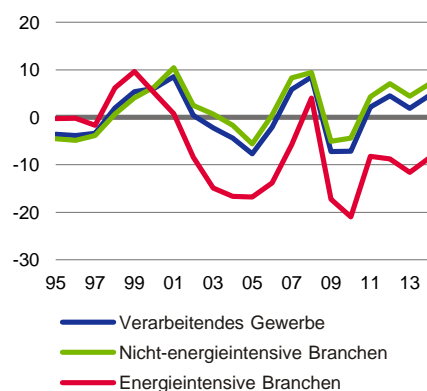
* Jahresstromverbrauch zwischen 500 und 2.000 MWh

Quelle: Eurostat

Energieintensive Industriebranchen investieren weniger

29

Anteil der nom. Nettoanlageinvestitionen an den nom. Bruttoanlageinvestitionen, Deutschland, %



Quelle: Statistisches Bundesamt

In seiner Konjunkturumfrage befragt der DIHK seine Mitgliedsunternehmen regelmäßig, welche Risiken diese für ihre wirtschaftliche Entwicklung in den kommenden 12 Monaten sehen. In der Umfrage vom Herbst 2016 landete die Antwortmöglichkeit „Fachkräftemangel“ mit spürbarem Abstand auf dem ersten Platz. Für 48% aller Betriebe ist dies ein hemmender Faktor. In der regelmäßigen Konjunkturumfrage der EU-Kommission ist der Anteil der Unternehmen, die das Arbeitskräfteangebot als Hürde für ihre unternehmerischen Tätigkeiten benennen, Ende 2016 auf historische Hochs gestiegen. Gleichzeitig sind mehr als 1 Mio. Stellen nicht besetzt; dies war ein neuer Rekordwert.

Da sich das Arbeitsumfeld in vielen Sektoren derzeit massiv ändert, ist es zudem unsicher, inwieweit die aktuellen Qualifikationen der Beschäftigten auch künftig zu den Anforderungsprofilen passen.

Energiewende birgt vielfältige Unsicherheiten

Die deutsche Energiewende ist ein Jahrhundertprojekt. Die negativen Folgen für die Investitionen insbesondere von energieintensiven Unternehmen haben wir an viele Stellen beschrieben.⁷ Zwar gibt es viele konkrete energie- und klimapolitische Ziele; allerdings bestehen erhebliche Unsicherheiten bezüglich der politischen Maßnahmen und Instrumente, der wirtschaftlichen Kosten, der Folgen für private Haushalte und Unternehmen und des technischen Fortschritts.

Unsicherheit für Industrieunternehmen resultiert u.a. aus der künftigen Entwicklung der Stromkosten. Aktuell liegen die Strompreise in Deutschland – nicht zuletzt aufgrund des hohen Anteils an Steuern und Gebühren – weit über dem EU-Durchschnitt. Zu nennen ist hier vor allem die EEG-Umlage, die der Finanzierung des Ausbaues der erneuerbaren Energien im Stromsektor dient. Die Unsicherheit über die künftige Entwicklung des Staatsanteils am Strompreis bleibt angesichts der wiederholten staatlichen Nachjustierung, des unsicheren Finanzierungsbedarfs für die erneuerbaren Energien sowie der Art der Finanzierung vorerst groß.

Besonders energieintensive Unternehmen aus der Industrie (z.B. in der Chemieindustrie oder der Metallerzeugung) profitieren bislang in erheblichem Umfang von Ausnahmeregelungen rund um die Energiewende (z.B. geringere EEG-Umlage). Gerade Befürworter der Energiewende argumentieren daher richtigerweise, dass das absolute Niveau der Strompreise für diese begünstigten Unternehmen im internationalen Wettbewerb keine Beeinträchtigung darstellt. Gleichwohl ist diese Argumentation nicht vollständig. Denn es ist unsicher, wie lange die genannten Ausnahmeregelungen in Kraft bleiben. Sowohl von Seiten der EU als auch aus politischen Kreisen sowie von Teilen der Wissenschaft werden die Vergünstigungen in unregelmäßigen Abständen oder permanent kritisiert. Die Lebensdauer von Anlagen gerade im Bereich der energieintensiven Sektoren kann mehrere Jahrzehnte umfassen. Die skizzierten Unsicherheiten, die sich in der politischen Diskussion um die Ausnahmeregelungen zeigen, sind daher Gift für Investitionsentscheidungen. Fakt ist, dass energieintensive Industriebranchen in den letzten Jahren zumeist weniger neu investiert als abgeschrieben haben (negative Nettoanlageinvestitionen). Zudem schrumpft das reale Nettoanlagevermögen – quasi das Ergebnis früherer Investitionstätigkeit – in allen energieintensiven Industriebranchen seit Jahren.

⁷ Vgl. Heymann, Eric (2016). Deutsche Energiewende: Zielverfehlungen in Sicht. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen. Frankfurt am Main. Bzw. Weimann, Joachim (2015). Wissen wir, was wir tun? – Die deutsche Energiepolitik zwischen moralischem Anspruch und ökonomischer Realität. Diskussionspapier Nr. 2015-10 des Lehrstuhls für Wirtschaftsethik an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, Halle.

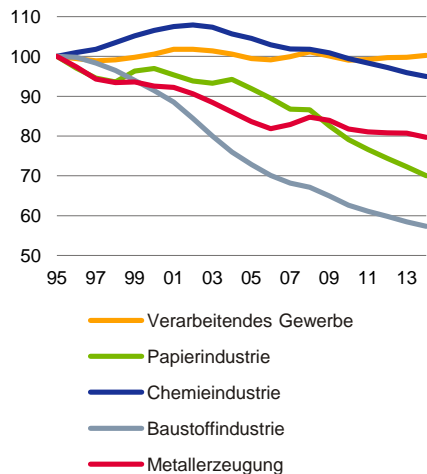


Unsicherheit bremst Investitionen aus

Rückgang des Kapitalstocks in energieintensiven Branchen

30

Reales Nettoanlagevermögen einzelner Industriesektoren, Deutschland, 1995=100



Quelle: Statistisches Bundesamt

Wir haben in unserem zitierten Bericht zur Energiewende ferner dargelegt, dass die meisten ökologischen Ziele der deutschen Energiewende, bei denen kein starkes Förderregime existiert, wohl verfehlt werden dürften. Wird eine Zielverfehlung erwartet, bedeutet dies Unsicherheit, wie die Politik darauf reagiert, d.h. mit noch schärferen Maßnahmen oder durch Anpassung der Ziele. Solche Überlegungen bedeuten Unsicherheit. Lohnen sich noch Investitionen in die genannten Technologien, wenn Teile des politischen Spektrums über deren mittel- bis langfristiges Verbot nachdenken? Welche alternativen, wirtschaftlich vertretbaren Technologien sind verfügbar? Werden neue Technologien staatlich gefördert und wenn ja, in welchem Umfang und wie lange? Erfüllen die alternativen Technologien die Bedürfnisse der Kunden? Zum Teil gehören solche Fragen zum unternehmerischen Risiko. Im Gegensatz zu einem rein marktwirtschaftlichen Prozess steigt das Ausmaß der Unsicherheit hier jedoch durch den (möglichen) Einfluss des Staates in Form von Verboten, Geboten oder Subventionen.

Fazit und Ausblick

Das Niveau an Unsicherheit hat zuletzt – je nach Maß, das man heranzieht – neue Höhen erklommen. Die größten akuten Unsicherheiten finden sich im Ausland. Sie reichen von einem starken Gegenwind für das globale Freihandelsregime über politische Turbulenzen in wichtigen Absatzmärkten bis hin zu Unsicherheiten über die wirtschaftliche und politische Integration in Europa sowie zu möglichen Auswirkungen starker Finanzmarktbebewegungen. Die Exportstärke Deutschlands und seine enge Integration in globale Wertschöpfungsketten machen das Land dafür in besonderem Maße verwundbar. Nationale Unsicherheiten verstärken die Effekte zusätzlich.

Wir haben gezeigt, dass man solche Faktoren und ihre Effekte in Grenzen quantifizieren kann. Dies ist eine wichtige Stütze unserer Prognose, dass die Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland 2017 rückläufig sein werden – nicht zuletzt aufgrund der Hypothek der schwachen Entwicklung Ende 2016 und trotz einer insgesamt ordentlichen Kapazitätsauslastung der Industrie.

Die zeitlich einzuordnende Unsicherheit (Wahlen, Regierungshandeln z.B. in den USA) könnte in H2 2017 nachlassen. Dies ist die Annahme, die unserer Investitionsprognose zugrundeliegt. Geringere politische Unsicherheit ermöglicht den Unternehmen, ihre Gewinnaussichten besser abzuschätzen, worauf die Investitionen – wenn auch verzögert – reagieren sollten, zumal die Weltwirtschaft in diesem Szenario auch an Schwung gewinnen sollte. Extremszenarien wie die markante Zunahme des internationalen Terrorismus, Cyber-Attacken, Wetterextreme etc. haben wir hier zwar nicht diskutiert, dürften aber auch das Niveau an Unsicherheit nachhaltig beeinflussen.

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

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



EU-Monitor

- ▶ Bargeld, Freiheit und Verbrechen:
Bargeld in der digitalen Welt 12. Januar 2017
- ▶ Start-ups und ihre Finanzierung in Europa –
Besserung dank Kapitalmarktunion
(nur in Englisch verfügbar) 29. September 2016
- ▶ Wer zahlt die Rechnung? Europas neues
Bail-in-Regime und die Auswirkungen
auf die Bankenrefinanzierung 3. Juni 2016
- ▶ Investitionen und Wachstum stärken:
Die Rolle der Förderbanken in Europa 9. Mai 2016
- ▶ Kapitalmarktunion: Ambitioniertes Ziel,
aber kaum schnelle Erfolge 8. Februar 2016
- ▶ Geldmarktfonds: Wie sie funktionieren
und wer sie nutzt 18. Mai 2015
- ▶ Europas Populisten im Profil:
Strukturen, Stärken, Potenziale 7. April 2015
- ▶ Mittelstandsfinanzierung im Euroraum:
Neue Lösungen für ein altes Problem 13. Januar 2015
- ▶ Investitionen im Euroraum: Initiativen,
Handlungsfelder, Erfolgsfaktoren 18. Dezember 2014
- ▶ Alleine sind wir stark? Ökonomische
Aspekte regionaler Autonomie- und
Unabhängigkeitsbestrebungen in Europa 17. Dezember 2014
- ▶ Eine Zukunft in der EU?
Die Brexit-Diskussion als Anstoß
für eine modernere EU 29. September 2014

Unsere Publikationen finden Sie unentgeltlich auf unserer Internetseite 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

Schneller via E-Mail:
marketing.dbr@db.com

© 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