



# Ausblick Deutschland

## Ice bucket challenge und strukturelle Investitionslücke

2. September 2014

### Autoren

Bernhard Gräf  
+49 69 910-31738  
bernhard.graef@db.com

Jochen Möbert  
+49 69 910-31727  
jochen.moebert@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
Deutsches BIP nur 1 ½% in 2014, erhebliche Risiken für 2015.....	3
Investitionslücke in Deutschland? Vermutlich nur im öffentlichen Bereich! .....	6
Optimale Immobilienportfolios in Deutschland.....	25
EZB: Privates QE schon im September .....	34
Grafik des Monats.....	37
DB Makro-Überraschungsindex Deutschland.....	38
Chartbook.....	39
Eventkalender.....	46
Datenkalender .....	47
Finanzmarktprognosen .....	48
Datenmonitor .....	49

Deutsches BIP nur 1 ½% in 2014, erhebliche Risiken für 2015. Wir haben unsere BIP-Prognose für 2014 von 1,8% auf 1 ½% abgesenkt (2015 von 2,0% auf 1,8%). Die Risiken, dass auch dies noch eine zu optimistische Erwartung darstellt, haben deutlich zugenommen. Der deutsche Investitionszyklus wird wegen des nach wie vor schwachen Welthandels und zunehmender geopolitischer Belastungen voraussichtlich schwächer als erwartet ausfallen. Selbst beim bis dato noch robusten privaten Verbrauch zeigen sich erste Warnsignale.

### Investitionslücke in Deutschland? Vermutlich nur im öffentlichen Bereich!

Deutschland weist eine Investitionslücke von bis zu 3% des BIP auf, die möglichst rasch geschlossen werden muss, um die Wettbewerbsfähigkeit sowie das Potenzialwachstum zu erhöhen und einen wichtigen Impuls für Europa zu liefern, so eine weitverbreitete These. Diese These ist unserer Einschätzung zufolge nicht haltbar. Die Orientierung an historischen Investitionsquoten oder ein internationaler Vergleich ist aus unserer Sicht aufgrund von länderspezifischen Faktoren und Übertreibungen ökonomisch wenig sinnvoll. Während wir im privaten Sektor angesichts der gegebenen wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen keine nennenswerte Investitionslücke sehen, besteht im öffentlichen Bereich ein Nachholbedarf. Die nötigen Mehrinvestitionen, um die gegenwärtige Infrastruktur zumindest zu erhalten bzw. leicht auszubauen, veranschlagen wir auf EUR 4 bis 7 Mrd. pro Jahr, und damit spürbar niedriger als andere Analysen, aber deutlich höher, als bisher von der Regierung in der Finanzplanung vorgesehen.

**Optimale Immobilienportfolios in Deutschland.** Auf der Basis von Städtedaten zeigen wir, wie sich die Effizienzgrenze von Multi-Asset-Portfolios durch Immobilieninvestitionen verbessern lässt. Wir zeigen, dass von Investoren oft weniger ins Kalkül einbezogene Städte, einige B-Städte, helfen können, Portfolios zu optimieren. Ebenso sollten Investoren berücksichtigen, dass innerhalb der Immobilieninvestitionen ein Mix aus Apartments, Einzelhandels- und Büroimmobilien ebenfalls die Performance steigern kann.

**EZB: Privates QE schon im September.** Wir glauben, dass die EZB bereits auf ihrer nächsten Sitzung am 4. September ein privates QE-Programm (ABS-Ankäufe) ankündigen wird. Die zuletzt schwachen Konjunkturdaten und EZB-Präsident Draghis Aussagen bezüglich des Rückgangs der mittelfristigen Inflationserwartungen des Marktes haben uns zu dieser Prognoseänderung veranlasst, wenngleich Zeitpunkt und Art der Ankündigung schwierig zu prognostizieren sind. Wir erwarten weiterhin kein Ankaufprogramm von Staatsanleihen, wie es andere Notenbanken eingesetzt haben.



## Ausblick Deutschland

Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum in % gg. Vj.			Inflation* in % gg. Vj.			Leistungsbilanzsaldo in % des BIP			Budgetsaldo in % des BIP		
	2013	2014P	2015P	2013	2014P	2015P	2013	2014P	2015P	2013	2014P	2015P
Euroland	-0,4	0,8	1,3	1,3	0,7	1,2	2,4	2,4	2,3	-3,1	-2,5	-2,1
Deutschland	0,1	1,5	1,8	1,5	1,1	1,6	6,8	7,2	6,8	0,0	0,2	0,0
Frankreich	0,4	0,5	1,2	1,0	0,9	1,0	-1,3	-1,1	-1,1	-4,3	-3,9	-3,6
Italien	-1,9	-0,1	1,0	1,3	0,5	1,1	1,0	1,6	2,0	-3,0	-3,0	-2,9
Spanien	-1,2	1,3	1,9	1,5	0,2	1,0	0,8	0,5	0,5	-7,1	-5,7	-4,9
Niederlande	-0,8	0,4	1,7	2,6	0,5	1,1	10,4	11,1	10,9	-2,5	-2,9	-2,2
Belgien	0,2	1,2	1,5	1,2	0,8	1,3	-1,6	-1,0	-0,5	-2,6	-2,5	-2,4
Österreich	0,3	1,4	1,8	2,1	1,6	1,6	2,7	3,4	3,6	-1,5	-2,7	-1,4
Finnland	-1,2	-0,3	0,8	2,2	1,2	1,3	-1,1	-0,8	-0,5	-2,1	-2,5	-1,8
Griechenland	-3,9	-0,3	2,2	-0,9	-1,0	0,2	0,8	1,0	1,5	-12,7	-1,5	-0,2
Portugal	-1,4	1,0	1,5	0,4	0,0	0,9	0,6	1,0	1,0	-4,9	-4,1	-3,0
Irland	0,2	1,8	2,3	0,5	0,4	1,1	6,6	6,5	7,0	-7,2	-4,7	-2,6
Großbritannien	1,7	3,1	2,5	2,6	1,6	1,8	-4,4	-3,7	-3,0	-5,8	-4,6	-3,4
Dänemark	0,4	1,4	1,8	0,8	0,8	1,8	7,1	6,5	6,5	0,0	-1,5	-2,5
Norwegen	2,0	2,1	2,4	2,1	1,8	2,2	11,1	11,5	11,0	7,6	9,5	9,0
Schweden	1,6	2,4	2,8	0,0	0,1	1,6	6,5	6,3	6,0	-3,6	-1,5	-1,0
Schweiz	2,0	1,8	2,0	-0,2	0,0	0,4	16,0	12,5	12,0	0,2	0,0	0,2
Tschech. Rep.	-0,9	2,3	2,6	1,4	0,6	1,8	-1,4	-1,5	-1,4	-1,4	-2,6	-2,5
Ungarn	1,1	2,7	2,5	1,7	0,2	2,6	-0,8	1,8	1,8	-2,4	-2,9	-2,7
Polen	1,6	3,3	3,7	0,9	0,4	1,5	-1,3	-1,8	-2,0	-4,4	4,3	-3,1
USA	2,2	2,2	3,3	1,5	2,0	2,4	-2,4	-2,9	-3,0	-4,0	-2,8	-2,5
Japan	1,5	1,2	1,3	0,4	2,8	1,6	0,7	0,4	1,3	-9,1	-7,0	-5,9
Welt	3,0	3,4	4,1	3,3	3,5	3,6						

\*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.

	2011					2012					2013				2014			
	2011	2012	2013	2014P	2015P	2011	2012	2013	2014P	2015P	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3P	Q4P
BIP	3,6	0,4	0,1	1,5	1,8	-0,4	0,8	0,3	0,4	0,7	-0,2	0,4	0,3	0,4	0,7	-0,2	0,4	0,3
Privater Konsum	2,3	0,7	0,8	1,0	1,6	0,2	0,6	0,7	-0,8	0,8	0,1	0,5	0,4	0,8	0,1	0,5	0,4	0,4
Staatsausgaben	0,7	1,2	0,7	0,8	0,5	0,0	0,0	0,6	-0,1	0,4	0,1	0,2	0,2	0,4	0,1	0,2	0,2	0,2
Anlageinvestitionen	7,2	-0,7	-0,7	3,6	2,8	-2,5	2,2	0,8	1,1	2,9	-2,3	0,7	1,0	2,9	-2,3	0,7	1,0	1,0
Ausrüstungen	5,8	-2,9	-2,7	4,4	4,2	-3,7	2,3	-0,5	2,1	2,1	-0,4	0,5	1,5	2,1	-0,4	0,5	1,5	1,5
Bau	8,4	0,6	-0,1	3,6	2,8	-2,8	3,0	1,8	0,7	4,1	-4,2	0,5	1,0	4,1	-4,2	0,5	1,0	1,0
Lager, %-Punkte	0,1	-1,4	0,2	0,3	0,2	0,2	-0,1	0,0	0,2	-0,2	0,4	0,1	0,0	-0,2	0,4	0,1	0,0	0,0
Exporte	8,0	2,8	1,6	3,6	6,4	0,7	1,4	0,7	1,7	0,0	0,9	1,1	1,2	0,0	0,9	1,1	1,2	1,2
Importe	7,2	0,0	3,1	4,7	7,2	1,2	1,3	1,7	0,7	0,5	1,6	1,4	1,8	0,5	1,6	1,4	1,8	1,8
Nettoexport, %-Punkte	0,7	1,3	-0,5	-0,2	0,1	-0,2	0,1	-0,4	0,5	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,2
Konsumentenpreise*	2,1	2,0	1,5	1,1	1,6	1,5	1,5	1,6	1,3	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2	1,1	1,1	1,2	1,2
Arbeitslosenquote, %	7,1	6,8	6,9	6,7	6,7	6,9	6,9	6,8	6,9	6,8	6,7	6,7	6,6	6,8	6,7	6,7	6,6	6,6
Industrieproduktion	7,4	-0,4	0,1	2,7	3,0													
Budgetsaldo, % BIP	-0,8	0,1	0,0	0,2	0,0													
Öffentlicher Schuldenstand, % BIP	80,0	81,0	78,4	73,5	70,6													
Leistungsbilanzsaldo, % BIP	6,1	7,1	6,8	7,2	6,8													
Leistungsbilanzsaldo, EUR Mrd.	164	196	192	209	203													

\*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



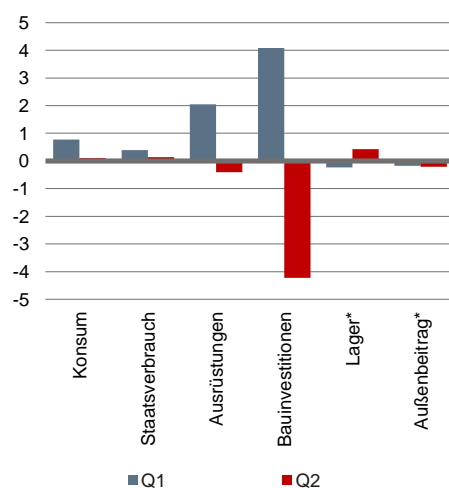
## Deutsches BIP nur 1 ½% in 2014, erhebliche Risiken für 2015

- Wir haben unsere BIP-Prognose für 2014 von 1,8% auf 1 ½% abgesenkt, da wir nunmehr eine schwächere konjunkturelle Dynamik im zweiten Halbjahr erwarten. Dies reduziert auch unsere Prognose für 2015 von 2,0% auf 1,8%. Die Risiken, dass auch dies noch eine zu optimistische Erwartung darstellt, haben deutlich zugenommen.
- Der deutsche Investitionszyklus wird wegen des nach wie vor schwachen Welthandels und zunehmender geopolitischer Belastungen voraussichtlich schwächer als erwartet ausfallen. Selbst beim bis dato noch robusten privaten Verbrauch zeigen sich erste Warnsignale.

So schnell geht es. Vor kurzem feierte Deutschland noch seine scheinbar „unkaputtbare“ Konjunktur und wurde dafür von seinen europäischen Nachbarn beneidet. Die Veröffentlichung des BIP-Rückgangs um 0,2% im zweiten Quartal, startete dann eine spezielle „ice bucket challenge“, die in Form mehrerer kalter Duschen daherkommt.

Wirtschaftswachstum H1 2014 1

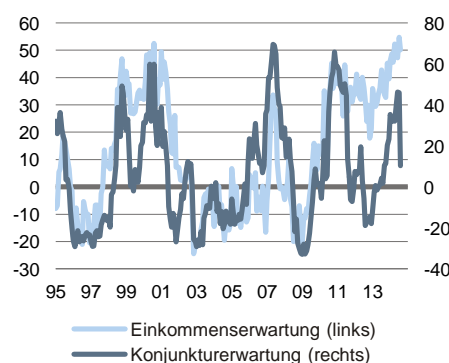
Reale BIP Komponenten, % gg.Vq., %-Punkte



\*) Wachstumsbeitrag, %-Punkte

Quelle: Statistisches Bundesamt

GfK: Einkommens- & Konjunkturerwartung 2



Quelle: Thomson Reuters

Zwar rechneten wir mit einer deutlichen Abbremsung des BIP-Wachstums in Q2 aufgrund der Gegenbuchung zu dem witterungsbedingtem Extraschwung in Q1. Dieser Effekt kann aber nur 0,3 bis 0,4 Prozentpunkte Abschlag in Q2 erklären. Nach einem Anstieg um 4,1% in Q1 schrumpften die Bauinvestitionen (Anteil am BIP 9,9%) in Q2 um 4,2%. Bei den Ausrüstungsinvestitionen dürften Witterungseffekte nur eine geringe Rolle spielen. Dies bedeutet, dass der Rückgang um 0,4% in Q2, nach Zuwächsen von jeweils 2,1% in Q4 und Q1, einen ersten Niederschlag der sich abschwächenden Investitionskonjunktur darstellen könnte. Beim privaten Verbrauch war nach dem äußerst kräftigen Anstieg von 0,8% in Q1 eine Normalisierung zu erwarten. Der magere Zuwachs um 0,1% bestätigt unsere Skepsis gegenüber Szenarien, die im privaten Verbrauch den „Heilsbringer“ für die Konjunktur sehen.

### Q3-BIP der Rückschlag vom Rückschlag

Zwar dürfte das Q3-BIP vom Wegfall der „Q2-Gegenbuchung“ rein statistisch um besagte 0,3 bis 0,4 Prozentpunkte höher liegen. Dazu passend hatte auch der Composite PMI im Juli einen Großteil seines Einbruchs von Mai/Juni wettgemacht. Er fiel jedoch im August wieder zurück und liegt mit 55,3 (Jul./Aug.) nur noch auf seinem Q2-Durchschnitt. Eine noch kräftigere Abkühlung brachte der erneute starke Rückgang des ifo-Index im August – der vierte in Folge. Dabei hat sich der Abwärtstrend bei den Erwartungen kontinuierlich beschleunigt. Getrieben wurde dieser durch die Exporterwartungen, die im August erstmals seit 12 Monaten unter ihren langfristigen Durchschnitt gefallen sind.

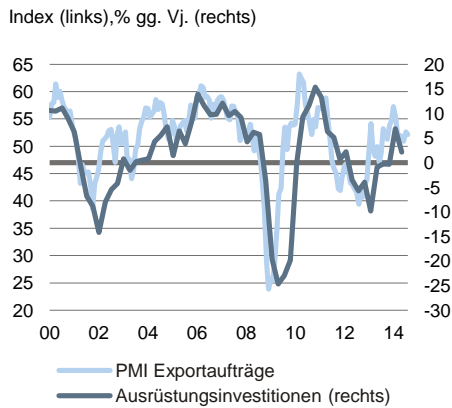
### Konsumentenvertrauen nicht länger immun

Selbst die deutschen Konsumenten bleiben nicht länger unbeeindruckt. Zwar ist beim GfK-Konsumentenvertrauen lediglich die Vorausschätzung für September um 0,3 Punkte gefallen. Der erhobene Wert für August lag unverändert bei 8,9 (dem höchsten Wert seit 2006), allerdings haben sich die konjunkturellen Erwartungen und die Einschätzungen der zukünftigen Arbeitsmarktentwicklung massiv abgekühlt. Der Rückgang der konjunkturellen Erwartungen – der schärfste der letzten 20 Jahre – übertraf sogar den Einbruch von August 2012, als EZB-Präsident Draghi sich angesichts der Eskalation der europäischen Schuldenkrise zu seinem „whatever it takes“-Versprechen bezüglich der Rettung des Euro genötigt sah.



Ausblick Deutschland

Investitionen und Exportnachfrage **3**



Quelle: Thomson Reuters

Kein schnelles Ende der Ukraine Krise

Der gebremste Schaum der Konjunktur ist unserer Meinung nach daher nicht Resultat der witterungsbedingten Jo-Jo-Effekte der Saisonbereinigung. Vielmehr verharre der für die deutsche Wirtschaft wichtige Welthandel in 2014 bis dato in seiner Seitwärtsbewegung. Dazu kommen die Auswirkungen der Ukraine-Krise. Zwar liegt der Anteil Russlands an den deutschen Exporten mittlerweile nur noch bei knapp 3%, die Lieferungen dorthin sind allerdings bis Mai um 15% gegenüber Vorjahr gefallen. Angesichts der sich abzeichnenden Runde weiterer Sanktionen nach den Schritten von Anfang August dürften sich die Rückgänge in den kommenden Monaten nochmals verschärfen, so dass für das Gesamtjahr ein Einbruch um 20 bis 25% zu Buche stehen könnte, der auch nach Abzug geringerer importierter Vorleistungen den Außenbeitrag und damit das BIP um ¼ Prozentpunkt vermindern dürfte. Überdies dürften die Spannungen und die wohl in den nächsten Monaten eher zunehmenden Verunsicherungen mit Blick auf mögliche Gegenmaßnahmen Russlands das Investitionsklima in Deutschland belasten. Es wäre aus spieltheoretischer Sicht schon sehr überraschend, wenn Präsident Putin seine Strategie ändern würde, wenn sich qua Außentemperatur sein Potenzial für glaubhafte Drohungen erhöht.

Krisen(sorgen) und Investitionsgüterbestellungen **4**

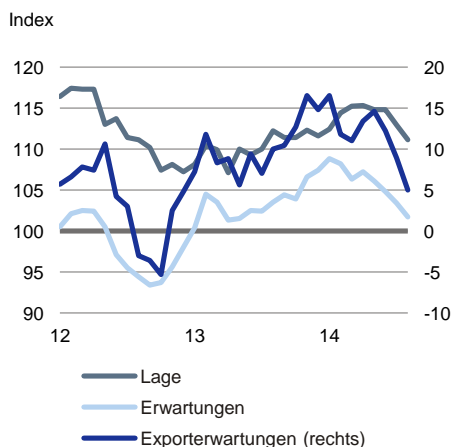


Quellen: Google, Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Investitionen spiegeln schlechteres Investitionsklima wider

Der Einbruch der inländischen Investitionsgüterbestellungen um 4,6% (Mai/Juni gg. März/April) deutet in diese Richtung – wenngleich hier Sondereffekte zu einer Überzeichnung geführt haben dürften. Der deutliche Rückgang der Erwartungen im ifo-Geschäftsklima macht jedenfalls wenig Hoffnung auf eine baldige Besserung. Dass politische Krisen ihre Spuren in der Investitionstätigkeit der Unternehmen hinterlassen, zeigt eindrucksvoll die Korrelation zwischen den Investitionsgüterbestellungen und den Google-Suchanfragen, die den Begriff „Krise“ beinhalten. An der aktuellen Investitionszurückhaltung der Unternehmen dürfte auch die aktuelle Fokussierung des Wirtschaftsministeriums auf dieses Thema zunächst wenig ändern. Unserer Einschätzungen nach zeigen die Unternehmensinvestitionen in Deutschland keine Lücke. Sie spiegeln vielmehr die Entwicklung der wichtigsten Rahmenbedingungen wider (siehe dazu Beitrag „Investitionslücke in Deutschland? Vermutlich nur im öffentlichen Bereich!“ in dieser Ausgabe). Es entbehrt daher nicht einer gewissen Ironie, dass sich Politiker, die über Jahre durch eine Verschlechterung der Rahmenbedingungen (zunächst bei der Energie und dann bei der Arbeitsmarktpolitik) die Renditeerwartungen der Unternehmen reduziert haben, sich nun verwundert die Augen reiben, wenn gewinnorientierte Unternehmen ihre Investitionstätigkeit überdenken, wobei die geo-politischen Unsicherheiten und der nach wie vor schwache Welthandel ein Übriges tun.

Ifo: Auf breiter Front schwächer **5**



Quelle: ifo

BIP in 2014 nur noch 1 ½%

Zwar erwarten wir immer noch – nicht zuletzt aufgrund der endlich besseren Daten in den USA – eine Belebung der Weltkonjunktur. Allerdings dürften die hier aufgeführten Faktoren die deutsche Wachstumsdynamik in H2 dämpfen. Wir haben deshalb unsere Prognose für das BIP-Wachstum in Q3 und Q4 um jeweils 0,1%-Punkte auf 0,4% und 0,3% reduziert. Diese Raten liegen sogar leicht unter denen, die sich aus den Niveaus des ifo-Index oder der PMIs ableiten lassen, wenngleich diese Korrelationen zuletzt ein zu optimistisches Bild gezeichnet haben. Insgesamt erwarten wir nun eine jahresdurchschnittliche Wachstumsrate des BIP von 1 ½%, 0,3 Prozentpunkte weniger als vor einem Monat.



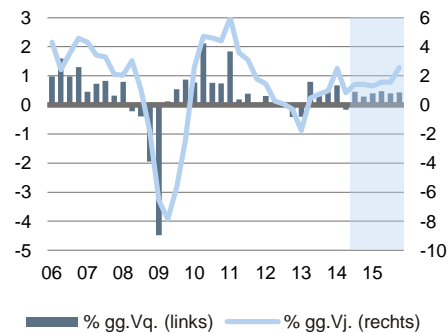
## Ausblick Deutschland

Wirtschaftswachstum

6

### Risiken für 2015 deutlich gestiegen

Reales BIP



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Die schwächere Dynamik in H2 2014 reduziert infolge eines niedrigeren Überhangs auch unsere Prognose für das BIP-Wachstum in 2015 um 0,2%-Punkte auf 1,8%. Allerdings setzen die dahinterstehenden – recht kräftigen – durchschnittlichen Wachstumsraten von 0,4% für die Quartale nicht nur eine Belebung des Welthandels, sondern auch eine Entschärfung des Ukraine Konflikts voraus. Sollte diese ausbleiben, dürfte die verschlechterte Stimmung nicht nur die Investitionen nachhaltiger belasten, sondern auch zu Ausgabenanpassungen bei den Konsumenten führen.

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





## Investitionslücke in Deutschland? Vermutlich nur im öffentlichen Bereich!

- Deutschland weist eine Investitionslücke von bis zu 3% des BIP auf, die möglichst rasch geschlossen werden muss, um die Wettbewerbsfähigkeit sowie das Potenzialwachstum zu erhöhen und einen wichtigen Impuls für Europa zu liefern, so eine weitverbreitete These. Diese These ist unserer Einschätzung nach nicht haltbar.
- Die Orientierung an historischen Investitionsquoten oder ein internationaler Vergleich ist aus unserer Sicht aufgrund von länderspezifischen Faktoren und Übertreibungen ökonomisch wenig sinnvoll.
- Die Effekte eines investitionsgetriebenen höheren deutschen Wirtschaftswachstums auf Europa und insbesondere die Peripherieländer der Eurozone sind gering. Zudem würde eine dadurch wohl steigende deutsche Wettbewerbsfähigkeit den mittelfristigen Anpassungsdruck dort noch erhöhen.
- Während wir im privaten Sektor angesichts der gegebenen wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen keine nennenswerte Investitionslücke sehen, besteht im öffentlichen Bereich ein Nachholbedarf.
- Die nötigen Mehrinvestitionen, um die gegenwärtige Infrastruktur zumindest zu erhalten bzw. leicht auszubauen, veranschlagen wir auf EUR 4 bis 7 Mrd. pro Jahr und damit spürbar niedriger als andere Analysen, aber deutlich höher als bisher von der Regierung in der Finanzplanung vorgesehen.
- Angesichts der Einführung der Schuldenbremse auch auf Länderebene ist allerdings die Finanzierungsfrage zu klären. Eine Schuldenfinanzierung ist aus unserer Sicht nicht sinnvoll.

Deutschland investiert zu wenig, so eine weitverbreitete These. Die Investitionsquote war längere Zeit rückläufig und ist im internationalen Vergleich niedrig. Entsprechend wird gefordert, die so angeblich entstandene Investitionslücke von bis zu 3% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) so bald wie möglich zu schließen und damit die Wettbewerbsfähigkeit und das Potenzialwachstum zu erhöhen, was zudem der Wirtschaft Europas Impulse verleihen würde.<sup>1</sup>

Sicherlich gibt es einiges zu verbessern. Die zuvor skizzierte These ist unserer Einschätzung zufolge aber nicht haltbar. Zwar sind die gesamten deutschen Anlageinvestitionen in Relation zum BIP niedriger als in vergleichbaren Industrieländern, was auf den ersten Blick auf eine Investitionslücke in Deutschland schließen lässt. Für einige Untergruppen der Anlageinvestitionen, beispielsweise die privaten Ausrüstungsinvestitionen, die für das Wirtschaftswachstum von zentraler Bedeutung sind, gilt dies allerdings nicht. Diese liegen in Relation zum BIP in etwa auf dem Niveau der USA und sind sogar leicht höher als im Durchschnitt der anderen Euroländer. Darüber hinaus ist beim Vergleich der Bauinvestitionen zu berücksichtigen, dass es in vielen Ländern gerade im Wohnungsbau in den vergangenen Jahren zu Übertreibungen gekommen ist, die in Deutschland ausblieben. Lediglich bei den öffentlichen Investitionen liegt Deutschland im internationalen Vergleich zurück, was sich aber unter der Ein-

<sup>1</sup> Vgl. Bach, S. et al. (2013). Wege zu einem höheren Wachstumspfad. DIW Wochenbericht 26/2013. Baldi, G. et al. (2014). Schwache Investitionen dämpfen Wachstum in Europa. DIW Wochenbericht 27/2014. In ähnlicher Weise argumentierte auch der IWF in seinem jüngsten Deutschlandbericht, in dem er zusätzliche schuldenfinanzierte öffentliche Investitionen im Umfang von jährlich EUR 14 Mrd. fordert. Vgl. IMF (2014). Germany. Staff Report for the 2014 Article IV Consultation, und auch der DIHK spricht von einer Investitionsschwäche in Deutschland. Vgl. DIHK (2014). Investitionsschwäche in Deutschland. DIHK-Schlaglicht Wirtschaftspolitik. Sommer 2014.



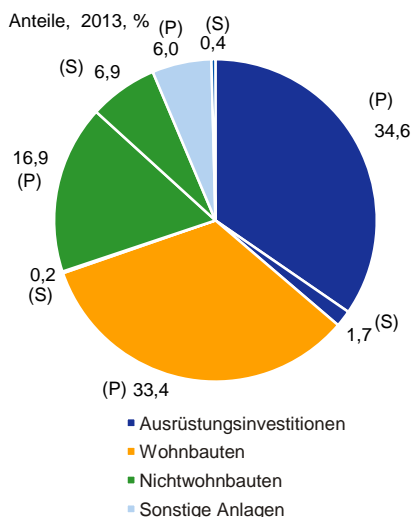
rechnung der F&E-Ausgaben in die Investitionen, die im Rahmen der großen VGR-Revision im September ansteht, deutlich relativieren sollte.

Insgesamt halten wir die Methode, die Investitionsentwicklung der letzten Jahre durch historische oder internationale Vergleiche einzuordnen und daraus eine „optimale“ Investitionsquote abzuleiten, für wenig sinnvoll. Zum einen gibt es keine theoretische Fundierung für ein optimales Investitionsniveau. Zum anderen entwickelten sich die Investitionen international sehr unterschiedlich, was auf länderspezifische Reaktionen auf externe Schocks, wie beispielsweise die Ölpreiskrisen der 1970er Jahre, länderspezifische Schocks, u.a. die deutsche Wiedervereinigung Anfang der 1990er Jahre, Unterschiede in der Wirtschaftsstruktur und Ressourcenausstattung sowie divergierende demografische Entwicklungen zurückzuführen ist.

Auch die Argumentation, dass ein investitionsgetriebenes höheres deutsches Wirtschaftswachstum wichtige Impulse für die Eurozone liefern würde, ist unserer Einschätzung zufolge zu weit gegriffen. So sind unseren Berechnungen zufolge die Nachfrageeffekte höherer Investitionen in Deutschland auf die anderen Euroländer, insbesondere die Peripherieländer, gering. Diese geringen Effekte reichen u.E. nicht aus, zusätzliche Investitionen insbesondere im privaten Sektor zu rechtfertigen. Investitionsprojekte sollten ökonomisch sinnvoll sein und deren Notwendigkeit sich aus den Rahmenbedingungen Deutschlands und den globalen Nachfragebedingungen ableiten. Darüber hinaus würde die durch höhere Investitionen steigende deutsche Wettbewerbsfähigkeit den Anpassungsdruck in den Peripherieländern noch zusätzlich erhöhen.

Vor diesem Hintergrund halten wir eine generelle Ausweitung der privaten Investitionen für wenig sinnvoll. Lediglich im öffentlichen Sektor sind höhere Investitionen zweckmäßig und angemessen. Neben zumindest bestandserhaltenden Investitionen in die Infrastruktur sehen wir angesichts der demografischen Herausforderungen vor allem einen Bedarf im Forschungs- und Entwicklungsbereich (F&E). Die dafür notwendigen zusätzlichen Mittel veranschlagen wir auf jährlich EUR 4 bis 7 Mrd. und damit merklich niedriger als andere Analysen, aber deutlich höher als von der Regierung vorgesehen.

Deutschland: Bruttoanlageinvestitionen **1**



(P) = Private Investitionen  
(S) = Staatliche Investitionen

Quelle: Statistisches Bundesamt

## Die Ausgangslage

Im vergangenen Jahr betragen die Bruttoanlageinvestitionen in Deutschland EUR 471,5 Mrd. und entsprachen damit 17,2% des BIP<sup>2</sup>. Davon entfielen 91% auf den privaten Sektor und rund 9% auf den Staat.

Die Bruttoanlageinvestitionen setzen sich zusammen aus den

- Ausrüstungsinvestitionen (gut 36%),
- Bauinvestitionen (etwa 57,5%) und
- sonstigen Anlagen (rund 6,5%).

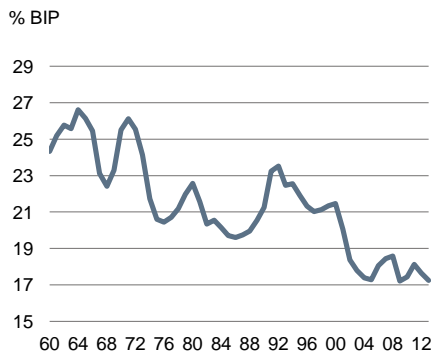
Zu den Ausrüstungsinvestitionen (insgesamt EUR 171 Mrd.) zählen Maschinen und Anlagen (Anteil 70%) sowie Fahrzeuge (30%); sie entfallen zu 95% auf den privaten Sektor. Die größte Komponente der Anlageinvestitionen, die Bauinvestitionen, gliedert sich in Wohnbauten (fast 60%) und Nicht-Wohnbauten (rund 40%). Während der staatliche Anteil an den Wohnbauinvestitionen lediglich 0,5% beträgt, liegt der Anteil der Investitionen der öffentlichen Hand an den Nicht-Wohnbauten (Hoch- und Tiefbau) bei knapp 30%. Investitionen in sonsti-

<sup>2</sup> Die vorliegende Analyse basiert noch auf den Daten dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG) 1995, das mit der Generalrevision im September 2014 durch das ESGV 2010 abgelöst wurde. Die wichtigste quantitative Änderung ist dabei die Behandlung der bisher als Vorleistungen angesehenen Militär- sowie Forschungs- und Entwicklungsausgaben als Investitionen, was in allen Ländern zu höheren Investitionsquoten führt.



## Ausblick Deutschland

### Deutschland: Bruttoanlageinvestitionen 2



Quelle: Statistisches Bundesamt

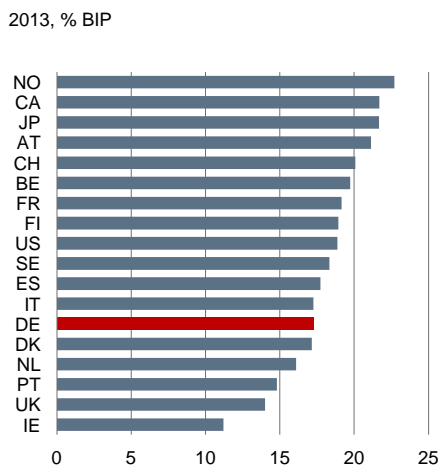
ge Anlagen umfassen Ausgaben für Nutztiere und Nutzpflanzungen sowie immaterielle Anlagegüter, wie beispielsweise Investitionen im Forschungs-, Entwicklungs- und Ausbildungsbereich, erworbene und selbstgestellte Softwareprogramme sowie Urheberrechte. Hieran hat der Staat einen Anteil von gut 6%.

### Langfristiger Rückgang der Investitionsquote etwa seit 2000 gestoppt

Der Anteil der Bruttoanlageinvestitionen am BIP tendiert seit den 1960er Jahren nach unten; dieser Trend scheint aber seit etwa 2000 gestoppt zu sein. So betrug die Anlageinvestitionsquote zu Beginn der 1960er Jahre noch gut 25% und war bis Mitte der 1980er Jahre auf rund 20% gesunken. Im Zuge der Wiedervereinigung stieg sie dann temporär wieder auf über 23% an und kehrte danach bis Anfang der 2000er Jahre erneut auf ihren rückläufigen Trend zurück. Seit 2000 bewegt sie sich unter leichten Schwankungen bei gut 17%.

Angesichts des extrem hohen Investitionsbedarfs in der Nachkriegszeit war die Investitionsquote damals entsprechend hoch, so dass der von den 1960er Jahren bis Mitte der 1980er Jahre zu beobachtende Rückgang nicht überrascht. Er war vielmehr eine Normalisierung, zumal sich in dieser Zeit auch die Dynamik der Nachfrage deutlich abgeschwächt hatte. Während der reale private Konsum Anfang der 1960er Jahre noch um durchschnittliche 5 ½% expandierte, nahm er Mitte der 1980er Jahre nur noch um 1 ¾% p.a. zu. Der Anstieg der Investitionsquote gegen Ende der 1980er Jahre lässt sich durch die Effekte der deutschen Wiedervereinigung erklären, und das erneute Absinken seit Mitte der 1990er Jahre ist größtenteils der Korrektur des Baubooms nach der deutschen Einheit geschuldet.

### Bruttoanlageinvestitionen 3



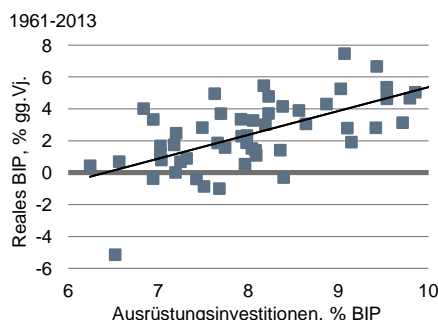
Quelle: EU-Kommission (AMECO)

Einen Rückgang der Anlageinvestitionsquote gab es unterschiedlich ausgeprägt und unter teilweise erheblichen Schwankungen auch in anderen Industrieländern. Derzeit liegt die Anlageinvestitionsquote in Deutschland mit 17,2% in etwa auf dem Niveau derjenigen in Spanien und Italien und weist gegenüber der Quote der USA und Frankreich einen Rückstand von 1 ½ und 2% des BIP auf. Besteht somit tatsächlich eine spürbare Investitionslücke in Deutschland, die von Forschungsinstituten und Verbänden auf bis zu 3% des BIP geschätzt wird?

Was für die Bruttoanlageinvestitionen insgesamt wohl gilt, stellt sich für einzelne Untergruppen, beispielsweise für die privaten Ausrüstungs- und Bauinvestitionen, anders dar. Zudem müssten Investitionsquoten im Zusammenhang ihrer Wirkung und Effekte betrachtet werden. Daher diskutieren wir im Folgenden unsere Einschätzung zur behaupteten Investitionslücke anhand von acht Thesen.

### These 1: Investitionen steigern das Wachstum(spotenzial)

### Deutschland: Investitionen & Wirtschaftswachstum 4



Quelle: EU-Kommission (AMECO)

Ja. Investitionen erhöhen das Wachstum. Als eine Verwendungskomponente des BIP haben sie zunächst einen direkten Nachfrageeffekt. Darüber hinaus erzeugen sie mittelfristig positive Angebotseffekte da die Investitionen die einzige BIP-Komponente sind, die das künftige Produktionspotenzial sichert (über Ersatzinvestitionen) bzw. mittel- und langfristig erhöhen kann (über positive Nettoinvestitionen). Auf den ersten Blick zeigt sich ein klarer positiver Zusammenhang zwischen der Höhe der Investitionen und dem Wirtschaftswachstum sowie dem Wachstum pro Kopf bzw. pro Beschäftigten. Der Korrelationskoeffizient zwischen den Ausrüstungsinvestitionen (gemessen in Relation zum BIP) und der Entwicklung des realen BIP beträgt für den Zeitraum von 1961 bis 2013 0,63 und für den Zusammenhang zwischen den Ausrüstungsinvestitionen und dem Wachstum des realen BIP je Beschäftigten 0,57.

Empirischen Studien bestätigen zwar diesen Zusammenhang, stellen jedoch die unterstellte Kausalität insbesondere für die staatlichen Investitionen in Frage.





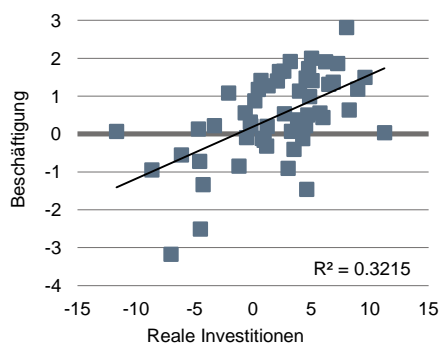
Ob öffentliche Investitionen tatsächlich das Wachstum fördern, ist nicht eindeutig. Zwar bilden Investitionen in die öffentliche Infrastruktur oft Vorleistungen für die private Investitionstätigkeit. Untersuchungen schließen aber auch eine umgekehrte Kausalität, dass das Wirtschaftswachstum die Entwicklung der öffentlichen Investitionen bestimmt, nicht aus.<sup>3</sup> Ist das Wirtschaftswachstum kräftig, sprudeln die öffentlichen Einnahmen, was zusätzliche Investitionen ermöglicht.

### Wachstumspotenzial nicht nur von Investitionen getrieben

Deutschland: Investitionen & Beschäftigung

5

1960-2013, % gg. Vj.



Quelle: EU-Kommission (AMECO)

Investitionen sind nur eine von mehreren Faktoren, die das Wachstumspotenzial eines Landes bestimmen. Unter dem Produktionspotenzial einer Volkswirtschaft wird dasjenige Produktionsniveau verstanden, das sich mit den vorhandenen Produktionsfaktoren Arbeit und Kapital unter normaler Auslastung bei gegebenem technischen Fortschritt erzielen lässt. Üblicherweise geht eine Ausweitung des Kapitalstocks mit einer steigenden Beschäftigung einher. Entsprechend müssen bei höheren Investitionen auch die Arbeitskräfte vorhanden sein. Neben dieser komplementären Beziehung zwischen den Produktionsfaktoren ist auch eine Substitution von Kapital durch Arbeit oder von Arbeit durch Kapital möglich. Die Hartz-Arbeitsmarktreformen, die in der ersten Hälfte der 2000er Jahre in Kraft traten und ein spürbar höheres Arbeitsangebot zur Folge hatten, haben zusammen mit einer auf Beschäftigungssicherung ausgerichteten maßvollen Lohnpolitik zu moderaten Lohnkostensteigerungen geführt und so zu einer Substitution von Kapital durch Arbeit beigetragen. Dies hat sicherlich zu einer im Vergleich zu anderen Ländern, in denen die Löhne deutlich kräftiger gestiegen waren, unterschiedlichen Investitionsentwicklung und zu einer entsprechend unterschiedlichen Investitionsquote beigetragen.

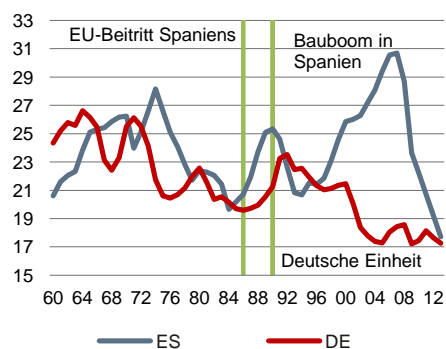
Rein statistisch betrachtet führen Investitionen, die über den Abschreibungen liegen, dazu, dass der Kapitalstock wächst. Dies steigert das Wachstumspotenzial. In Deutschland würde auf Basis einer Solow-Wachstumszerlegung ein Anstieg des Kapitalstocks um 1% zu einem um 0,2 Prozentpunkte höheren Wachstum führen. Freilich basiert dieser Zusammenhang auf historischen Entwicklungen. Nicht zuletzt weil Investitionen einen abnehmenden Grenznutzen aufweisen – jede weitere Einheit Kapital hat also einen leicht geringeren zusätzlichen Nutzen als jene zuvor – kann dieser historische Zusammenhang nicht ohne weiteres fortgeschrieben werden.

### Je höher – desto besser? Oder wie hoch ist eigentlich die optimale Investitionsquote?

Bruttoanlageinvestitionen

6

% BIP



Quelle: EU-Kommission (AMECO)

Wird die Schlussfolgerung bejaht, dass höhere Investitionen ein höheres Wachstumspotenzial implizieren, stellt sich die Frage nach der Effizienz und damit nach der optimalen Höhe der Investitionsquote einer Volkswirtschaft. Darauf geben allerdings die vorherrschenden Wachstumstheorien kaum einen Hinweis.

Die Orientierung an den Investitionsquoten anderer Länder oder an EU- bzw. OECD-Durchschnitten ist ebenso wenig hilfreich, da die Frage, ob diese sich in ihrem Optimum befinden, nicht beantwortet werden kann. Solche Vergleiche können aufgrund von länderspezifischen Entwicklungen, etwa die Übertreibungen im Wohnungsbau in Spanien, in die Irre führen. Zudem bestehen hinsichtlich der Produktpalette sowie der Produktionsstruktur, die wiederum u.a. durch die demografische Entwicklung sowie Qualifikation der Arbeitskräfte geprägt wird, selbst unter den größeren Industrieländern erhebliche strukturelle Unterschiede, woraus letztlich unterschiedliche Investitionsquoten resultieren. Darüber hinaus spielen auch die politischen Rahmenbedingungen bzw. deren Ände-

<sup>3</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2013). Gegen eine rückwärtsgewandte Wirtschaftspolitik. Jahresgutachten 2013/14.



rung, wie z.B. die Energiewende in Deutschland, eine wichtige Rolle. Auch die unterschiedlichen Startniveaus, beispielsweise in Deutschland und den USA nach dem 2. Weltkrieg, waren entscheidend für die Investitionsentwicklung und damit für die Höhe der Investitionsquote. Gleiches gilt auch für Aufholprozesse, wie sie beispielsweise in Spanien und Portugal nach ihrem EU-Beitritt Mitte der 1980er Jahre stattfanden.

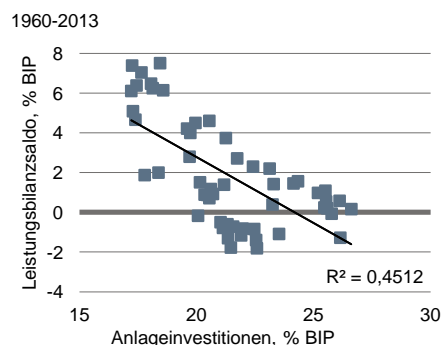
Auch die Orientierung an der eigenen historischen Entwicklung bzw. historischen Durchschnitten birgt wegen Sonderentwicklungen, wie beispielsweise die Wiedervereinigung und die Energiewende in Deutschland, erhebliche Fallstricke und ist daher wenig aussagefähig für die Einschätzung der jüngeren Vergangenheit.

Die Frage nach der optimalen Höhe von Investitionen ist gleichbedeutend mit der Frage nach ihrer Effizienz. Je höher die Quote, desto besser, sollte daher nicht die Devise sein. Dies gilt zwar für alle Investitionen. Gerade für öffentliche Investitionen kann dafür aber eine Reihe von Fehlinvestitionen bzw. Ineffizienzen bei der Umsetzung angeführt werden.<sup>4</sup> Prominentes Beispiel hierfür ist wohl der Flughafenbau in Berlin. Offiziellen Schätzungen zufolge kostet er wahrscheinlich knapp EUR 5,5 Mrd. und damit EUR 3,7 Mrd. mehr als noch 2004 geplant, jedoch mit einer höheren Kapazität als ursprünglich vorgesehen. Allerdings handelt es sich häufig nicht um eine Fehlinvestition per se, sondern eher um eine schlechte Ausführung, die die Kosten treibt.

Für die Investitionen insgesamt könnte die Effizienz anhand des erzielten Wirtschaftswachstums – Deutschland schneidet dabei im internationalen Vergleich gut ab, worauf im Folgenden noch eingegangen wird –, aber auch anhand der Wettbewerbsfähigkeit eines Landes beurteilt werden. So geht die als zu niedrig kritisierte deutsche Investitionsquote mit einer hohen Wettbewerbsfähigkeit einher, die sich in einem deutschen Leistungsbilanzüberschuss von zuletzt 6,8% des BIP widerspiegelt. Dies spricht dafür, dass die Investitionen in Deutschland sehr effizient sind. Aber auch hier könnte die Kausalität umgekehrt sein. Die hohen Leistungsbilanzüberschüsse bedingen einen entsprechend hohen Kapitalexport. Inländische Ersparnisse fließen in diesem Umfang ins Ausland, so dass für die inländischen Investitionen entsprechend weniger Mittel zur Verfügung stehen.

Deutschland: Investitionen & Leistungsbilanz

7



Quelle: EU-Kommission (AMECO)

## These 2: Vom höheren Wachstum profitieren auch die Peripherieländer

Kaum. Die Effekte eines kräftigeren deutschen Wachstums insbesondere auf die Peripherieländer der Eurozone sind gering.<sup>5</sup> Unseren Berechnungen zufolge würde ein um einen Prozentpunkt höheres deutsches Wirtschaftswachstum über höhere deutsche Importe sowie Reiseverkehrausgaben die Leistungsbilanzen der GIPS-Länder (Griechenland, Italien, Portugal und Spanien) insgesamt um bestenfalls gut EUR 3 Mrd. oder 0,1% des BIP verbessern und dort einen entsprechend geringen Wachstumsimpuls generieren.<sup>6</sup> Temporär höhere

<sup>4</sup> Vgl. Bund der Steuerzahler Deutschlands e.V. (2013). Die öffentliche Verschwendung 2013. 41. Schwarzbuch des Bundes der Steuerzahler.

<sup>5</sup> Vgl. Gräf, B., H. Peters (2013). Deutschland: Stark genug um Europa zu retten? Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 18. Februar 2013.

<sup>6</sup> Untersuchungen der Bundesbank und EU-Kommission finden ebenfalls nur Effekte in dieser Größenordnung. Vgl. EU Commission (2012). Current Account Surpluses in the EU. European Economy 9/2012 und Deutsche Bundesbank (2011). Die außenwirtschaftliche Position Deutschlands vor dem Hintergrund zunehmender wirtschaftspolitischer Überwachung. Monatsbericht Oktober 2011. Der IWF kommt zwar in seinen Simulationen zu höheren Werten (in der Spitze bis zu 0,4%), die aber vor allem (obskuren) geldpolitischen Effekten zu verdanken sind. Ohne diese liegen die IWF Ergebnisse ebenfalls in der Größenordnung von 0,1%. Vgl. IMF (2014). Germany. Staff Report for the 2014 Article IV Consultation und IMF (2012). Germany. Staff Report for the 2012 Article IV Consultation.

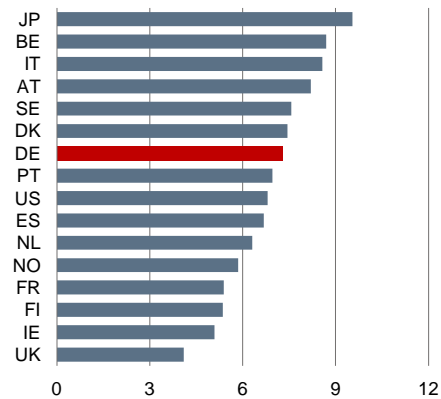


Ausblick Deutschland

Ausrüstungsinvestitionen

8

2000-2013, % BIP



Quelle: EU-Kommission (AMECO)

Exporte nach Deutschland können daher die notwendigen tiefgreifenden Reformen in den Peripherieländern nicht ersetzen, sondern bestenfalls deren kurzfristig negativen Auswirkungen minimal abfedern. Diese geringen Effekte reichen u.E. nicht zur Begründung zusätzlicher Investitionen insbesondere im privaten Sektor aus.

Darüber hinaus würde die durch höhere Investitionen steigende deutsche Wettbewerbsfähigkeit den Anpassungsdruck in den Peripherieländern noch zusätzlich erhöhen. So wurde schon die in den 2000er Jahren gestiegene Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands, als Deutschland vom „kranken Mann Europas“ zum wirtschaftlichen Vorbild aufstieg, von vielen Kommentatoren als die eigentliche Ursache der wirtschaftlichen Probleme der Peripherieländer ausgemacht.

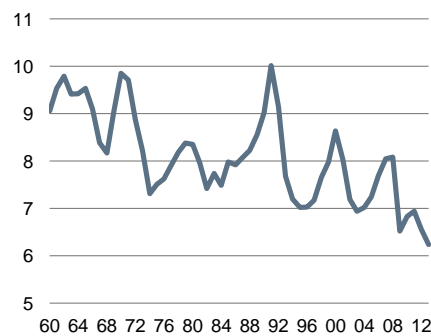
These 3: Die Unternehmen investieren zu wenig

Nein. Der DIHK kommt in seiner Analyse auf Basis des Vergleichs der Investitionsquoten zwar – wie auch das DIW – zu einer Investitionslücke von insgesamt EUR 80 Mrd. oder 3% des BIP, wovon etwa EUR 60 Mrd. auf den privaten Sektor entfallen. Dies entspricht 14% der Investitionen des privaten Sektors. Wir halten den so ermittelten deutschen Investitionsrückstand für viel zu hoch gegriffen. Unserer Einschätzung zufolge besteht im privaten Bereich – bei gegebenen wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen – kein nennenswerter Nachholbedarf.

Deutschland: Ausrüstungsinvestitionen

9

% BIP

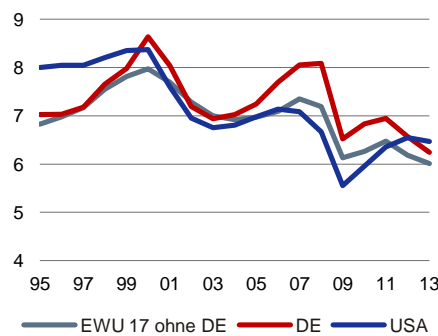


Quelle: Statistisches Bundesamt

Ausrüstungsinvestitionen im internationalen Vergleich

10

% BIP

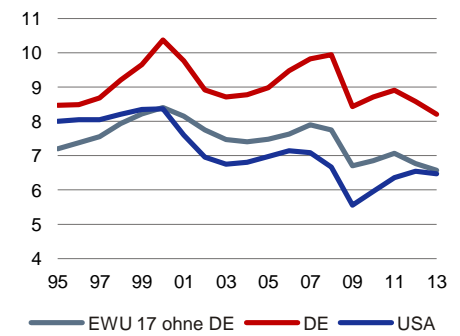


Quelle: EU-Kommission (AMECO)

Ausrüstungsinvestitionen einschließlich F&E-Ausgaben

11

% BIP



Quellen: EU-Kommission (AMECO), OECD

Wie zuvor beschrieben halten wir einen Vergleich von Investitionsquoten zwar für nicht zielführend. Aber selbst wenn man sich auf das Argument einlässt, zeigt sich, dass Deutschland nicht zu wenig in Ausrüstungen investiert. So ist der Anteil der Bruttoausrüstungsinvestitionen am BIP in den letzten Jahrzehnten ähnlich stark wie die Bruttoanlageinvestitionsquote zurückgegangen, weist aber am aktuellen Rand mit 6,2% in etwa das gleiche Niveau wie in den USA (6,5%) auf. Zudem liegt er deutlich über den Quoten in Frankreich und Portugal (rund 5%) sowie Großbritannien (3%). Spürbar höhere Investitionsquoten sind unter den größeren Industrieländern nur in Japan und Italien zu finden. In beiden Ländern sind jedoch die Abschreibungen auf den Kapitalstock überdurchschnittlich hoch, so dass die Nettoinvestitionsquoten seit 2000 in Japan deutlich niedriger und in Italien nur wenig höher als in Deutschland waren. Auch in einer etwas längerfristigen Betrachtung ist keine Unterinvestition im privaten Sektor auszumachen. So ergibt sich im Mittel des Zeitraums von 2000 bis 2013 das gleiche Bild wie am aktuellen Rand. Einschließlich der F&E-Ausgaben der Unternehmen, die mit der anstehenden Revision nicht mehr als Vorleistungen

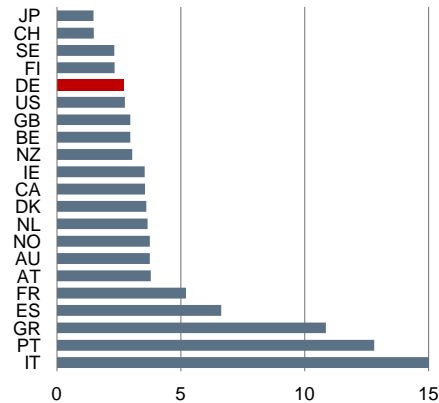


## Ausblick Deutschland

### Effizienz von Investitionen

12

Durchschnittliche Nettoanlageinvestitionsquote  
dividiert durch das durchschnittliche  
Wirtschaftswachstum 2000-2013 (ICOR-Index\*)



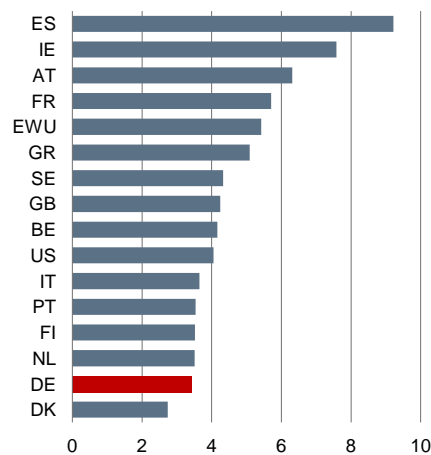
\* Je niedriger der Index, desto effizienter die Investitionen

Quellen: EU-Kommission (AMECO),  
Deutsche Bank Research

### Nettoanlageinvestitionen

13

Privater Sektor, 2000-2013, % BIP

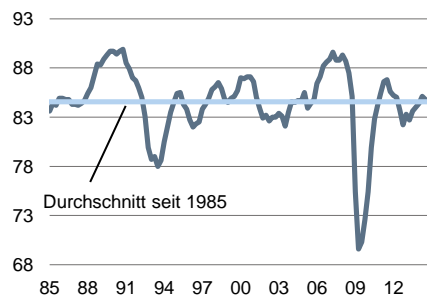


Quelle: EU-Kommission (AMECO)

### Deutschland: Kapazitätsauslastung

14

Verarbeitendes Gewerbe, %



Quelle: ifo

gelten, sondern in die Investitionen eingerechnet werden und in Deutschland höher als in der Eurozone sind, liegt sie sogar gut 1 ¾-Punkte über den Quoten in der Eurozone und den USA.

Angesichts des höheren Anteils der Industrie in Deutschland überrascht zunächst, dass die deutsche Investitionsquote nicht höher als in den USA und anderen Ländern ist. So betrug der Anteil der Industrie (ohne Bau) in Deutschland 2013 gut 25% und lag damit deutlich höher als in den USA (gut 16%) und dem Durchschnitt der Eurozone (gut 19%). Frankreich und Großbritannien kommen lediglich auf Anteile von knapp 13% bzw. gut 14%, während der Industrieanteil in Spanien und Italien bei 17,5% bzw. 18% lag.

### Hohe Effizienz deutscher Investitionen

Dies lässt sich dadurch erklären, dass die Industrie selbst in Deutschland nur einen Anteil an den gesamten Ausrüstungsinvestitionen von rund 25% hat. In anderen Ländern haben aber andere Sektoren größere Anteile. So hat beispielsweise Frankreich mit 2,8% einen gut dreieinhalb Mal so hohen Anteil der Landwirtschaft an der Bruttowertschöpfung wie Deutschland und weist entsprechend höhere Investitionen im Agrarsektor auf. Und hinsichtlich der Effizienz der Investitionen liegt Deutschland gemessen am ICOR-Index im internationalen Vergleich für den Zeitraum 2000 bis 2013 auf den vorderen Plätzen. Der ICOR-Index (Incremental Capital-Output Ratio) setzt die Investitionstätigkeit in Relation zum BIP, hier die über die Ersatzinvestitionen hinausgehenden Nettoinvestitionen, ins Verhältnis zum erzielten Wirtschaftswachstum. Je niedriger dieser Index ist, desto effizienter sind die Investitionen. Dieser Vergleich zeigt, dass Deutschland mit seinen Investitionen im internationalen Vergleich ein hohes Wirtschaftswachstum erzielt hat. Dabei dürfte auch die Qualität der Arbeitskräfte eine wichtige Rolle spielen.

Deutschland hatte zwar im Zeitraum von 2000 bis 2013 im internationalen Vergleich mit durchschnittlich 3,4% des BIP mit die niedrigste Nettoinvestitionsquote in der privaten Wirtschaft, die von den USA (4,1%) und insbesondere Frankreich (5,7%) deutlich übertroffen wurde. Die hohe Effizienz deutscher Investitionen konnte dies allerdings ausgleichen, so dass das damit erzielte Wirtschaftswachstum in diesem Zeitraum in Deutschland in etwa mit dem der USA vergleichbar und spürbar höher als in Frankreich war.

### Investitionsentwicklung der letzten Dekade passt zu Rahmenbedingungen

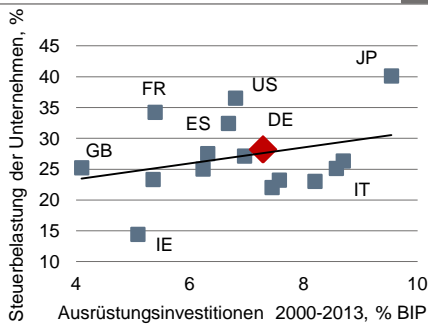
Unternehmen treffen Investitionsentscheidungen auf Basis ihrer Einschätzung der zukünftigen Nachfrage und – unter der Beachtung der vorhandenen Rahmenbedingungen – der Möglichkeit, daraus Gewinne zu erzielen. Derzeit sind die deutschen Produktionskapazitäten ausreichend groß, um den Bedarf zu befriedigen. So liegt die Kapazitätsauslastung in der Industrie derzeit minimal über ihrem langfristigen Durchschnitt und noch um fast 5 Prozentpunkte unter ihren früheren Höchstständen.

Wir glauben, dass die Unternehmen – bei aller Unsicherheit – wohl am besten ihre künftige Nachfrage einschätzen können. Eine von uns geschätzte Investitionsfunktion, die auf dem Wirtschaftswachstum, der Gewinnentwicklung, der Kapazitätsauslastung sowie den Realzinsen basiert, zeigt von 2000 bis 2013 keine größere Abweichung der Modell-Lösung von der tatsächlichen Investitionsentwicklung.<sup>7</sup> Vor diesem Hintergrund kann eine ausgesprochene Investitionsschwäche bzw. eine Zurückhaltung der Unternehmen verneint werden. Die Dynamik der Ausrüstungsinvestitionen entspricht der aufgrund der Fundamen-

<sup>7</sup> Vgl. Gräf, B. (2012). Ausrüstungsinvestitionen: Zyklischer Rückgang. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 3. Dezember 2012.



Steuerbelastung der Unternehmen & Ausrüstungsinvestitionen 15

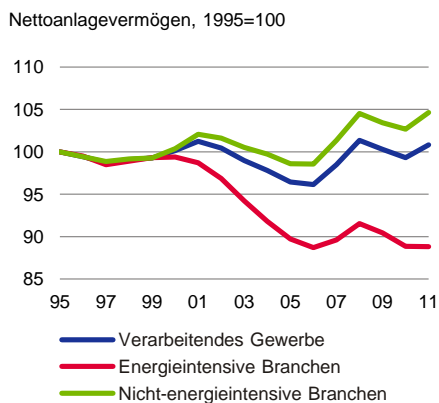


Quellen: EU-Kommission (AMECO), BDI

talfaktoren erwarteten Entwicklung. Sie spiegelt folglich die ökonomischen und insbesondere auch die wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen wider, die mit Blick auf die längerfristigen Herausforderungen vor allem des demografischen Wandels verbessert werden sollten.

Den Ergebnissen einer Umfrage des DIHK zufolge nennen deutsche Unternehmen vor allem Steuern und Abgaben, die Flexibilität des Arbeits- und Tarifrechts sowie die Energiekosten an oberster Stelle möglicher Investitionshemmnisse.<sup>8</sup> Angesichts des flächendeckenden Mindestlohnes sowie den im internationalen Vergleich sehr hohen Energiekosten – auch infolge der deutschen Energiewende – sind die beiden letzten Hemmnisse verständlich. Laut der DIHK-Umfrage würden 80% der Unternehmen bei niedrigeren Steuern und Abgaben mehr investieren. Ob die dadurch suggerierte Bedeutung bei diesem Standortfaktor gegeben ist, muss jedoch bezweifelt werden. So liegt Deutschland zwar hinsichtlich der Steuerbelastung der Unternehmen im internationalen Vergleich im oberen Mittelfeld. Länder mit einer niedrigeren Steuerbelastung<sup>9</sup>, wie beispielsweise Großbritannien, Irland, die Niederlande, Finnland, Dänemark und Schweden, weisen im Schnitt der letzten 15 Jahre aber ähnlich hohe Investitionsquoten bzw. sogar merklich niedrigere als Deutschland auf. Dies deutet darauf hin, dass bei Investitionsentscheidungen die Steuerbelastung wohl nicht der wichtigste Faktor ist.

Deutschland: Nettoanlagevermögen 16



Quelle: Statistisches Bundesamt

### Energiewende bremst Investitionen

Investitionen werden – wie beschrieben – auch entscheidend von den Rahmenbedingungen in einer Volkswirtschaft beeinflusst. Nicht zuletzt mit der (Implementierung der) Energiewende – das Erneuerbare Energien Gesetz trat im April 2000 in Kraft – hat die deutsche Politik diese jedoch für Unternehmen verschlechtert.<sup>10</sup> So übertrifft der deutsche Strompreis für industrielle Kunden das EU-Niveau um gut ein Viertel. Der Kostennachteil gegenüber den USA ist sogar noch erheblich größer. Entsprechend den staatlichen (Fehl-) Anreizen überrascht die schwache bzw. rückläufige Investitionsentwicklung energieintensiv produzierender Unternehmen nicht. Die Unternehmen aus energieintensiven Branchen haben sich schon in den letzten Jahren mit Investitionen in Deutschland zurückgehalten. In nur zwei der letzten 17 Jahre investierten die energieintensiven Branchen mehr in ihre Anlagen, als sie abgeschrieben haben. In der Folge ist das Nettoanlagevermögen bei den energieintensiven Industriezweigen zwischen 1995 und 2011 um über 11% gesunken, insbesondere in den Jahren nach 2000. Dagegen nahm es in den übrigen Branchen um knapp 5% zu. Die energieintensiven Branchen standen 2011 für 16% der Bruttowertschöpfung im Verarbeitenden Gewerbe.

### Investitionsquote & demografischer Wandel: Kein eindeutiger Zusammenhang

Auf den ersten Blick ist zwar auf mittlere und längere Sicht infolge des durch den demografischen Wandel knapper werdenden Arbeitsangebots und der daraus resultierenden Verschiebung der relativen Preise von Arbeit und Kapital mit einer steigenden Investitionsquote zu rechnen. So wird aufgrund der aus dem Arbeitsmarkt ab 2020 ausscheidenden geburtenstarken Baby-Boomer-Generationen die Zahl der Personen im erwerbsfähigen Alter bis 2060 mehr als doppelt so stark sinken wie die Gesamtbevölkerungszahl, die um rund 20% schrumpfen wird, wenn sich die derzeit überaus kräftige Zuwanderung wieder

<sup>8</sup> Vgl. DIHK (2014). Investitionsschwäche in Deutschland. DIHK-Schlaglicht Wirtschaftspolitik. Sommer 2014.

<sup>9</sup> Vgl. BDI (2013). Die Steuerbelastung der Unternehmen in Deutschland. Fakten für die politische Diskussion 2013.

<sup>10</sup> Vgl. Heymann, Eric (2013). Carbon Leakage: Ein schleichender Prozess. Deutsche Bank Research. Aktuelles Thema. 18. Dezember 2013.





normalisiert. Der Rückgang des Erwerbspersonenpotenzials wird dazu führen, dass die Kapitalintensität, d.h. der Kapitaleinsatz in Relation zum Arbeitseinsatz, zunehmen wird. Der demografische Wandel wird wohl auch zu einer sektoralen Verschiebung hin zu auf die Binnennachfrage gerichtete Sektoren führen. Hier ist in erster Linie an den Dienstleistungsbereich Gesundheit und Pflege zu denken, wo Arbeit schwierig bzw. nur unter hohem Einsatz durch Kapital substituiert werden kann.

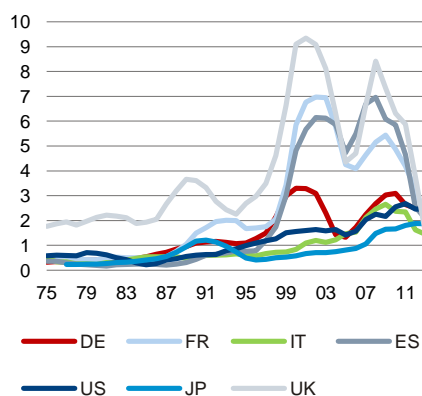
Aus demografischer Sicht sind höhere Investitionen insgesamt wohl realistisch. Ob diese allerdings im In- oder Ausland getätigt werden, ist strittig. Vor allem multinationale Unternehmen werden wohl neue Produktionsstätten verstärkt in den Ländern aufbauen, wo die lokale Nachfrage und das Arbeitskräftepotenzial wachsen und/oder Lohn- und Energiekosten niedriger sind. Auch bei mittelständigen Unternehmen ist eine Internationalisierung der Produktionsketten denkbar und in vielen Fällen auch schon weit fortgeschritten. Dies muss allerdings wie in These vier diskutiert, nicht zu Lasten der inländischen Entwicklung gehen.

#### These 4: Die deutsche Industrie investiert verstärkt im Ausland, statt im Inland

Direktinvestitionen im Ausland

17

Jährliche Direktinvestitionen im Ausland, gleitender 5J-Durchschnitt, % BIP

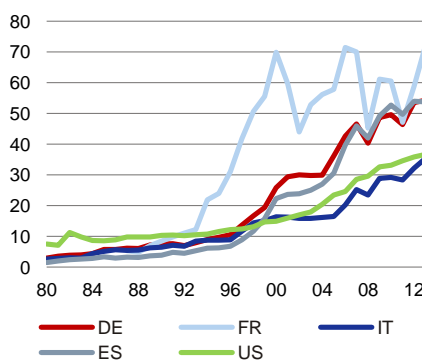


Quelle: IWF

Direktinvestitionsbestände

18

% BIP



Quelle: IWF

Nein. Die These, dass die vermutete Investitionsschwäche in Deutschland dadurch verursacht ist, dass deutsche Unternehmen verstärkt im Ausland statt im Inland investieren, ist unserer Einschätzung zufolge nicht zutreffend. Direktinvestitionen im Ausland schwanken im zeitlichen Ablauf erheblich. Im Zeitraum 1995 bis 2013 waren die deutschen Direktinvestitionen im Ausland in Relation zum BIP mit durchschnittlich jährlich 2,5% zwar leicht höher als die der USA (1,9%), aber deutlich niedriger als britische (5,8%), spanische (4,4%) und französische (4,2%). Spürbar weniger Direktinvestitionen im Ausland als Deutschland sind unter den größeren Industrieländern in Italien (1,5%) und Japan (1,2%) zu beobachten.

Zwar könnten die jährlichen Direktinvestitionsflüsse ins Ausland das Bild aufgrund unterschiedlicher Ausgangsniveaus verzerren. Die Entwicklung und vor allem die Höhe der Direktinvestitionsbestände ergeben allerdings keine andere Einschätzung zu Deutschland.

Die These, dass die deutschen Investitionen im Ausland ein Substitut für inländische sind, lässt sich kaum halten. Im Gegenteil: Sie bildeten die Basis für die Erfolgsgeschichte der deutschen Wirtschaft, die in besonderem Maße ihre Wertschöpfungskette internationalisiert hat.<sup>11</sup> Direktinvestitionen im Ausland haben damit auch zur Sicherung der Investitionen im Inland beigetragen. Dies lässt sich auch daran erkennen, dass sich die Ausrüstungsinvestitionen in Relation zum BIP in Deutschland auf einem international vergleichbaren Niveau bewegen. Auch die Umfragen des DIHK zeigen, dass Betriebe mit Auslandsinvestitionen auch hierzulande kräftiger investieren und ihre Beschäftigung aufstokken wollen.

Auch der Anteil der Direktinvestitionen an den gesamten privaten Investitionen deutet für Deutschland nicht darauf hin, dass Direktinvestitionen im Ausland ein Substitut für inländische Investitionen sind. Über den Zeitraum von 1985 bis 2013 lag der Anteil wie in den USA bei rund einem Zehntel und deutlich niedriger als in Frankreich (ein Fünftel) oder dem Vereinigten Königreich (etwa 30%).

Die deutschen Unternehmen haben sich erfolgreich im internationalen Wettbewerb behauptet und trotz der aufstrebenden Schwellenländer – insbesondere China – kaum Welthandelsanteile verloren. Dabei spielte eine Rolle, dass die deutschen Unternehmen ihre Wertschöpfungsketten zunehmend internationali-

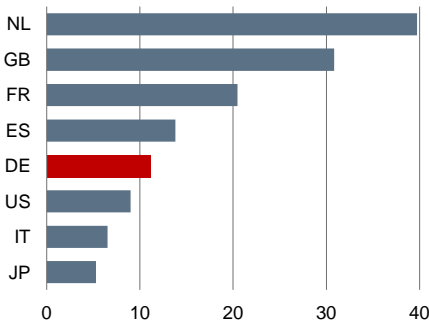
<sup>11</sup> Vgl. Peters, H. (2013). Globale Wertschöpfungsketten sichern deutschen Unternehmen Wettbewerbsvorteile. Deutsche Bank Research. Ausblick Deutschland. 1. Juli 2013.



Ausblick Deutschland

Direktinvestitionen 19

in % der privaten Investitionen, 1985-2013



Quellen: EU-Kommission, IWF, Global Insight

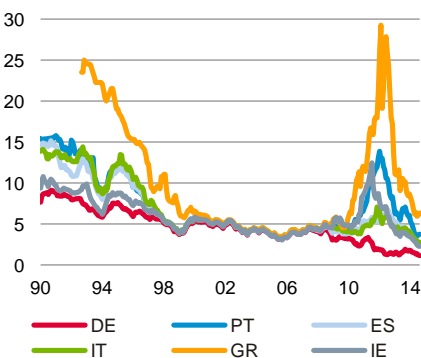
sierten. Während der ausländische Wertschöpfungsanteil deutscher Exporte Mitte der 1990er Jahre mit 19% knapp unter dem globalen Durchschnitt lag, war der Anteil im Jahr 2009 mit 27% leicht darüber.

Mit der Verlagerung von Teilen der Produktionskette – vor allem von einfachen und standardisierten Arbeitsabläufen – in Länder mit geringerem Lohnniveau steigerten die deutschen Unternehmen ihre Produktivität und senkten die durchschnittlichen Lohnkosten. Im Inland hingegen verblieben die Unternehmenszentralen, die Forschung und Entwicklung sowie die Tätigkeiten, die hochqualifizierte, hochspezialisierte und gut bezahlte Fachkräfte benötigen. Paradebeispiel hierfür sind die großen Autobauer mit ihrer modularen Fertigung. Für den deutschen Mittelstand mit hoch-spezialisierten Nischenprodukten ist die Einbindung in globale Produktionsketten häufig der einzige Weg, Skaleneffekte zu erzielen.

These 5: Wir brauchen eine Investitionsagenda für Europa

Renditeentwicklung 20

Langfristige Staatsanleihen, %



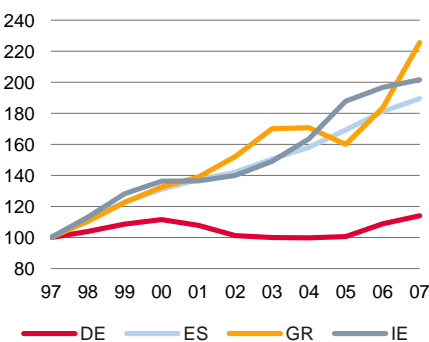
Quellen: IWF, Global Insight

Nein. Wir halten eine wie kürzlich vom DIW geforderte Investitionsagenda zur Förderung der privaten Investitionen für nicht notwendig. In Deutschland gibt es u.E. ohnehin kein Nachholbedarf bei den privaten Investitionen, und bei einer über einen europäischen Investitionsfonds finanzierten Förderung der privaten Investitionen in anderen europäischen Ländern bestehen erhebliche Risiken, dass es dadurch zu Fehlanreizen kommt. Nach dem DIW soll über Garantien der Mitgliedsstaaten eine günstige Refinanzierung des Investitionsfonds sichergestellt werden. Damit könnten die Kreditzinsen für Unternehmen in den Krisenländern sinken und so nicht nur das Kreditangebot, sondern auch die Kreditnachfrage dort verbessern.<sup>12</sup>

Sicherlich können höhere Investitionen das Wirtschaftswachstum kurzfristig erhöhen, ob aber auch das Wachstumspotenzial einer Volkswirtschaft gesteigert wird, hängt in hohem Maße von der Qualität bzw. Effizienz der Investitionen ab. Gerade die jüngere Entwicklung hat gezeigt, dass zu niedrige Zinsen zu den massiven Fehlentwicklungen in diesen Ländern beigetragen haben. So sind die langfristigen Zinsen in den Peripherieländern der Eurozone im Vorfeld der EWU drastisch gesunken und lagen im Zeitraum von 1998 bis 2007 nahezu auf deutschem Niveau. Gleichzeitig überstieg die Investitionsdynamik in diesen Ländern merklich die deutsche. Während die realen deutschen Ausrüstungsinvestitionen in den 10 Jahren vor Ausbruch der Finanzkrise um durchschnittlich 5,8% jährlich expandierten, nahmen sie in Spanien um rund 1 Prozentpunkt, in Irland um über 3 Prozentpunkte und in Griechenland sogar um fast 8 Prozentpunkte pro Jahr stärker zu. Einschließlich der Bauinvestitionen war der Abstand zu Deutschland mit gut 5 Prozentpunkten pro Jahr in Spanien und 6 Prozentpunkten in Irland sogar noch deutlicher ausgeprägter. Es wundert daher nicht, dass gerade die südlichen Peripherieländer im internationalen Vergleich in den letzten Dekaden im Schnitt die niedrigste Effizienz aufweisen.

Bruttoanlageinvestitionen (1997-2007) 21

Real, 1997=100



Quelle: EU-Kommission (AMECO)

Dass diese „Überinvestition“ abgebaut werden musste bzw. noch muss, steht wohl außer Frage. Zwar sind die Bruttoausrüstungsinvestitionen seit Ausbruch der Finanz- und Schuldenkrise im Zuge der tiefen Rezession um 20% (Spanien) bis 55% (Griechenland) geschrumpft. Ob dadurch allerdings schon ein neues Gleichgewicht erreicht ist, auf dem eine gemeinsame Förderung aufbauen kann, ist mit Blick auf den Kapitalstock, der in Relation zum BIP in diesen Ländern erheblich über dem deutschen Niveau liegt, zu bezweifeln. Dies gilt in Spanien insbesondere für den Wohnungsbau. Auch der Hinweis, dass eine solche Investitionsfinanzierung zu niedrigeren Zinsen und somit einer höheren Kreditnachfrage in den Krisenländern führen würde, überzeugt mit Blick auf die Entwick-

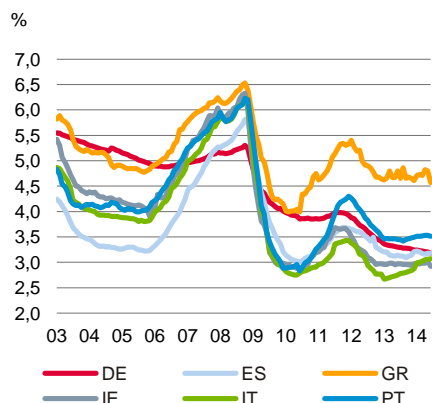
<sup>12</sup> Vgl. Fichtner, F., M. Fratzscher, M. Gornig (2014). Eine Investitionsagenda für Europa. DIW Wochenbericht Nr. 27/2014.



## Ausblick Deutschland

Zinsen für Unternehmenskredite

22



Quelle: EZB

lung sowie das aktuelle Niveau der Zinsen für Unternehmenskredite nicht. So sind in der Eurozone die Kreditzinsen seit ihrem Höhepunkt im Oktober 2008 schon massiv um 2 bis 3 Prozentpunkte gesunken und liegen aktuell sogar tiefer als vor Ausbruch der Finanzkrise. Dies gilt auch für Griechenland, wo die Zinsen für Unternehmenskredite aktuell mit etwas mehr als 4 ½% um 1 ¼ Prozentpunkte unter ihrem Niveau vom Januar 2003 liegen. Sicherlich sind in Griechenland und Portugal die Kreditzinsen für Unternehmen höher als in Deutschland, wo diese aktuell gut 3% betragen. In Spanien und Italien liegen sie dagegen auf deutschem Niveau, und in Irland sind sie sogar etwas niedriger. Angesichts der mit Blick auf die wirtschaftliche Entwicklung z.B. in Griechenland deutlich höheren (Kredit-)Risiken jedoch von zu hohen Zinsen zu sprechen, ist u.E. zu weit gegriffen.

Zugegebenermaßen geht die restriktive Kreditvergabe vermutlich auch zulasten sinnvoller Investitionsvorhaben von Unternehmen in den Peripherieländern. Ob allerdings eine neue Finanzierungsquelle in Form eines europäischen Fonds die Lösung ist, muss hinterfragt werden, insbesondere hinsichtlich der vagen Kreditvergaberegelungen des Fonds. Eine solide implementierte europäische Bankenunion und -aufsicht sowie ein erfolgreicher Abschluss des Asset Quality Reviews dürften die bessere und direktere Lösung bilden, da sie die bankenbasierte Kreditfinanzierung wieder auf eine ordentliche und dauerhafte Basis stellen soll.

Insgesamt gilt aber, dass eine weitere Konsolidierung die Devise sein muss, nicht ein erneuter Schuldenaufbau. Denn ein massiver Schuldenaufbau auch im Unternehmenssektor im Zuge zu niedriger Realzinsen war die Ursache der heutigen Misere in den südlichen Peripherieländern. So hat sich die Verschuldung der Unternehmen in Relation zur Wirtschaftskraft von 1995 bis 2007 in Griechenland und Italien um fast 25 Prozentpunkte des BIP erhöht, und in Portugal und Spanien hat sie sich sogar verdoppelt.<sup>13</sup> Seither ist die Verschuldung der Unternehmen in den südlichen Peripherieländern (mit Ausnahme in Spanien) aufgrund der tiefen Rezession weiter gestiegen und liegt aktuell in Griechenland bei fast 80%, in Italien bei 93%, in Spanien bei 127% und in Portugal sogar bei fast 160% des BIP. In Deutschland hat dagegen die Unternehmensverschuldung von 1995 bis 2007 lediglich um 12 Prozentpunkte des BIP zugenommen und liegt derzeit bei knapp 73% des BIP.

Investitionen müssen sich an ihrer Effizienz messen lassen. Ob diese allerdings durch die Politik besser eingeschätzt werden können als von den Unternehmen, muss bezweifelt werden. Entsprechend sind die Risiken für Fehlanreize und entsprechende Fehlentwicklungen hoch.

<sup>13</sup> Dies kann aber z.T. auch einer strukturellen Veränderung der Unternehmensfinanzierung geschuldet sein, da Unternehmen früher nur einen eingeschränkten Zugang zu Fremdfinanzierung hatten.



Verschuldung der nichtfinanziellen Unternehmen\*

23

EUR Mrd.	1995	2007	2012	2013	Veränderung, EUR Mrd.	
					1995-2007	2007-2012/13
Euroraum (17 Länder)	3.837	8.424	9.490		4.586	1.067
Belgien	152	253	364	374	101	121
Dänemark	105	251	275	259	146	8
Deutschland	1.223	1.892	1.930	1.999	668	108
Irland**	156	260	408		105	147
Griechenland	36	144	147	141	107	-3
Spanien	269	1.347	1.304		1.078	-43
Frankreich	921	1.700	2.158		779	457
Italien	553	1.352	1.458		799	106
Niederlande	358	684	654		326	-30
Österreich	116	236	310		121	74
Portugal	65	218	261	261	153	43
Finnland	70	153	201		83	48
Schweden	191	480	627	611	288	131
Vereinigtes Königreich	579	1.790	1.887	1.838	1.211	49
Island***	23	83	34		60	-49

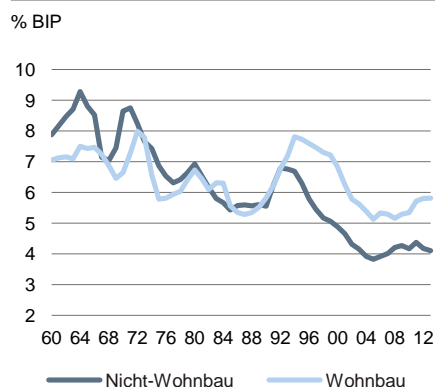
  

% BIP					Veränderung, %-Punkte	
	1995	2007	2012	2013	1995-2007	2007-2012/13
Euroraum (17 Länder)	68,9	93,3	100,1		24,4	6,8
Belgien	70,1	75,5	96,8	97,9	5,4	22,4
Dänemark	75,6	110,4	112,2	104,1	34,8	-6,3
Deutschland	66,2	77,9	72,4	73,0	11,7	-4,9
Irland**	132,3	137,3	248,5		5,0	111,2
Griechenland	40,5	64,4	75,8	77,3	23,9	12,9
Spanien	59,0	127,9	126,8		68,9	-1,1
Frankreich	76,6	90,2	106,2		13,6	16,0
Italien	63,9	87,0	93,1		23,1	6,1
Niederlande	111,5	119,6	109,1		8,1	-10,5
Österreich	63,5	86,2	101,0		22,7	14,8
Portugal	71,9	128,7	157,9	157,3	56,8	28,6
Finnland	70,2	85,1	104,4		14,9	19,3
Schweden	98,8	142,0	153,6	145,2	43,2	3,2
Vereinigtes Königreich	64,2	85,8	98,2	96,7	21,6	10,9
Island***	235,7	555,1	320,2		319,4	-234,9

\*) Ohne Aktienkapital  
 \*\*) Startjahr 2001  
 \*\*\*) Startjahr 2003  
 Quellen: Eurostat, Deutsche Bundesbank

Deutschland: Bauinvestitionen

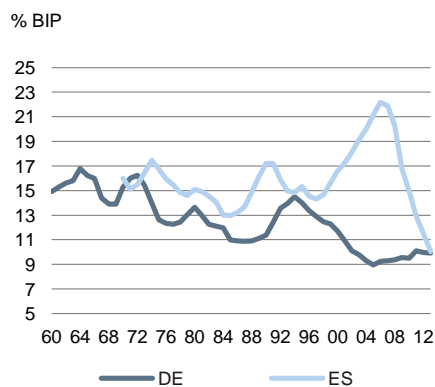
24



Quelle: EU-Kommission

Bauinvestitionen

25



Quelle: EU-Kommission (AMECO)

These 6: Die deutschen Bauinvestitionen sind zu niedrig

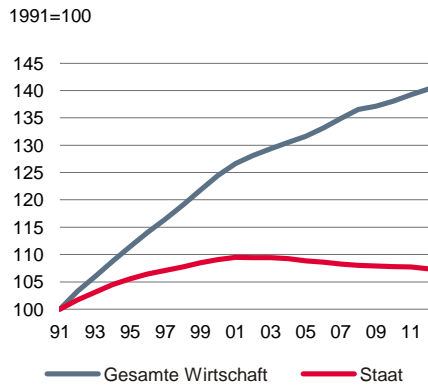
Nein. Zwar zeigen steigende Immobilienpreise in manchen Ballungszentren sicherlich einen Nachfrageüberhang nach Wohnraum. Deutschlandweit gilt dies jedoch nicht.

Auch der Anteil der deutschen Bauinvestitionen am BIP weist einen sinkenden Trend auf, der bei den Investitionen in Nichtwohnbauten (öffentlicher und gewerblicher Bau) wesentlich steiler ausfiel als bei Wohnbauten. Nach der Korrektur des wiedervereinigungsbedingten Baubooms (insbesondere im Wohnungsbau) gab es in Deutschland im Gegensatz zu einigen Ländern der Eurozone keine Fehlentwicklungen/Übertreibungen im Bausektor mehr, so dass die Bauinvestitionsquote seit etwa 2000 mit 10% mehr oder weniger unverändert blieb. Dies kontrastiert mit der Entwicklung insbesondere in Spanien, wo die Quote vor allem aufgrund des Wohnungsbaubooms von Ende der 1990er Jahre bis 2006 um fast 8 Prozentpunkte auf über 22% gestiegen war und sich seither auf rund 10% mehr als halbierte. Aktuell liegen die deutschen Bauinvestitionen in Relation zum BIP gleichauf mit den denen der übrigen Euroländer und etwa 2 ½ Prozentpunkte über der Quote der USA.



Ausblick Deutschland

Deutschland: Realer Nettokapitalstock 26



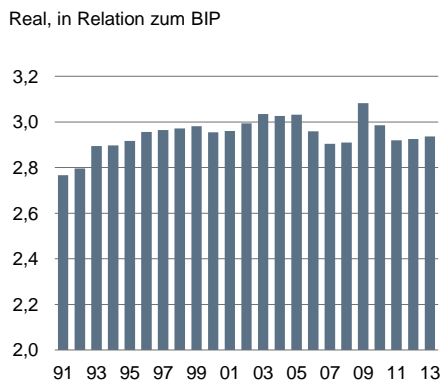
Quelle: Statistisches Bundesamt

These 7: Der deutsche Kapitalstock ist zu niedrig, die Unternehmen fahren schon auf Verschleiß

Nein. Die These trifft nur für den Staat zu, nicht für die private Wirtschaft. Beim Bruttokapitalstock handelt es sich um eine Bestandsgröße und letztlich um die kumulierten Bruttoanlageinvestitionen der Vergangenheit. Subtrahiert man davon den Wertverlust dieser Anlagen (Abschreibungen) erhält man den Nettokapitalstock. Der überwiegende Teil des Nettokapitalstocks (knapp 87%) entfällt auf die private Wirtschaft, 13% auf den Staat.

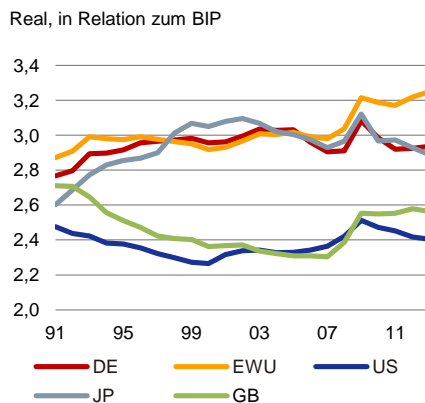
Da die Nettoanlageinvestitionen des privaten Sektors durchweg positiv waren (dies gilt auch für das Jahr 2009, als die Bruttoanlageinvestitionen insgesamt um über 10% eingebrochen waren), ist der private Nettokapitalstock weiter gewachsen. Dies geht vor allem auf den Dienstleistungssektor zurück, während der Kapitalstock in der Industrie in etwa stagniert. Dagegen ist der öffentliche Kapitalstock in realer Rechnung seit 2003 um insgesamt 2% geschrumpft. Seit 2003 investiert der Staat weniger als der Kapitalstock an Wert verliert, d.h. die Bruttoanlageinvestitionen sind geringer als die Abschreibungen.

Deutschland: Nettokapitalstock 27



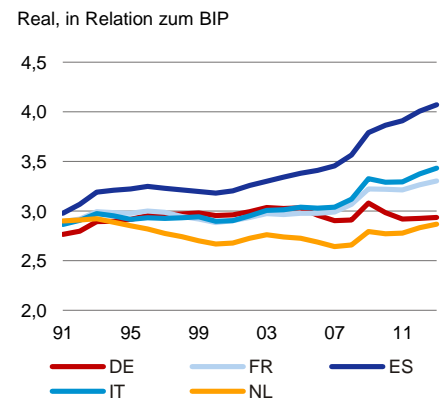
Quelle: EU-Kommission (AMECO)

Nettokapitalstock 28



Quelle: EU-Kommission (AMECO)

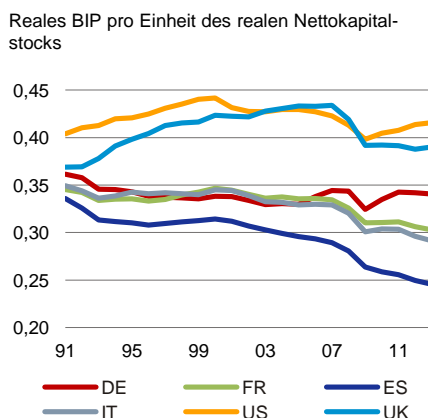
Nettokapitalstock 29



Quelle: EU-Kommission (AMECO)

Der gesamte preisbereinigte deutsche Nettokapitalstock lag nach Berechnungen der EU-Kommission im Jahr 2013 beim 2,94 fachen der jährlichen Wirtschaftsleistung (BIP) und damit leicht unter seinem vor der Krise erzielten Höchststand von 3,04. (Der Spitzenwert im Jahr 2009 von 3,08 lässt sich mit dem BIP-Einbruch um 5,1% erklären.)

Kapitalproduktivität 30



Quelle: EU-Kommission (AMECO)

Der internationale Vergleich zeigt, dass der deutsche Nettokapitalstock in Relation zum BIP dem japanischen entspricht und deutlich höher ist als der britische und amerikanische, zuletzt aber erheblich hinter dem Wert in den anderen EWU-Ländern zurückbleibt. Dies gilt vor allem gegenüber Spanien, bedeutet aber nicht, dass die spanische Wirtschaft ihre Investitionstätigkeit seit Beginn der Krise noch einmal intensiviert hätte. Im Gegenteil: Das Wachstum des Kapitalstocks hat sich merklich verlangsamt. Der kräftige Anstieg des spanischen Nettokapitalstocks in Relation zum BIP seit Beginn der Krise ist zur Hälfte durch den Einbruch der spanischen Wirtschaftsleistung zu erklären.

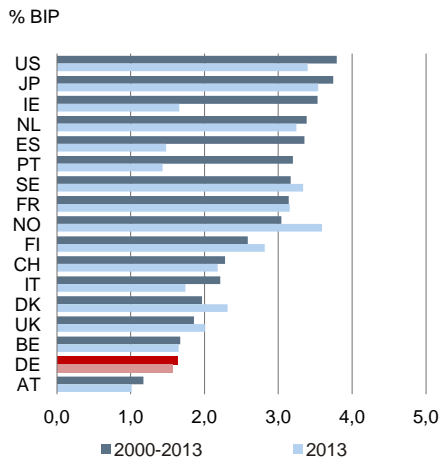
Allerdings hatte Spanien schon seit Anfang der 1990er Jahre einen höheren Kapitalstock (in Relation zum BIP) als die anderen großen EWU-Länder. Die in der nebenstehenden Grafik dargestellte Kapitalproduktivität zeigt aber eindrucksvoll, dass es entscheidend ist, wie die Investitionen verwendet werden. Über den gesamten gezeigten Zeitraum liegt die spanische Kapitalproduktivität unter jener der anderen großen EWU-Länder und erheblich unter jener der USA und UK. Seit Anfang der 2000er Jahre – der Zeit nach der Euro-Einführung –





Ausblick Deutschland

Öffentliche Investitionen 31



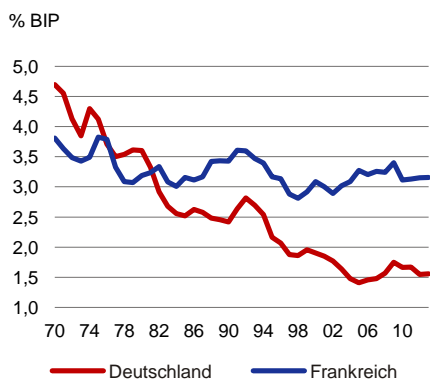
Quelle: EU-Kommission (AMECO)

befindet sich die Kapitalproduktivität zudem auf einem Abwärtstrend. Das heißt, der umfangreiche Aufbau des spanischen Kapitalstocks – in Spanien wuchs er zwischen 2000 und 2013 mit 3,4% p.a. dreimal so schnell wie in Deutschland – warf einen abnehmenden Ertrag ab. Jede Einheit des realen Nettokapitalstocks lieferte 2013 in Spanien einen 30% geringeren Beitrag zum BIP als in Deutschland. Dies liegt nicht zuletzt an dem hohen Anteil an Bauinvestitionen in Spanien in der letzten Dekade. Grob vereinfacht: Investitionen in Beton tragen weniger zum Aufbau des Produktionspotenzials einer Volkswirtschaft bei als Investitionen in Maschinen und Köpfe.

These 8: Der Staat sollte mehr investieren

Ja. Die These, dass Deutschland zu wenig investiert, trifft für den öffentlichen Sektor zu. Hier beträgt die Quote lediglich rund 1 ½% des BIP, gegenüber fast 3 ½% in den USA und 2,3% im Schnitt der anderen EU-Länder. In Frankreich sind die öffentlichen Investitionen doppelt so hoch wie in Deutschland.<sup>14</sup> Dies relativiert sich aber, wenn die öffentlichen F&E-Ausgaben in die Investitionen eingerechnet werden, was mit der VGR-Revision im September ansteht. Dadurch sollte sich der Abstand zum Durchschnitt der anderen Euroländer auf knapp ½% des BIP und gegenüber den USA auf rund 1% verringern.

Öffentliche Investitionen 32



Quelle: EU Kommission (AMECO)

Nachholbedarf besteht vor allem bei der Verkehrsinfrastruktur ...

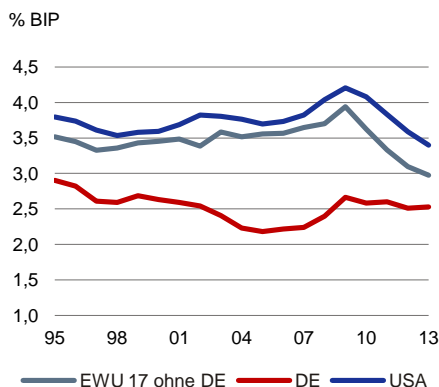
Öffentliche Investitionen sind aber für das Wirtschaftswachstum wichtig, da es sich beispielsweise bei den staatlichen Infrastrukturinvestitionen oft um Vorleistungen für die private Investitionstätigkeit handelt. Die These, dass ein Nachholbedarf insbesondere in der (Transport-) Infrastruktur besteht, wird sowohl von der Politik als auch von der Wissenschaft kaum in Frage gestellt.

Von den öffentlichen Investitionen entfallen im Schnitt gut 80% auf Bauinvestitionen, davon fast zwei Drittel auf den Tiefbau, der vor allem Verkehrsinfrastrukturinvestitionen umfasst.

Aus dem großen Abstand der öffentlichen Investitionen z.B. zu Frankreich allerdings auf eine im Vergleich zu Frankreich marode deutsche Infrastruktur zu schließen, ist jedoch sehr gewagt. Unserer Meinung nach ebensowenig zutreffend ist die Schlussfolgerung, die französische Infrastruktur sei doppelt so gut wie die deutsche. So wird die deutsche Infrastruktur in den Rankings des World Economic Forum regelmäßig als ausgesprochen gut bewertet. Im aktuellen Ranking liegt Deutschland nach Hongkong und Singapur und noch vor Frankreich auf Platz 3, während die USA lediglich Platz 10 einnehmen. Allerdings hat Deutschland gegenüber dem Ranking von 2009/10, als es noch die Spitzenreiterposition innehatte, 2 Plätze eingebüßt. Dies deutet auf einen Handlungsbedarf insbesondere bei der Qualität der Straßen hin, deren Beurteilung sich für Deutschland um 6 Plätze auf Rang 11 verschlechtert hat, während Frankreich hier unverändert auf dem 2. Platz liegt. Auch Deutschlands Ranking laut dem „Logistics Performance Index“ der Weltbank deutet nicht auf einen generellen Infrastrukturmangel hin. Deutschland steht im aktuellen Ranking (2014) auf Platz 1, wobei es in der Unterkategorie Infrastruktur wie schon 2012 ebenfalls den ersten Rang einnimmt.

Die gut ausgebaute Infrastruktur war und ist ein wichtiger Grund für viele Unternehmen, in Deutschland zu investieren. Damit können schlechtere Ausgangsbedingungen bei anderen Standortfaktoren wie z.B. der deutschen Steuer- und Abgabenlast zumindest teilweise kompensiert werden.

Öffentliche Anlageinvestitionen einschließlich F&E-Ausgaben 33



Quelle: EU-Kommission (AMECO)

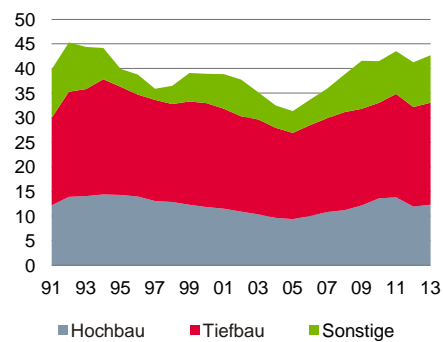
<sup>14</sup> Auch die Tatsache, dass sich in Frankreich ein höherer Anteil der Unternehmen im Staatsbesitz befindet, entlastet hierbei nicht, da diese im Allgemeinen nicht den staatlichen Investitionen zugerechnet werden.



Öffentliche Investitionen

34

Mrd. EUR



Quelle: Statistisches Bundesamt

### ... strittig ist aber der Umfang

In der öffentlichen Diskussion werden munter Milliardenbeträge durcheinander geworfen. Beim Vergleich der häufig angeführten Studien bzw. der daraus zitierten Zahlen muss berücksichtigt werden, dass sie sich teilweise auf unterschiedliche Zeiträume (jährlicher Mehrbedarf, Gesamtbedarf über einen bestimmten Zeitraum, Nachholbedarf) oder unterschiedliche Infrastrukturabgrenzungen (gesamte Infrastruktur inkl. Energienetze oder nur Straßeninfrastruktur) beziehen. Zudem reichen die Berechnungsansätze von Befragungen, über Bottom-Up-Schätzungen bis hin zu Top-Down-Berechnungen. Teilweise zielen die Zahlen nur auf öffentliche Investitionen ab; teilweise werden aber auch Ziele für weitgehend privat finanzierte Infrastrukturkomponenten angegeben. Ein kurzer Überblick über einige der häufig zitierten Studien:

- [Der Bericht der Kommission „Zukunft der Verkehrsinfrastruktur“ \(Daehre-Kommission, Dezember 2012\)](#) beziffert den zusätzlichen jährlichen Investitionsbedarf im Bereich der Verkehrsinfrastruktur auf mindestens EUR 7,2 Mrd. Diese wären laut der Bottom-Up-Schätzung nötig, um den fortschreitenden Substanzverzehr bei der Verkehrsinfrastruktur aufzuhalten. Die Unterfinanzierung der laufenden Erhaltung und des Betriebs aller Verkehrsträger beträgt EUR 4,5 Mrd. Der Nachholbedarf aufgrund von unterlassenen Erhaltungsinvestitionen in vorherigen Jahren (ohne Erweiterung und Verbesserung) wird auf EUR 2,5 Mrd. geschätzt. Das heißt, Neuinvestitionen bspw. zur Lückenschließung oder Beseitigung von Engpässen sind (nahezu) nicht enthalten. Nach Verkehrsträgern entfallen EUR 4,7 Mrd. auf die Straße, EUR 2,0 Mrd. auf die Schiene und EUR 0,5 Mrd. auf Wasserwege. Der Bericht diagnostiziert vor allem ein Wahrnehmungsproblem der Öffentlichkeit, die den Substanzverlust der öffentlichen Infrastruktur nicht ausreichend spürt. Dagegen sei sich die Fachöffentlichkeit bei der Problembeschreibung weitgehend einig. Schon die „Kommission Verkehrsinfrastrukturfinanzierung“ („Pällmann-Kommission“, 1999) kam zu ähnlichen Ergebnissen. Aufgrund der Wahrnehmungsdiskrepanz und mangelnder (finanzieller) Vorsorge für Erhaltungsinvestitionen wären die vorhandenen Mittel in den letzten Jahrzehnten in zu großem Ausmaß in Neubauprojekte geflossen oder wurden sogar zurückgeführt. Die Kommission ist jedoch stark mit Verkehrsministern besetzt, die wissen, wie Haushaltsverhandlungen bei knapper Kassenlage verlaufen – man erhält selten alles, was man fordert. Darüber hinaus hat die Kommission den selbstformulierten Anspruch, die öffentliche Aufmerksamkeit auf dieses Thema zu lenken.
- [Der Bericht der Kommission "Nachhaltige Verkehrsinfrastrukturfinanzierung" \(Bodewig-Kommission, 2013\)](#) nimmt die Analyse der Daehre-Kommission als Grundlage, kommt daher zum gleichen Ergebnis und gibt vor allem Empfehlungen, wie die Unterfinanzierung dauerhaft behoben werden könnte.
- [Das Institut der deutschen Wirtschaft Köln bestätigt mit seiner Studie „Infrastruktur zwischen Standortvorteil und Investitionsbedarf“ \(2014\)](#) die obige Analyse weitgehend und betont darüber hinaus, dass die Summen für die Verkehrsinfrastruktur eher konservative Schätzwerte darstellen, nicht zuletzt weil die Stückkosten seit Mitte der 2000er Jahre merklich gestiegen und nötige Kapazitätserweiterungen nicht vorgenommen worden seien. Das IW Köln wird häufig mit einer Forderung von Mehrinvestitionen in Höhe von EUR 120 Mrd. über 10 Jahre zitiert. Dies beinhaltet jedoch über die Verkehrsinfrastruktur hinaus auch die Investitionen in die Modernisierung der IT-Netze und in den Ausbau der eigentlich in gutem Zustand befindlichen Stromnetze. Diese müssten laut IW Köln allerdings für künftige Herausforderungen (Energiewende) fit gemacht werden. Strom- und IT-Netze sind jedoch in großen Teilen in privater Hand. Hier dürften unseres Erachtens eher



investitionsfördernde (rechtliche) Rahmenbedingungen statt direkte staatliche Investitionen gefordert sein.

- Die vom Deutschen Institut für Urbanistik für die KfW Bankengruppe erstellte Studie (KfW-Kommunalpanel 2014) findet einen Investitionsrückstand von EUR 118 Mrd. Nimmt man wie beim IW Köln einen Zeitraum von 10 Jahren an, ergibt sich in etwa die gleiche Größenordnung für die jährlichen Investitionen. Allerdings basiert dieses Ergebnis nur auf einer Umfrage unter Kommunen und bezieht die gesamte kommunale Infrastruktur ein (z.B. kommunale Straßen, Schulen, ÖPNV, Wasserver- und -entsorgung) und nicht nur die Straßeninfrastruktur (Daehre-Kommission). Nur etwa ein Viertel des ermittelten Investitionsbedarfs entfällt laut Umfrage auf die Straßen- und Verkehrsinfrastruktur der Kommunen. Zudem ergibt sich die Gesamtsumme aus der Frage nach dem „Investitionsrückstand“. Das heißt über nötige Instandhaltungs- und Ersatzinvestitionen beinhaltet die Summe auch ein Urteil darüber, was für Neuinvestitionen nötig sind und damit welcher Bedarf in der Zukunft besteht. Diese Umfrageergebnisse sind wohl eher eine sehr grobe Richtschnur. So hat sich der Investitionsrückstand im Vergleich zur letzten Umfrage im Jahr 2012 um EUR 10 Mrd. verringert bei einem nur leicht gestiegenen kommunalen Investitionsvolumen von insgesamt EUR 25 Mrd. Die Autoren weisen selbst darauf hin, dass Dringlichkeitseinschätzungen, Erwartungen und Wünsche eine wichtige Rolle spielen. Demnach können die Schätzungen von Jahr zu Jahr deutlich schwanken.
- Der IWF (Germany, 2014 Article IV Consultation, Staff Report) wird mit Forderungen nach einem staatlichen schuldenfinanzierten Investitionsprogramm von EUR 14 Mrd. oder 0,5% des BIP pro Jahr über vier Jahre zitiert. Er gibt jedoch gar keine eigene Bedarfsschätzung ab, sondern baut ebenfalls auf die von uns zuvor aufgeführten Studien auf. Die dort identifizierten zusätzlichen Investitionen belaufen sich auf 0,2%-0,4% des BIP pro Jahr. Die direkten ökonomischen Effekte höherer Investitionen auf Deutschland und deren indirekter Beitrag zum Abbau wirtschaftlicher Ungleichgewichte in Europa errechnet der IWF allerdings auf Basis eines staatlichen Programms in Höhe von 0,5% des BIP. Dabei wird allerdings nicht beachtet, dass insbesondere die Investitionen in die Energienetze in großen Teilen privater Natur sind bzw. sein sollten. Dass dieses Programm schuldenfinanziert sein sollte, wird insbesondere mit der vergleichsweise guten Haushaltslage Deutschlands begründet. Dahinter steht aber auch die Hoffnung, auf diese Weise positive Nachfrageeffekte für das Ausland zu schaffen. Eine Erhöhung der staatlichen Investitionen um EUR 14 Mrd. entspräche einem Plus von einem Drittel (staatliche Bruttoanlageinvestitionen 2013: EUR 42,7 Mrd.). Allein aus Sicht der staatlichen Planungs- und Genehmigungskapazitäten scheint diese Summe eher unrealistisch.

#### Staatlicher Investitionsmehrbedarf wohl zwischen EUR 4 bis 7 Mrd. pro Jahr

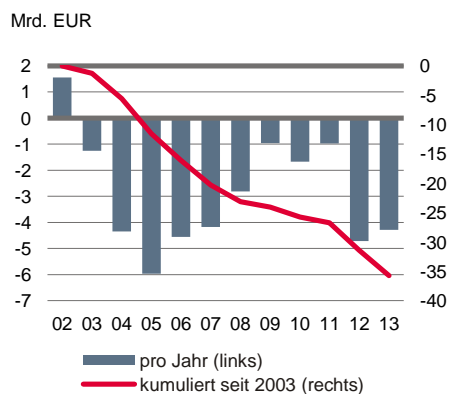
Aufgrund ihrer Heterogenität liefern die obigen Studien keine eindeutige Aussage über die Höhe des zusätzlichen Investitionsbedarfs. Mit Hilfe der staatlichen Bruttoanlageinvestitionen und der Abschreibungen auf diese kann man die genannten Summen jedoch zumindest einem Konsistenzcheck unterziehen, da alle Studien vor allem den Bestandserhalt in den Vordergrund stellen. Ein umfangreicher Bedarf an Investitionen in neue Infrastrukturprojekte – der über einzelne „Lückenschließungen“<sup>15</sup> hinaus geht – darf angesichts des hohen Ausbaugrades und der demografischen Aussichten jedoch eher bezweifelt werden, auch wenn der Güterverkehr weiter stärker als der Personenverkehr zulegen

<sup>15</sup> Z.B. Erweiterungen um Fahrstreifen bei hoch frequentierten Autobahnen oder Ertüchtigung und punktuelle Erweiterung des Schienennetzes (Engpass u.a. für den Güterverkehr).



Deutschland: Staatliche Nettoanlageinvestitionen

35



Quelle: EU-Kommission (AMECO)

dürfte – nicht zuletzt, da Deutschland ein Transitland ist. Seit 2003 investiert der Staat brutto weniger als er abschreibt (negative Nettoinvestitionen). Im Schnitt betragen die Nettoinvestitionen von 2003 bis 2013 EUR -3,2 Mrd. Im Jahr 2014 überschritten die Abschreibungen die Investitionen um EUR 4,3 Mrd. Kumuliert beträgt die „Lücke“ EUR 35,7 Mrd. Um diese Summe hat sich der staatliche Kapitalstock binnen 11 Jahren verkleinert.

Angesichts dieser Überlegungen und der zuvor zitierten Studien scheint uns ein jährlicher Mehrbedarf an bestandserhaltenden Investitionen in die gesamte Infrastruktur von staatlicher Seite von zwischen EUR 4 Mrd. (kein weiterer Substanzverlust) und EUR 7 Mrd. (zusätzlich Nachholen der nicht getätigten Erhaltungsinvestitionen zur Substanzerhaltung in den nächsten 10 Jahren) pro Jahr plausibel. Diese zusätzlichen staatlichen Investitionen entsprächen 0,15% bis 0,25% des BIP. Damit liegen wir teilweise merklich unter den zuvor zitierten Studien, da wir explizit nur auf direkte staatliche Investitionen abzielen. Für Investitionen in stark regulierte Märkten (IT- und Stromnetze) ist der Staat freilich über die gesetzten Rahmenbedingungen indirekt ebenfalls mit verantwortlich.

### Investitionssumme vor allem politische Herausforderung

Aus einer reinen makroökonomischen Perspektive erscheint eine infrastrukturbezogene Investitionslücke von weniger als einem halben Prozent des BIP kaum wie eine große Herausforderung. Allerdings standen 2012 laut Bundesverkehrsministerium im Vergleich nur EUR 10,5 Mrd. für Investitionen in die Bundesverkehrswege zur Verfügung. Zugegebenermaßen entfällt von dem veranschlagten Investitionsbedarf nur ein Teil in den Aufgabenbereich des Bundes. Dennoch: Einen einzelnen Haushaltsposten so deutlich auszuweiten dürfte eine erhebliche politische Anstrengung erfordern.

Nur in Ansätzen ist die Bundesregierung dieses Problem bislang angegangen. Laut der mittelfristigen Finanzplanung sollen in dieser Legislaturperiode über vier Jahre insgesamt EUR 5 Mrd. mehr in Infrastruktur investiert werden.

### Effizienz staatlicher Investitionen mindestens so wichtig wie Umfang

Ein wichtiges Argument für staatliche Investitionen in die Infrastruktur ist, dass so das Produktionspotenzial der Volkswirtschaft erhalten bleibt (Erhaltungsinvestitionen) bzw. sogar steigt (Neuinvestitionen). Nun ist aber nicht jede Investition wachstumsförderlich. So gibt es vielfältige Beispiele im In- und Ausland für sogenannte „White Elephants“ – nicht oder kaum genutzte Flughäfen, Brücken ins Nirgendwo oder unterausgelastete Autobahnen – und für merklich überschrittene Planungsbudgets, die die Kosten-Nutzen-Abwägung der Investitionen sicherlich spürbar verändert hätten. Zuletzt wurde in Presseberichten erst wieder aus einem internen Bericht der Bundesregierung an den Bauausschuss berichtet, laut denen nur bei 14 von 40 Baustellen des Bundes die Ausgaben im Rahmen der ursprünglichen Planung blieben und sich die Mehrkosten auf bis zu EUR 1 Mrd. summieren würden. Für politisch motivierte optimistische Bedarfsprognosen sind wohl die deutschen Regionalflughäfen ein eindringliches Beispiel.

Das Problem einer ineffizienten Nutzung oder von „White Elephants“ ist bei Erhaltungsinvestitionen in die Verkehrsinfrastruktur sicherlich weniger relevant. Aber selbst hier stellt sich die Frage, ob eine Straße oder Brücke angesichts des demografischen Wandels und der zunehmenden Wanderungsbewegungen in Richtung der Ballungszentren in der Zukunft noch benötigt wird. Vor dem Hintergrund knapper Kassen und der auch für die Bundesländer ab 2020 geltenden Schuldenbremse müssen die Kosten und die Nutzen jeder Investition abgewogen werden (und regionaler, politischer Proporz darf keine Rolle spielen).



### Investitionen nicht dauerhaft über höhere Kreditaufnahme finanzieren

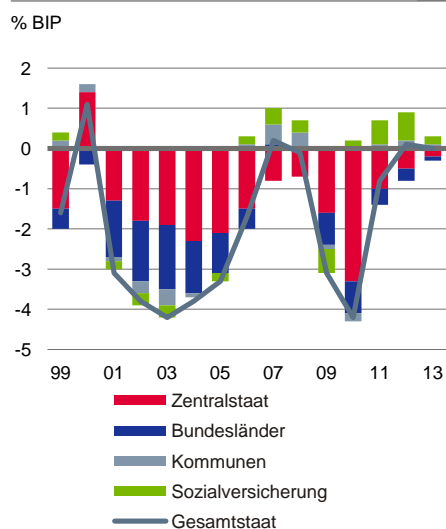
Deutschland wies 2013 einen ausgeglichenen gesamtstaatlichen Haushalt auf. Im laufenden Jahr könnte ein leichter Überschuss (0,2% des BIP) erzielt werden, der in den Folgejahren allerdings wieder abschmelzen sollte. Zudem war der ausgeglichene Haushalt nicht zuletzt dem Überschuss bei den Sozialversicherungen zu verdanken. Dagegen verzeichneten der Bundes- sowie die Länderhaushalte, wo die Investitionen vor allem anfallen würden, in den letzten Jahren noch – wenn auch schrumpfende – Defizite. Selbst das Finanzministerium prognostiziert für die nächsten Jahre derzeit gerade einmal in etwa ausgeglichene Haushalte auf den verschiedenen staatlichen Ebenen, wobei wir dies eher als optimistisches Szenario ansehen. Die von uns vorgeschlagenen Investitionssummen (0,15 bis 0,25% des BIP pro Jahr) sind daher nicht aus Überschüssen zu finanzieren, was die Frage aufwirft, wie der Investitionsbedarf gedeckt werden sollte.

Nicht nur der IWF empfiehlt/fordert, dass diese Investitionen angesichts der vergleichsweise(!) guten Haushaltslage Deutschlands über Schulden finanziert werden sollten. Aus mehreren Gründen widersprechen wir dieser These:

- i. Der Haushalt ist derzeit gerade einmal ausgeglichen und im Finanzplan der Bundesregierung wird bis 2018 mit einem strukturell ausgeglichenen Haushalt geplant. Gleichzeitig definiert die verfassungsrechtlich verankerte Schuldenbremse, dass ab 2016 eine strukturelle Defizit-Obergrenze von 0,35% des BIP besteht. Legt man die obere Grenze des von uns definierten Investitionsbedarfs (0,25% BIP) zu Grunde (und nimmt an, dass die Investitionen allein vom Bund getragen werden), würde Deutschland gefährlich nahe an diese Defizitgrenze herankommen. Somit bestünde in Zeiten eventueller struktureller Belastungen kein fiskalischer Spielraum mehr. Sowohl der Bundesfinanzminister als auch die Bundesbank unterstützen das Einhalten eines Sicherheitsabstands zur Defizitgrenze.
- ii. Dauerhafte Mehrausgaben – bei einem Zeitraum von zehn Jahren kann man wohl davon reden – sollten nicht durch Schulden finanziert werden, sondern durch Kürzungen an anderer Stelle oder durch höhere Einnahmen gedeckt sein. Diese Einschätzung wird auch nicht durch die derzeit auf historischen Tiefs verharrenden Zinsniveaus geändert. Denn irgendwann werden die Zinsen wieder steigen. Gleiches gilt auch für das Argument, dass es derzeit kein Crowding-out, d.h. die Verdrängung privater durch staatliche Investitionen, gibt, und der Staat deshalb problemlos in „die vollen gehen kann“.
- iii. Das Argument, dass auch künftige Generationen von den heute getätigten Infrastrukturinvestitionen profitieren, zieht unseres Erachtens auch nur teilweise. Es geht vor allem um Nachhol- und Erhaltungsinvestitionen, die von der jetzigen Generation nicht getätigt wurden und von denen sie direkt profitieren würde, da bei Unterlassung vor allem auch das heutige Produktionspotenzial leidet. Zur Finanzierung hätten auch genügend Mittel zur Verfügung gestanden, wenn die Große Koalition auf die kostspieligen Rentenbeschlüsse verzichtet hätte.

Deutschland: Budgetsaldo nach staatlichen Sektoren

36



Quelle: Eurostat

Zudem könnten die Nutzer der Infrastruktur – über die derzeitige Maut-Diskussion hinaus – verstärkt an den Kosten beteiligt werden. Dies würde auch Raum eröffnen, den privaten Sektor über PPP-Projekte in die Finanzierung einzubeziehen.<sup>16</sup> Eine verstärkte Beteiligung der Nutzer darf jedoch nicht als Anlass genommen werden, die Haushaltsmittel zu kürzen. Dies war bei der Einführung der LKW-Maut auf Autobahnen und der späteren Erweiterung auf Bundesfernstraßen geschehen. Es ist derzeit jedoch wenig politischer Wille vorhanden,

<sup>16</sup> Siehe auch Boyen-Hogrefe, Jens et al (2014). Finanz- und Wirtschaftspolitik bei einer anhaltenden monetären Expansion. Institut für Weltwirtschaft Kiel.





die Privatwirtschaft verstärkt in die Infrastrukturfinanzierung einzubeziehen, obwohl privates Kapital auf der Suche nach langfristigen Anlageformen mit interessantem Risiko-Rendite-Profil ist und Infrastrukturprojekte dafür gut geeignet wären. Eine stärkere Öffnung der Asset-Klasse Infrastruktur für private Investoren wie Versicherungen oder Pensionskassen könnte zudem dazu beitragen, dass private Investitionen in Zeiten von Niedrigzinsen in volkswirtschaftlich sinnvolle Projekte geleitet würden.

## Fazit

Unserer Einschätzung zufolge besteht keine nennenswerte Investitionslücke im privaten Sektor in Deutschland. Ähnlich sehen dies auch der Sachverständigenrat<sup>17</sup> und das Bundesministerium der Finanzen<sup>18</sup>. Eine generelle Investitionsförderung halten wir daher nicht für erforderlich. Private Investitionsentscheidungen unterliegen den Gewinnerwartungen der Unternehmen, die aber auch von den wirtschaftspolitischen Rahmenbedingungen abhängen. Es ist eine Anmaßung von Wissen, wenn staatliche Stellen glauben, diese besser einschätzen zu können. Im öffentlichen Sektor besteht ein Nachholbedarf. Diesen sehen wir neben der Verkehrsinfrastruktur vor allem in Bereichen, die den Auswirkungen des demografischen Wandels entgegenwirken, beispielsweise auf dem Gebiet Forschung & Entwicklung. Die insgesamt notwendigen Aufwendungen veranschlagen wir auf jährlich EUR 4 bis 7 Mrd., und damit spürbar niedriger als andere Analysen, aber deutlich höher, als bisher von der Regierung in der Finanzplanung vorgesehen. Es dürfte allerdings eine erhebliche Anstrengung der Politik erfordern, solche Pläne umzusetzen, da Finanzmittel des Staates trotz aller gegenteiligen Behauptungen knapp sind und eine stärkere Beteiligung der Nutzer bzw. privater Investoren politisch ebenfalls schwierig ist.

Bernhard Gräf (+49 69 910-31738, [bernhard.graef@db.com](mailto:bernhard.graef@db.com))

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

---

<sup>17</sup> Vgl. Sachverständigenrat (2013). Gegen eine rückwärtsgewandte Wirtschaftspolitik. Jahresgutachten 2013/14.

<sup>18</sup> Bundesministerium der Finanzen (2014). Investitionsschwäche in Deutschland? Monatsbericht. März 2014.



## Optimale Immobilienportfolios in Deutschland

- Auf der Basis von Städtedaten zeigen wir, wie sich die Effizienzgrenze von Multi-Asset-Portfolios durch Immobilieninvestitionen verbessern lässt. Insbesondere die Entwicklung der letzten Jahre erhöhte die Attraktivität der Immobilien nochmal deutlich.
- Wir zeigen, dass von Investoren oft weniger ins Kalkül einbezogene Städte, einige B-Städte, helfen können, Portfolios zu optimieren. Ebenso sollten Investoren berücksichtigen, dass innerhalb der Immobilieninvestitionen ein Mix aus Apartments, Einzelhandels- und Büroimmobilien ebenfalls die Performance steigern kann.
- Wenn strengere Mietpreiskontrollen tatsächlich eingeführt werden und die Apartmentrenditen fallen sollten, könnte der Gewerbeimmobilienmarkt eine attraktive Alternative für deutsche Portfolios sein.

Wie haben wir die im Datenbestand vorliegenden Preise und Renditen berechnet?

Für den Gewerbeimmobilienmarkt stellt uns BulwienGesa die Nettomieten und Nettoanfangsmietrenditen zur Verfügung (unter Verwendung der Definition der Gesellschaft für immobilienwirtschaftliche Forschung (gif): Nettomiete dividiert durch Bruttoerwerbspreis) für die Einzelhandels- und Büroimmobilienmärkte sowie für Standorte in zentraler Lage und in Randlage (vier Asset-Klassen insgesamt). Wir nehmen an, dass die Netto-Anfangsmietrendite während der gesamten Investitionsperiode auch in der Nähe der durchschnittlichen Mietrendite liegt. Angesichts der geringen Volatilität der Mietrenditen ist dies eine vertretbare Annahme. Für jede gewerbliche Asset-Klasse errechnen wir qua Dreisatz den Bruttokaufpreis (indem wir die Nettomieten durch die Netto-Anfangsmietrenditen dividieren). Die Preisrenditen werden dann auf der Basis des Bruttokaufpreises berechnet. Im Bruttokauf sind die Grunderwerbsteuer, Notargebühren und andere Kosten enthalten. Diese Nebenkosten variieren je nach Bundesländern und Jahren, was die Berechnung von Nettoerwerbspreisen erschwert.

Im Wohnungsmarkt ist eine Rendite nicht direkt verfügbar. Die Berechnung erfolgt, indem wir die Nettomiete durch den Nettokaufpreis dividieren (beides in unserer BulwienGesa Datenbank vorhanden). Diese Rendite liegt leicht über dem Wert, der sich bei dem oben verwendeten Konzept der Netto-Anfangsmietrenditen für den Gewerbeimmobilienmarkt ergibt, da der Brutto-Kaufpreis über dem Netto-Kaufpreis liegt). Die verschiedenen Definitionen der Mietrendite dürften geringen Einfluss auf das Ergebnis des optimalen Immobilienportfolios haben, da es auf der Varianz-Kovarianz-Matrix der Gesamrenditen, d.h. nicht auf ihrem Niveau, sondern ihren relativen Abweichungen vom Durchschnitt beruht. Diese Schritte ermöglichen es, nach der Bevölkerung gewichtete Indizes für Mietrenditen, Preisrenditen und Gesamrenditen für 21 A- und B-Städte in sechs Asset-Klassen zu berechnen.

### Was können Sie erwarten?

Es ist allgemein bekannt, dass Immobilien eine geringe Korrelation mit Finanzmärkten aufweisen. Dementsprechend können Multi-Asset-Portfolios, welche in Finanzprodukte und Immobilien investieren, die Volatilität von Portfolios reduzieren. Es gibt jedoch recht wenig Untersuchungen, die die Effizienzgrenzen deutscher Portfolios, d.h. ein Portfolio mit maximaler Rendite für ein bestimmtes Risikoniveau oder ein Portfolio mit minimalem Risiko für eine bestimmte Rendite, identifizieren. Dieses Papier analysiert ein Immobilienportfolio von 21 Städten: sieben A-Städte (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt am Main, Hamburg, Köln, München und Stuttgart) und 14 B-Städte, relativ große deutsche Städte von nationaler und regionaler Bedeutung (Bochum, Bonn, Bremen, Dortmund, Dresden, Duisburg, Essen, Hannover, Karlsruhe, Leipzig, Mannheim, Münster, Nürnberg und Wiesbaden). In jeder Stadt werden sechs Asset-Klassen berücksichtigt: neue Apartments und Apartments im Bestand, Büros in zentraler Lage und Randlage sowie Einzelhandelsimmobilien in zentraler Lage und Randlage. Insgesamt sind für unsere Portfolioanalyse 126 jährliche Zeitreihen von 1991 bis 2013 verfügbar.

Wir sind besonders daran interessiert, wie sich das Rendite-Risiko-Profil vor dem Hintergrund des Booms auf dem privaten Wohnungsmarkt in Deutschlands großen Städten in den letzten fünf Jahren verändert hat. Der vorliegende Artikel richtet sich im Besonderen an institutionelle Investoren. Er dürfte jedoch ebenfalls hilfreich für Privatinvestoren sein, die sich ein besseres Bild davon machen wollen, wie das Zusammenspiel von Hauspreisen und Finanzmärkten ihr Vermögen beeinflusst. Unsere Analyse beginnt mit einem Portfolio, das ausschließlich aus Immobilien besteht und einen Zeitraum vor der Krise mit dem Zeitraum 2008 bis 2013 vergleicht. Die Aufteilung in zwei Perioden erfolgt aufgrund des 2008 beginnenden aktuellen Immobilienzyklus mit in einigen Städten stark ansteigenden Preisen. Vor 2008 verlief die Entwicklung der nominalen deutschen Hauspreise dagegen oft recht träge.

Anschließend konstruieren wir die Effizienzgrenze eines Multi-Asset-Portfolios, indem wir das Immobilienportfolio um den DAX, ein Total Return-Index 30 ausgewählter deutscher Blue Chip-Aktien, und den wichtigsten deutschen Rentenindex, den REX, der aus 30 nationalen Anleihen mit einem festen Zinssatz und einer Restlaufzeit zwischen 6 Monaten und 10,5 Jahren besteht, erweitern. Schließlich beschreiben wir zwei Szenarien, die versuchen, die Auswirkungen einer strengeren Mietpreiskontrolle zu erfassen. Bevor wir näher auf die Portfolioanalyse eingehen, beschreiben wir zunächst die Daten.

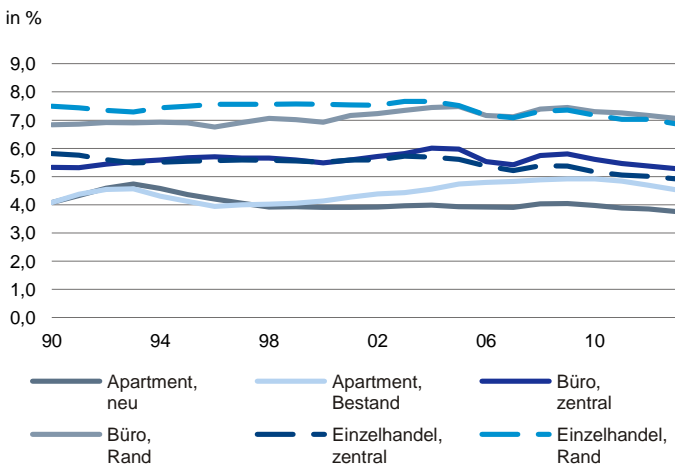


### Mietrenditen in A- und B-Städten in 2013

Deutsche Immobilienmärkte bieten attraktive Mietrenditen. Die Mietrendite im Jahr 2013 betrug 4% für neue Apartments im Durchschnitt über 21 A- und B-Städte, ca. 5% für Bestandswohnungen, Büroimmobilien in zentraler Lage und Einzelhandelsimmobilien in zentraler Lage sowie ca. 7% für Büroimmobilien und Einzelhandelsimmobilien in Randlage. Diese Renditen sind attraktiv, insbesondere unter Berücksichtigung der geringen Volatilität gegenüber den Finanzmarktindizes, aber auch relativ zu den zahlreichen Immobilienmärkten in anderen Ländern. In den letzten fünf Jahren, in denen der Preisanstieg höher war als der Mietanstieg, gingen die Mietrenditen um etwa einen halben Prozentpunkt zurück. Preisrenditen und Gesamtrenditen sind deutlich volatil als die Mietrenditen (Grafiken 2, 3 und 4).

1991-2013: Jährliche Mietrenditen

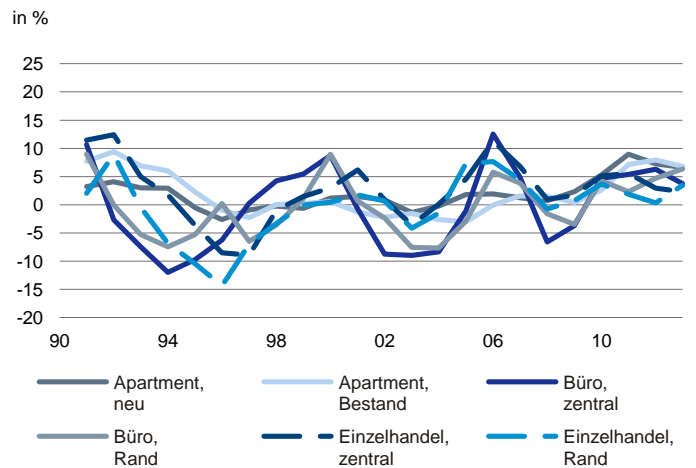
1



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

1991-2013: Jährliche Preisrenditen

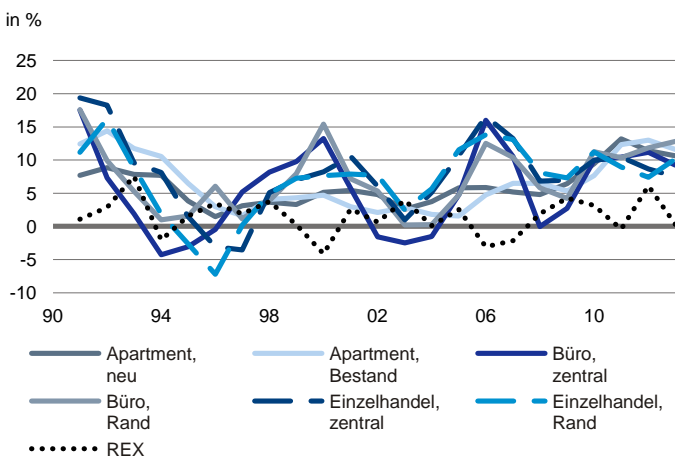
2



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

1991-2013: Jährliche Gesamtrenditen

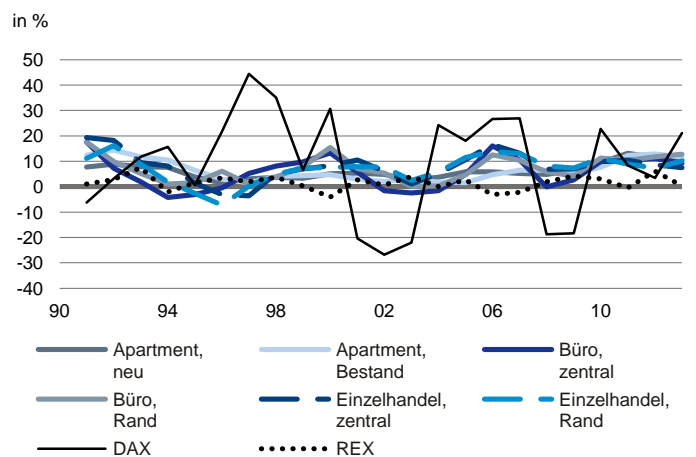
3



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research, Thomson Reuters

1991-2013: Jährliche Gesamtrenditen

4



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research, Thomson Reuters

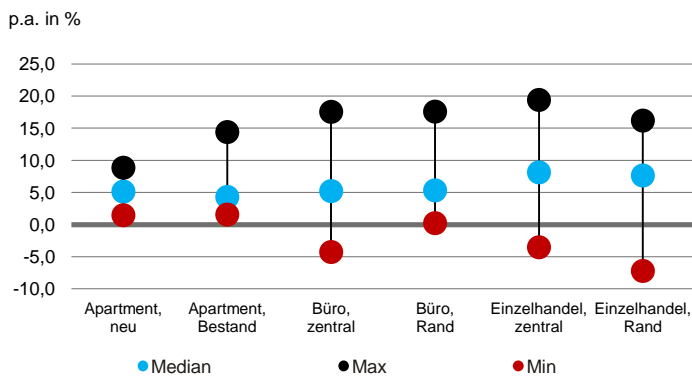


## Spannweite der Renditen

Ein Vergleich der gesamten jährlichen Renditen in den sechs Asset-Klassen (Grafiken 5 und 6) zeigt, dass die Gesamtrenditen in den letzten fünf Jahren einen Medianwert von ca. 10% p.a. hatten, dies sind in etwa fünf Prozentpunkte mehr als der Median von 1991 bis 2007. Der Einzelhandelsmarkt ist die Ausnahme, hier waren die gesamten jährlichen Renditen in beiden Perioden ungefähr gleich. Die Grafiken zeigen ebenfalls, dass die Renditespannweite in den letzten Jahren geringer war als in den Jahren vor der Krise. Dies gilt insbesondere für den Gewerbeimmobilienmarkt, in dem einige Minima der Renditen sogar negativ waren (vgl. Renditespannweiten in Grafik 5 mit Grafik 6). Für den gesamten Zeitraum 1991 bis 2013 war die Spannweite der gesamten jährlichen Renditen in A-Städten gegenüber B-Städten besonders groß, aber das riskantere Renditeprofil von A-Städten bot nicht immer eine höhere Rendite, was den Gewerbeimmobilienmarkt in B-Städten attraktiv machte (Grafiken 7, 8).

1991-2007: Spannweite der jährlichen Gesamtrenditen von A- und B-Städten

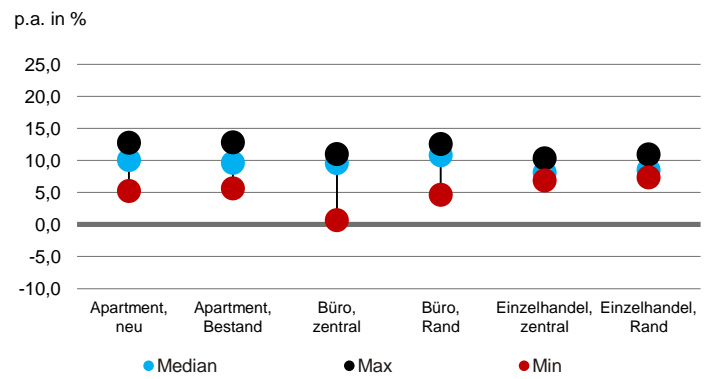
5



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

2008-2013: Spannweite der jährlichen Gesamtrenditen von A- und B-Städten

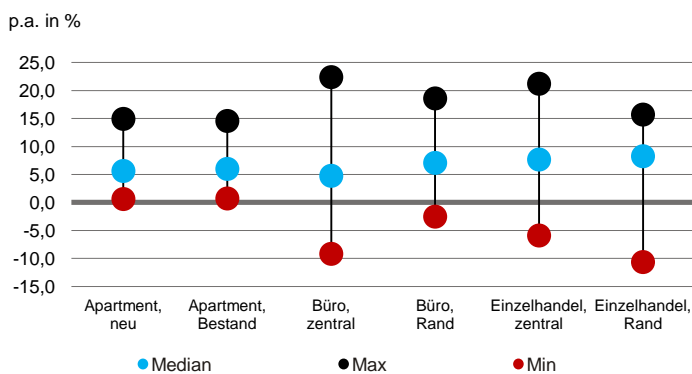
6



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

1991-2013: Spannweite der jährlichen Gesamtrenditen von A-Städten

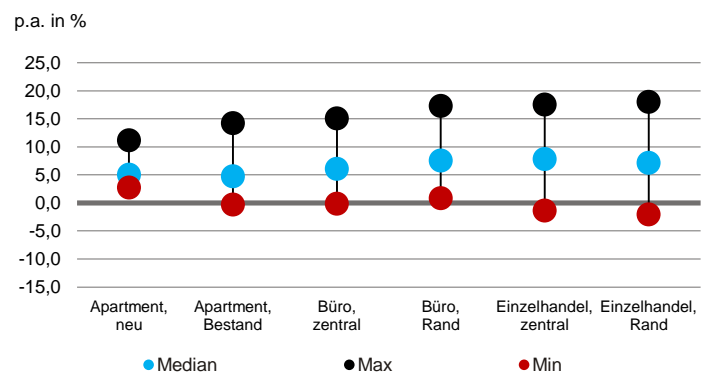
7



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

1991-2013: Spannweite der jährlichen Gesamtrenditen von B-Städten

8



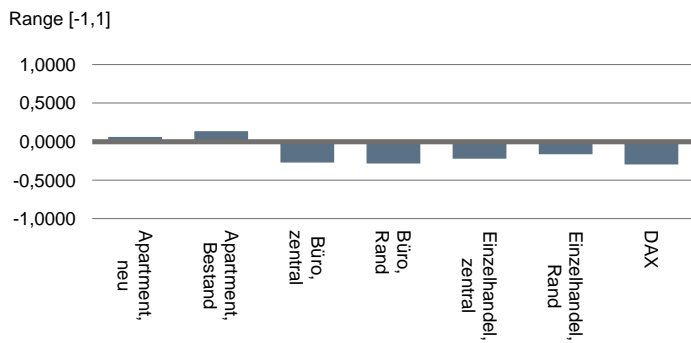
Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research



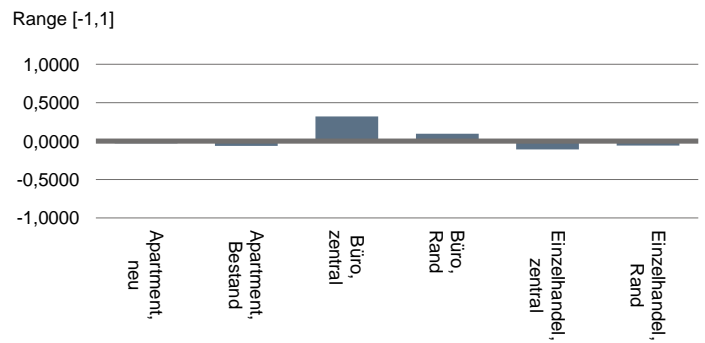
## Korrelation zu DAX und REX

Die Attraktivität des Multi-Asset-Portfolios wird deutlich an der geringen Korrelation der jährlichen Gesamtrenditen unserer sechs Asset-Klassen im Immobilienbereich mit den großen deutschen Renten- und Aktienperformance-Indizes, REX und DAX. Die Korrelationsspannweite liegt zwischen -0,3 und +0,32, und die durchschnittliche Korrelation ist nahe Null. Die 15 Korrelationen zwischen unseren sechs Immobilien-Asset-Klassen weisen dagegen viel höhere Werte von bis zu +0,87 und einen Durchschnitt von 0,6 auf.

1991-2013: Korrelation REX vs. Immobilien



1991-2013: Korrelation DAX vs. Immobilien



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research, Thomson Reuters

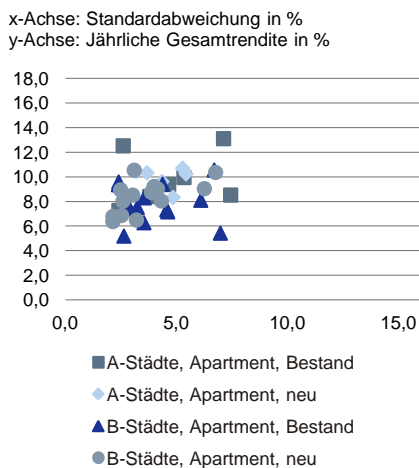
Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research, Thomson Reuters

## Rendite-Risiko-Profile von Städten

Wir ändern jetzt die Perspektive und verwenden Risiko-Rendite-Grafiken, um die jährliche Durchschnittsrendite der 21 Städte zuzüglich der Standardabweichung von 2008 bis 2013 zu beschreiben. Im Folgenden (Grafiken 11, 12 und 13) steht jeder Marker für eine Stadt, und jede Grafik beschreibt zwei Asset-Klassen. Es überrascht nicht, dass Wohnimmobilien mit einem geringeren Risiko behaftet sind als Gewerbeimmobilien. Von 2008 bis 2013 scheinen die Wohnimmobilienmärkte vieler B-Städte eine geringere Effizienz aufzuweisen als die Wohnimmobilienmärkte von A-Städten, da A-Städte auf jedem Volatilitätsniveau oft eine bessere Performance aufweisen als B-Städte. Das Gegenteil gilt für Büroimmobilien und in gewissem Maße auch für den Einzelhandelsmarkt, in denen B-Städte oft eine höhere Effizienz aufweisen als A-Städte.

2008-2013: Risiko-Rendite Portfolio von A- und B-Städten - Assetklassen: Apartment, neu und Bestand

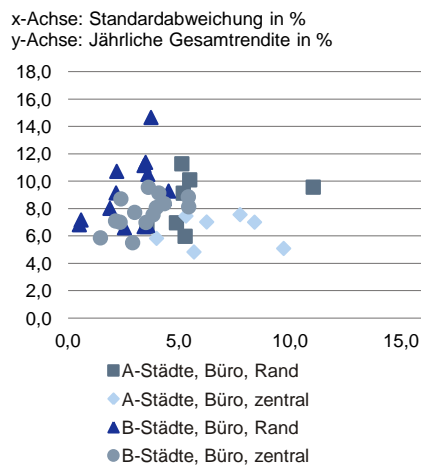
11



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

2008-2013: Risiko-Rendite Portfolio von A- und B-Städten - Assetklassen: Büro, zentral und Rand

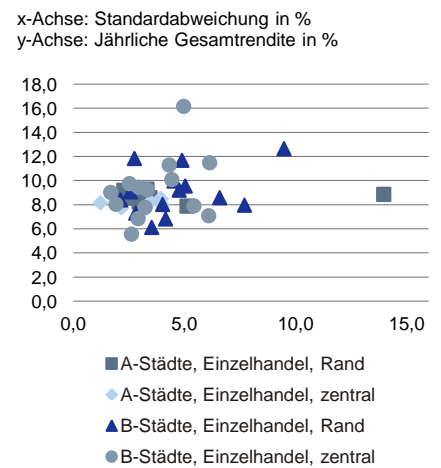
12



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

2008-2013: Risiko-Rendite Portfolio von A- und B-Städten - Assetklassen: Einzelhandel, zentral und Rand

13



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research





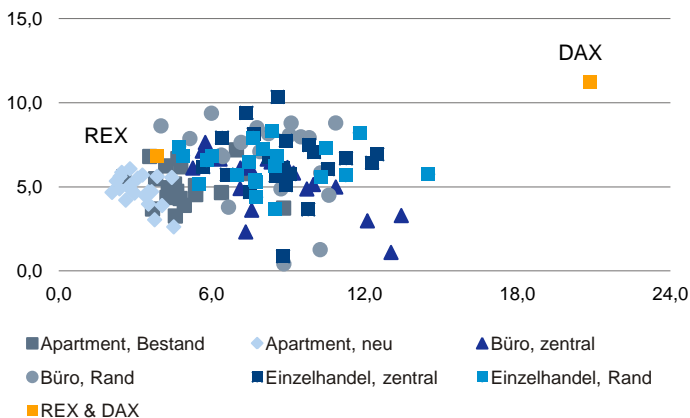
## Berücksichtigung der wichtigsten Finanzmarktindizes

Hier vergleichen wir unsere Immobilien-Assets mit dem DAX und dem REX von 1991 bis 2007 und von 2008 bis 2013. In den Grafiken 14 und 15 unterscheiden wir der Übersichtlichkeit wegen nicht zwischen A- und B-Städten. Folglich liegen für jede Asset-Klasse 21 Datenpunkte vor, die 21 Städte repräsentieren. Die Grafiken zeigen deutlich die Marktverschiebung zwischen den beiden Zeiträumen. Von 1991 bis 2007 bieten der REX und der DAX eine attraktive Investition gegenüber dem Rendite-Risiko-Profil von Immobilienanlagen. Auf den ersten Blick scheinen jedoch weder der REX noch der DAX Relevanz zu haben für die Effizienzgrenze des Zeitraums 2008 bis 2013. Es ist ebenfalls bemerkenswert, dass sich die Punktwolke nach Nordwesten bewegt, d.h. die Renditezunahme geht mit einer Reduktion der Renditevolatilität einher. Im Detail bedeutet dies, dass 81 von 126 Stadt-Asset-Klassen-Kombinationen im Zeitraum 2008 bis 2013 effizienter als im Zeitraum 1991 bis 2007 waren.

1991-2007: Risiko-Rendite Portfolio von A- und B-Städten - Assetklassen: Apartment (neu vs. Bestand), Einzelhandel und Büro (zentral vs. Rand)

14

x-Achse: Standardabweichung in %  
y-Achse: Jährliche Gesamtrendite in %

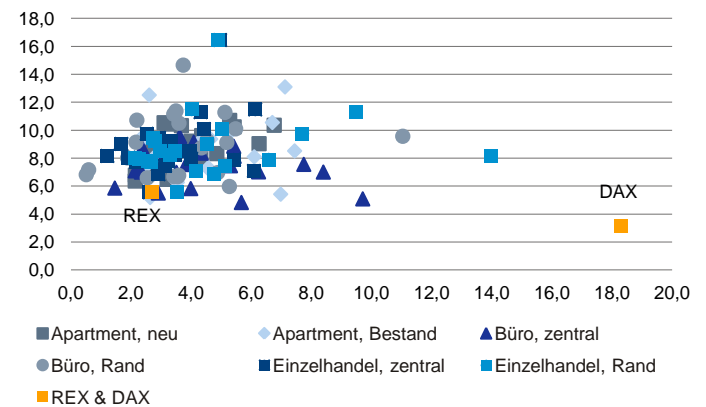


Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research, Thomson Reuters

2008-13: Risiko-Rendite Portfolio von A- und B-Städten - Assetklassen: Apartment (neu vs. Bestand), Einzelhandel und Büro (zentral vs. Rand)

15

x-Achse: Standardabweichung in %  
y-Achse: Jährliche Gesamtrendite in %



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research, Thomson Reuters

## Portfoliooptimierung

Der Standardansatz der Portfoliooptimierung ist es, durch Veränderung der Portfoliogewichte die jährliche Portfoliorendite bei gegebener Portfoliovarianz zu maximieren. Diesen Ansatz verwenden wir für unser Portfolio, das 21 Städte und 6 Asset-Klassen umfasst. Für jeden Datenpunkt der Effizienzgrenze maximieren wir die Portfoliorendite. Wir errechnen die Effizienzgrenze für unser ausschließlich aus Immobilien bestehendes Portfolio sowohl für den Zeitraum 1991 bis 2007 als auch für den Zeitraum 2008 bis 2013. Wie die Verschiebung der Punktwolke in der Rendite-Risiko-Grafik bereits anzeigt, bewegt sich die Effizienzgrenze des Zeitraums 2008 bis 2013 ebenfalls nach Nordwesten (Grafik 16), also hin zu einer höheren Rendite und geringeren Volatilität.

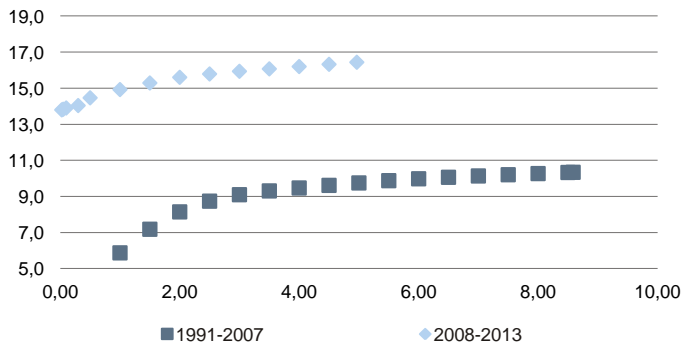
Dagegen verschiebt die Berücksichtigung des DAX und des REX die Effizienzgrenze des Portfolios in den Jahren 1991 bis 2007 lediglich nach Westen, da die Volatilität sinkt aber die Rendite nur etwas steigt (Grafik 17). Aufgrund der geringen Korrelation zwischen Finanzmarktindizes und Immobilienperformance steigt die Gesamtrendite von Portfolios mit niedrigem Risiko stark an. Wie erwartet, sind Multi-Asset-Portfolios die optimalen Portfolios. Diese Feststellung gilt jedoch nicht für das Portfolio 2008 bis 2013, in dem weder der REX noch der



DAX das Portfolio verbessern. Deshalb enthält das optimale Portfolio nur Immobilienanlagen (Grafik 18).

Effizienzgrenze von reinen Immobilienportfolios 16

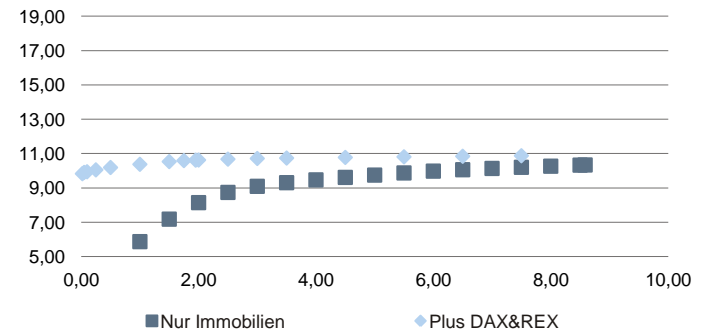
x-Achse: Standardabweichung in %, y-Achse: Jährliche Gesamtrendite in %



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

1991-2007: Effizienzgrenze von Immobilienportfolios mit und ohne DAX und REX 17

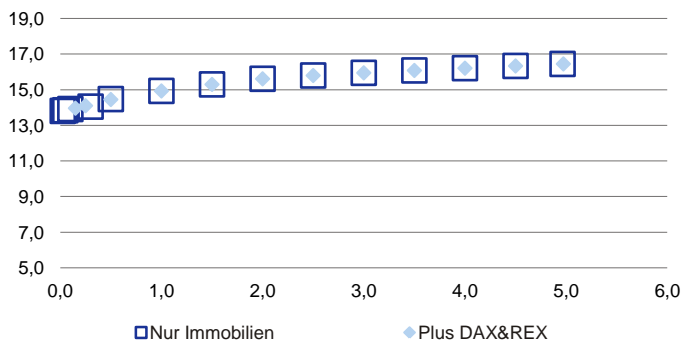
x-Achse: Standardabweichung in %, y-Achse: Jährliche Gesamtrendite in %



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research, Thomson Reuters

2008-2013: Effizienzgrenze von Immobilienportfolios mit und ohne DAX und REX 18

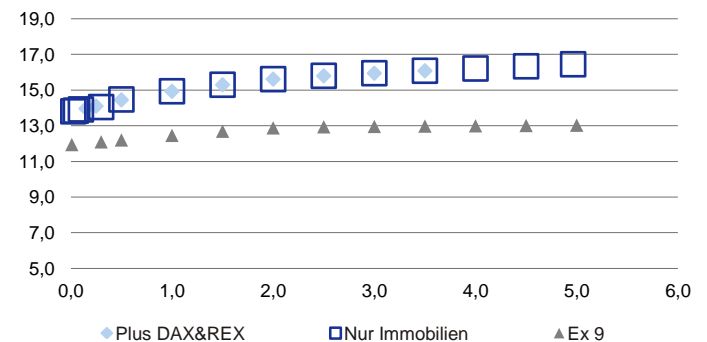
x-Achse: Standardabweichung in %, y-Achse: Jährliche Gesamtrendite in %



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research, Thomson Reuters

2008-2013: Effizienzgrenze von Immobilienportfolios mit und ohne DAX und REX 19

x-Achse: Standardabweichung in %, y-Achse: Jährliche Gesamtrendite in %



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research, Thomson Reuters

## Wie robust sind unsere Ergebnisse?

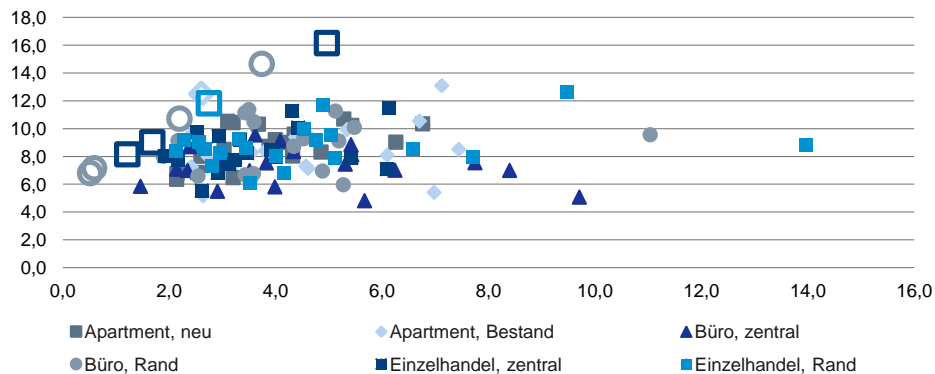
Die Tatsache, dass Finanzmarktindizes das Portfolio 2008 bis 2013 nicht verbessern, ist eine Konsequenz des globalen Finanzmarktcrashs in 2008. Aber sogar die Portfolioanalyse des Zeitraums 2009 bis 2013 ändert die Effizienzgrenze nicht. Die jährliche DAX-Gesamtrendite 2009 bis 2013 liegt weiterhin unter der Rendite im Immobilienmarkt, und die jährliche REX-Gesamtrendite geht gegenüber dem Zeitraum 2008 bis 2013 sogar zurück. Wie Grafik 14 jedoch zeigt, verbessern Finanzmarktindizes üblicherweise die Effizienzgrenze von Multi-Asset-Portfolios. Wir wiederholen außerdem die Portfolioanalyse für den Zeitraum 2008 bis 2013, indem wir 9 Zeitreihen, genannt „Ex 9“, die sich in der Nähe der Effizienzgrenze befinden (herausgestellt durch extra-große Marker in Grafik 20) ausschließen. Die Effizienzgrenze von „Ex 9“ fällt um ca. zwei Prozentpunkte. Erneut sind der DAX und der REX nicht Bestandteil des optimalen Portfolios. Um die Robustheit unserer Ergebnisse zu gewährleisten, führten wir alle Maximierungsprozesse mehrmals durch, um die Möglichkeit nahezu auszuschließen, dass wir nur ein lokales und kein globales Maximum gefunden haben. All diese Ergebnisse bestätigen die Robustheit unserer Ergebnisse, dass sich die Effizienzgrenze des Zeitraums 2008 bis 2013 gegenüber dem Zeitraum 1991 bis 2007 nach Nordwesten bewegte.



2008-2013: Risiko-Rendite Portfolio von A- und B-Städten - Assetklassen:  
Apartment (neu vs. Bestand), Einzelhandel und Büro (zentral vs. Rand)

20

x-Achse: Standardabweichung in %, y-Achse: Jährliche Gesamtrendite in %



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

## Portfoliogewichtungen

Die effizienten Portfolios im Zeitraum 2008 bis 2013 und „Ex 9“ enthalten sowohl sechs Städte als auch mehrere Asset-Klassen (Grafiken 21 und 22). Tatsächlich ist die Anzahl von Asset-Klassen viel größer. Im Folgenden berücksichtigen wir jedoch nur Assets und Städte, die ein Portfoliogewicht von mindestens 1% haben. Dies ist in einem Immobilienportfolio sinnvoll, da Transaktionskosten und Mindestlosgröße die Anzahl kleiner Käufe direkt beschränken. Außerdem erklärt es, dass die Portfolioanteile nicht immer die Summe von 100% ergeben, da die Anzahl von Assets in optimalen Portfolios mit geringem Risiko stark ansteigt.

Angesichts der guten Performance des Wohnimmobilienmarktes überrascht es nicht, dass die Portfolios auf der Effizienzgrenze bestehende Apartments enthalten. Im „Ex 9“-Portfolio bestimmen die bestehenden Apartments in München sogar alleine die Effizienzgrenze im Bereich hoher Standardabweichungen. Vielleicht überrascht es, dass der Wohnungsbestand in Bremen Teil der effizienten Portfolios (2008 bis 2013 und „Ex 9“) ist und Investitionen in Bonn im Einzelhandel in zentraler Lage und in Münster in Büros in Randlage dazu gehören. Ebenso interessant ist es, dass das effiziente „Ex 9“-Portfolio für hohe Standardabweichungen eine Einzelhandelsinvestition in Wiesbaden in der Randlage aus Rendite-Risiko-Gesichtspunkten mit einem bestehenden Apartment in München kombiniert.

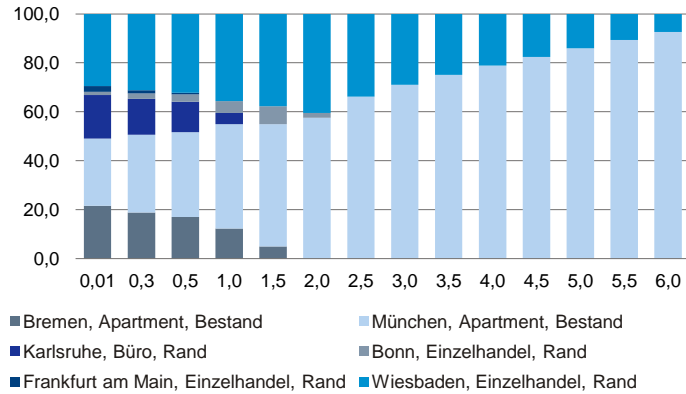


## Ausblick Deutschland

2008-2013: Optimale Portfoliogewichte ex Ausreißer

21

y-Achse: Portfolioanteil in %  
x-Achse: Standardabweichung der Effizienzgrenze in %

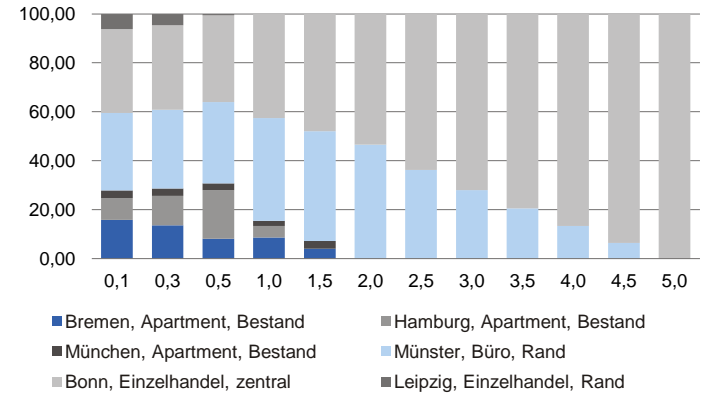


Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

2008-2013: Optimale Portfoliogewichte

22

y-Achse: Portfolioanteil in %  
x-Achse: Standardabweichung der Effizienzgrenze in %



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research

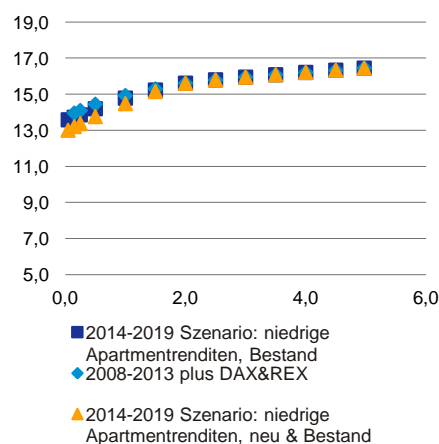
## Szenarien für 2014-2019

All diese Ex-post-Erwägungen erklären unserer Meinung nach, was Investoren in der Vergangenheit hätten tun sollen, um ihr Portfolio zu optimieren. Abschließend schauen wir in die Zukunft und stellen Szenarien (keine Prognosen) vor, um den Investoren einige Anhaltspunkte zu geben, was in den nächsten fünf Jahren möglicherweise geschehen könnte. Wir nehmen an, dass der deutsche Gewerbeimmobilienmarkt die gleiche Durchschnittsrendite bietet wie in den letzten 5 Jahren bei gleicher Volatilität. Dagegen erwarten wir eine weniger dynamische Entwicklung für den Wohnungsmarkt, da die regierende Große Koalition derzeit über strengere Mietpreiskontrollen verhandelt. In Erwartung der Details nehmen wir an, dass sich die Gesamtrenditen der bestehenden Apartments gegenüber dem Zeitraum 2008 bis 2013 halbieren. In einem zweiten Szenario fügen wir die gleiche Annahme (halbierte Renditen) für neue Apartments hinzu.

Effizienzgrenzen

23

x-Achse: Standardabweichung in %  
y-Achse: Jährliche Gesamtrendite in %



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research, Thomson Reuters

In beiden Szenarien verändert sich die Effizienzgrenze nur geringfügig, und wiederum sind weder der DAX noch der REX Teil der Effizienzgrenze (wobei für beide die 2008 bis 2013 Performance unterstellt wird). Nur bei niedrigen Standardabweichungen der 2014 bis 2019 Effizienzgrenze fallen die Renditen um etwa einen halben Prozentpunkt im ersten Szenario und um einen Prozentpunkt im zweiten Szenario gegenüber 2008 bis 2013 (Grafik 23). Die Effizienzgrenze in beiden Szenarien wird von Büros in Randlagen in B-Städten und Einzelhandelsinvestitionen in Zentrallagen in A-Städten bestimmt (Grafik 24). Beide Asset-Klassen sind bereits seit fünf Jahren Teil der Effizienzgrenze. Im ersten Szenario mit niedrigen Renditen für bestehende Apartments bleiben neue Apartments Teil der Effizienzgrenze für geringe Standardabweichungen. In unserem zweiten Szenario führen Investitionen in neue Apartments erwartungsgemäß nicht zu einer Verbesserung der Effizienzgrenze. Deshalb steigt der Portfolio-Anteil von Büros in Randlagen in B-Städten für Portfolios mit geringem Risiko gegenüber dem ersten Szenario (Grafik 25) stark an. Das Ergebnis zeigt, dass der deutsche Gewerbeimmobilienmarkt eine interessante Alternative sein könnte, wenn die strengere Mietpreiskontrolle die Wohnimmobilienrenditen reduzieren würde.

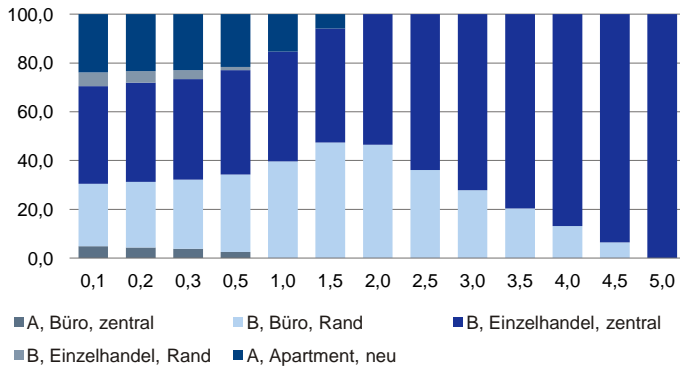


## Ausblick Deutschland

2014-19 Portfolio mit DAX und REX - Szenario: Niedrige Apartmentrenditen, Bestand: Effizienzgrenze

24

y-Achse: Portfolioanteil in %  
x-Achse: Standardabweichung der Effizienzgrenze in %

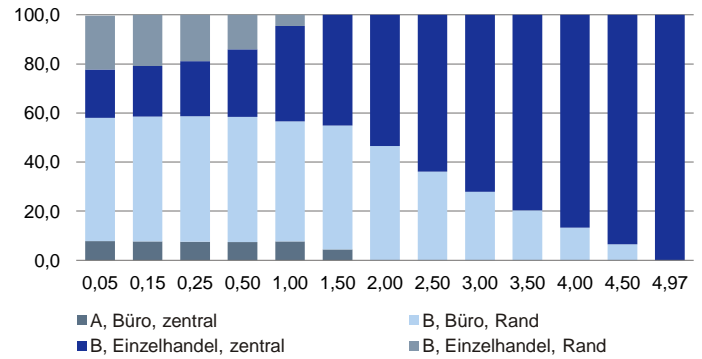


Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research, Thomson Reuters

2014-19 Portfolio mit DAX und REX - Szenario: Niedrige Apartmentrenditen, neu & Bestand: Effizienzgrenze

25

y-Achse: Portfolioanteil in %  
x-Achse: Standardabweichung der Effizienzgrenze in %



Quellen: BulwienGesa, Deutsche Bank Research, Thomson Reuters

## Fazit

Auf der Basis von Städtedaten zeigen wir die sehr geringe Korrelation von Immobilieninvestitionen mit den großen deutschen Finanzmarktindizes. Deshalb sind Immobilienmärkte in deutschen Multi-Asset-Portfolios stets attraktiv gewesen. In den letzten Jahren machte die Outperformance des Immobilienmarktes diesen Markt für die deutschen Portfolios sogar noch interessanter. Wir haben gezeigt, dass B-Städte, sogar Städte, die nicht im Mittelpunkt des Investoreninteresses stehen, und ein Mix aus Apartments, Einzelhandels- und Büroimmobilien, die Performance von Portfolios verbessern können. Weder der DAX noch der REX haben die Effizienzgrenze in den letzten fünf Jahren verbessert. Wenn strengere Mietpreiskontrollen tatsächlich eingeführt werden und die Apartmentrenditen fallen sollten, könnte der Gewerbeimmobilienmarkt eine attraktive Alternative für deutsche Portfolios sein.

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





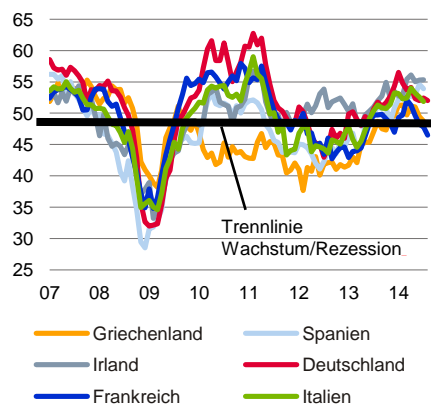
## EZB: Privates QE schon im September

- Wir glauben, dass die EZB bereits auf ihrer nächsten Sitzung am 4. September ein privates QE-Programm ankündigen wird. Die zuletzt schwachen Konjunkturdaten und EZB-Präsident Draghis Aussagen bezüglich des Rückgangs der mittelfristigen Inflationserwartungen des Marktes bei der Notenbankkonferenz in Jackson Hole haben uns zu dieser Prognoseänderung veranlasst, wenngleich Zeitpunkt und Art der Ankündigung schwierig zu prognostizieren sind.
- Wir erwarten weiterhin kein Ankaufprogramm von Staatsanleihen, wie es andere Notenbanken eingesetzt haben. Wir glauben, die EZB wird sich auf Ankäufe von ABS („privates QE“) als Ergänzung zu den im September beginnenden TLTROs (gezielte langfristige Refinanzierungsgeschäfte) beschränken.

EWU: Index der Einkaufsmanager

1

Verarbeitendes Gewerbe, %

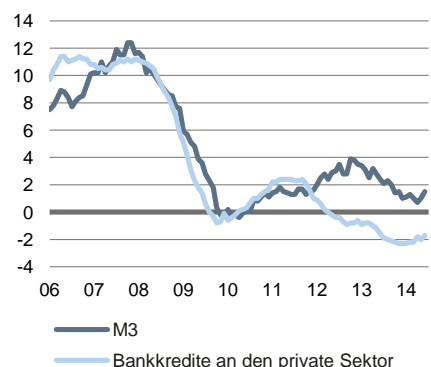


Quelle: Markit

EWU: Geldmenge und Kredit

2

% gg. Vorjahr



Quelle: EZB

In unserem Basisszenario erwarteten wir, dass die EZB erst Anfang 2015 mit einem privaten QE beginnen würde, und dass die Veröffentlichung der ersten Prognosen der EZB zur Inflation in 2017 im Dezember dieses Jahres eine gute Gelegenheit für dessen Ankündigung darstellen würde. Mittlerweile denken wir, dass die EZB sich in ihrem Kampf gegen eine Verfestigung der deutlich unter ihrer Definition von Preisstabilität liegenden aktuellen Inflationsraten nicht mehr zunächst alleine auf die TLTROs verlassen wird.

Wir erachten die Rede von Mario Draghi in Jackson Hole als bedeutsam. Mit ihr hat er die Tür zu einem früheren Handeln der EZB weit aufgestoßen. Wir glauben, dass die EZB am 4. September ein privates QE ankündigen wird, wenngleich die Entscheidung nahezu auf des Messers Schneide steht. Es gibt mehrere Gründe für ein rasches Vorgehen.

Erstens fielen die Konjunkturdaten zuletzt schwach aus. Zwar war die Stagnation des EWU-BIP in Q2 zum Teil durch Sondereffekte bedingt (Wetter, Brückentrage), allerdings zeigen die schwachen Einkaufsmanagerindizes für August und jüngst auch der deutsche ifo-Index, dass nicht zuletzt wegen der geopolitischen Krisen die konjunkturelle Dynamik nachhaltiger beeinträchtigt werden könnte. Wir haben kürzlich unsere BIP-Prognose für die Eurozone auf 0,8% in 2014 (vorher 1,1%) und 1,3% (1,5%) für 2015 reduziert. Dies war zum überwiegenden Teil dem enttäuschenden Wachstum in Q2 geschuldet, die schwachen Daten am aktuellen Rand zeigen aber, dass darüber hinaus die Fragezeichen hinter den Wachstumserwartungen für H2 2014 und 2015 größer geworden sind.

Zweitens ist die Inflation weiterhin hinter den Prognosen zurückgeblieben. Zu gegebenem Maße ist dies hauptsächlich das Ergebnis schwacher Nahrungsmittelpreise. Die Kerninflation hat sich im Verlauf dieses Jahres mehr oder weniger seitwärts zwischen 0,8% und 0,9% bewegt. Allerdings könnte das russische Einfuhrverbot für westeuropäische Nahrungsmittel das Angebot in Europa weiter erhöhen und damit für zusätzlichen Preisdruck nach unten bei den Nahrungsmitteln sorgen. Der Rückgang der Inflationsrate im Juli auf 0,4% gegenüber Vorjahr dürfte daher wohl noch nicht den Tiefpunkt markieren.

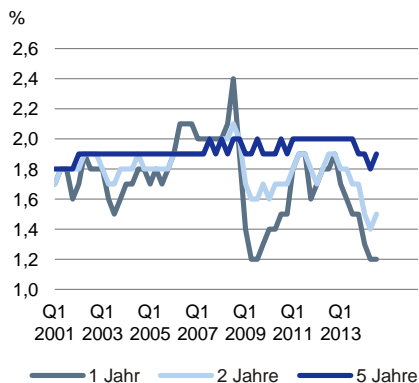
Drittens haben sich zwar die Refinanzierungsbedingungen und Margen der Banken leicht verbessert, und auch bei der Kreditentwicklung zeigen sich erste Lichtblicke, allerdings könnten die positiven Impulse der TLTRO-Ankündigung sich erst mit Verzögerung manifestieren und nicht ausreichen, um das Wachstum und die Inflationserwartungen schnell zu stabilisieren.



## Ausblick Deutschland

Inflationserwartungen professioneller Prognostiker

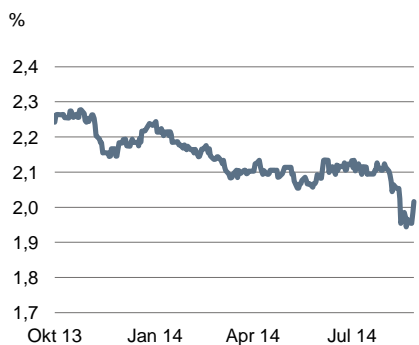
3



Quelle: EZB

Inflationserwartungen (5Y/5Y Swap)

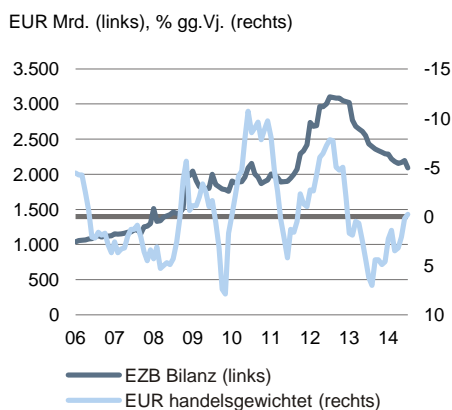
4



Quelle: Thomson Reuters

EZB-Bilanz & EUR-Wechselkurs

5



Quelle: EZB

Viertens sind die wichtigen mittelfristigen Inflationserwartungen des Marktes in den letzten Wochen gefallen. Zwar zeigte sich in der Q3-Umfrage der EZB unter den professionellen Prognostikern (SPF) erstmals ein Anstieg der erwarteten Inflation in 5 Jahren, dieser war aber mit 1,86% gegenüber 1,84% drei Monate zuvor minimal. Zudem scheint sich der EZB-Rat stärker an den aus Finanzinstrumenten abgeleiteten Inflationserwartungen des Marktes zu orientieren. EZB-Präsident Draghi sagte in Jackson Hole, dass diese über alle Laufzeiten signifikante Rückgänge aufweisen. Er betonte, dass der 5Y/5Y Inflations-Swap, der die Inflationserwartung über einen in 2019 beginnenden Fünfjahreszeitraum wiedergibt und von der EZB als Proxy für die mittelfristigen Inflationserwartungen präferiert wird, zuletzt um 15 Basispunkte auf unter 2% gefallen sei. Dies ist seit dem Start der Finanzkrise erst dreimal der Fall gewesen.

Draghi sagte, dass der EZB-Rat diese Entwicklung zur Kenntnis nehmen und alle im Rahmen seines Mandates erlaubten Mittel nutzen wird, um mittelfristig wieder Preisstabilität zu erreichen. Diese Äußerungen klangen sehr entschlossen. Draghi kann daher wohl kaum – nachdem er selber den Finger in die Wunde gelegt hat – am 4. September erklären, dass die Inflationserwartungen stabil verankert seien. Jedenfalls nicht, ohne weitere Politikmaßnahmen zu ergreifen.

Auf ähnliche Weise hat Draghi Mitte 2012 mit seiner legendären „whatever it takes“-Aussage den Rat zum Handeln gedrängt (Ankündigung von OMT). Wir erwarten daher, dass die EZB bereits am 4. September ihr ABS-Ankaufprogramm verkündet. Trotz guter Argumente (Sonderfaktoren in Q2, noch ausstehende TLTROs, beginnende Abschwächung des Euros) dürfte es dem Rat unseres Erachtens schwer fallen, eine Entscheidung weiter aufzuschieben.

Aufgrund politischer, juristischer und technischer Schwierigkeiten erwarten wir derzeit keine Käufe von Staatsanleihen oder eine Mischung von privatem und öffentlichem QE. Einen Ankauf von Staatsanleihen in größerem Stil erachten wir nach wie vor als „ultima ratio“ im Falle eines Abgleitens der Eurozone in die Deflation.

Was könnte ein ABS-Ankaufprogramm bewirken? Das Ziel eines solchen Programmes ist die Belebung der Kreditvergabe. Der Anreiz hängt dabei von der Art der zu kaufenden ABS und dem Gesamtvolumen ab. Während beim TLTRO darauf geachtet wurde, nicht die Vergabe von Hypothekenkrediten anzufeuern, hat Draghi angedeutet, dass bei den ABS-Ankäufen sehr wohl hypothekenbasierte Verbriefungen gekauft werden könnten. Dies würde das potenziell zu Verfügung stehende Volumen auf EUR 500 Mrd. verzehnfachen. Draghi spricht aber über eine Neubelebung des ABS-Marktes, was – zusätzlich zum Kauf von existierenden ABS am Sekundärmarkt – auch Käufe im Primärmarkt nahelegen könnte.

Dabei spielen auch von der EZB angemahnte Erleichterungen bei der Kapitalhinterlegung von ABS im Rahmen von Solvency II eine Rolle, wengleich Draghi andeutete, dass derartige Erleichterungen nicht notwendige Voraussetzung für Käufe seitens der EZB wären. Die EZB würde wohl den größten Effekt erzielen, wenn sie die Mezzanine-Tranchen der ABS kaufen würde. Noch ist allerdings unklar, ob sie gewillt ist, derartige Risiken auf ihre Bilanz zu nehmen. Falls die EZB dazu nicht bereit ist, dürfte sich die Wirkung der ABS-Käufe hauptsächlich über die Verlängerung der EZB-Bilanz in einer Schwächung des EUR manifestieren. Unsere FX-Strategen vermuten, dass hinter der Abwertung des handelsgewichteten EUR um 4% seit Mitte März unter anderem die Erwartung einer Ausweitung der EZB-Bilanz um rund EUR 300 Mrd. steht. Um den Euro weiter zu schwächen, muss die EZB also versuchen, ihre Bilanz darüber hinaus auszubreiten. In diese Richtung müssen wohl Draghis Andeutungen interpretiert werden, dass ABS-Käufe einen deutlichen Beitrag zu Diversifizierung der von der EZB benutzten Kanäle zur Schaffung von Liquidität darstellen dürften.



Alles in allem glauben wir, dass angesichts der aktuellen Daten und Draghis jüngster Aussagen die EZB ihr TLTRO-Programm innerhalb der nächsten Wochen um ein privates QE-Programm in Form von ABS-Käufen ergänzen wird. Wir erwarten eine derartigen Ankündigung schon am 4. September oder – falls nicht – in den folgenden Wochen.

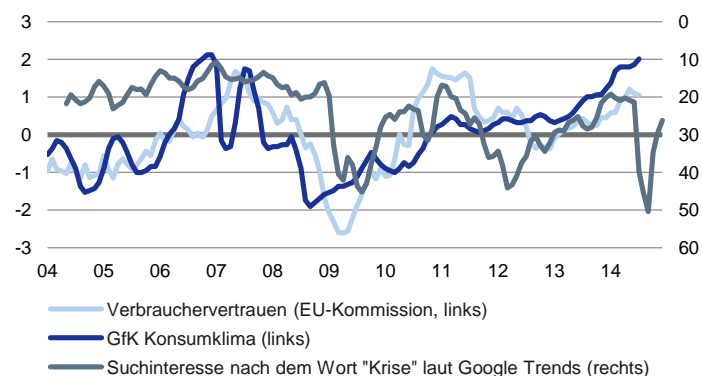
Stefan Schneider (+49 69 910-31790, stefan-b.schneider@db.com)



## Grafik des Monats

Krisen(sorgen) und Konsumentenvertrauen

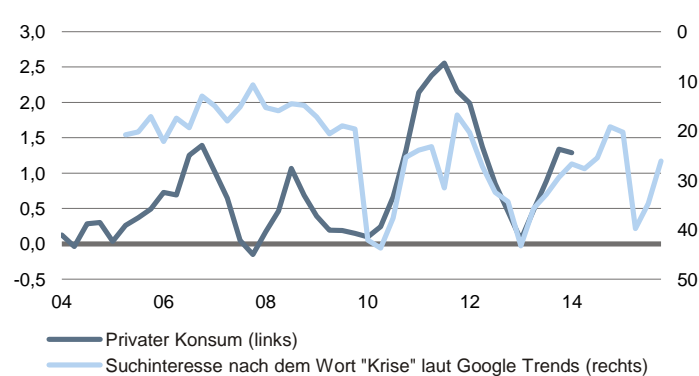
Normalisierte Werte (links); Index, gl. 3M-Schnitt, 4M nach vorne verschoben (rechts, invertiert)



Quellen: GfK, EU-Kommission, Google, Deutsche Bank Research

Krisen(sorgen) und Privater Konsum

% gg. Vj., gl. 3Q-Schnitt (links); Index, 5Q nach vorne verschoben (rechts, invertiert)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research, Google

### Welche Krise? Deutsche Konsumenten zumeist unbeeindruckt

Im Konjunkturtext dieser Ausgabe des Ausblick Deutschland haben wir erläutert, dass die geopolitischen Spannungen (zusammen mit den eingetrübten Exporterwartungen) im zweiten Halbjahr die bis dato erwarteten Investitionen dämpfen dürften. Eine ähnliche Frage stellt sich mit Blick auf den privaten Verbrauch: Untergraben die geopolitischen Spannungen das Konsumentenvertrauen und hinterlassen gar ihre Spuren im Konsum?

Bei dem von uns gewählten Krisenindikator – Suchhäufigkeit des Wortes „Krise“ auf Google – zeigt sich ein spürbar schwächerer Zusammenhang mit dem Konsumentenvertrauen als mit den Investitionsgüterbestellungen (Korrelation: -0,6). So lag die Korrelation mit dem Konsumentenvertrauen der EU-Kommission seit 2004 bei 4 Monaten Vorlauf bei knapp -0,3. Beim GfK Konsumklima sogar nur bei gut -0,1. Wie die rechte Grafik zeigt, war der Gleichlauf zwischen Konsumwachstum und unserem Krisenindikator seit 2010 aber trotzdem sehr eng bei einem erheblichen Vorlauf von fünf Quartalen, der unter Umständen durch den „Umweg“ der Kriseneinflüsse über den Arbeitsmarkt verursacht wird. Auf den gesamten Zeitraum gesehen, für den die Google-Suchdaten vorliegen, schrumpft die Korrelation allerdings von hohen -0,8 auf 0. Diese große Diskrepanz zwischen der Zeit vor und nach 2010 könnte mit der unterschiedlichen „Qualität“ der Krisen zusammenhängen. So dürften die Finanz- und später die Euro-Krise direktere und aufgrund der Größe des betroffenen Gebiets auch stärkere Auswirkungen z.B. auf Löhne und Beschäftigung gehabt haben als die derzeitige Ukraine-Krise, die lokaler ist und mit diffuseren Risiken für Deutschland verbunden ist. In der Zeit von 2004 bis 2008 (frühere Suchdaten sind nicht vorhanden) blieben markante Krisen aus und die Korrelation mit dem Konsum war daher nahe null.

Zudem ist der Zusammenhang des Konsum(wachstum)s mit der Einkommensentwicklung sehr viel stärker als mit dem Konsumentenvertrauen. Das heißt, solange die Arbeitsmarktlage gut bleibt – wovon wir derzeit ausgehen – bleiben die Konsumaussichten grundsätzlich positiv, selbst wenn das Konsumvertrauen nachgeben sollte. Darüber hinaus haben sich die Krisensorgen zuletzt schon wieder stark beruhigt. Die Implikationen der geopolitischen Spannungen für den privaten Konsum scheinen daher derzeit insgesamt begrenzt zu sein.

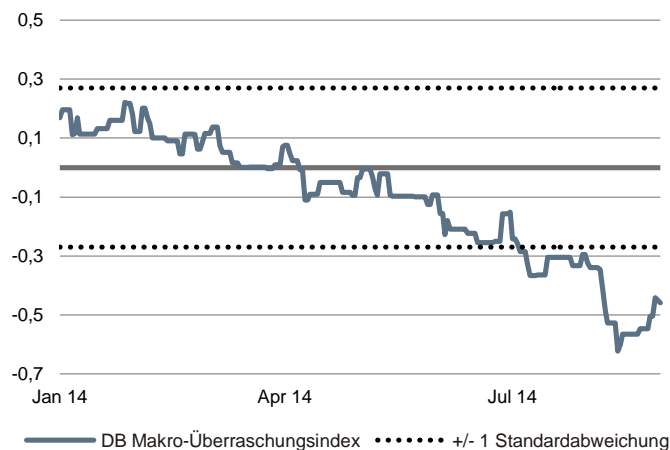
Oliver Rakau (+49 69 910-31875, oliver.rakau@db.com)



## DB Makro-Überraschungsindex Deutschland<sup>19</sup>

### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland

Durchschnitt der z-Werte der vergangenen 20 Datenüberraschungen

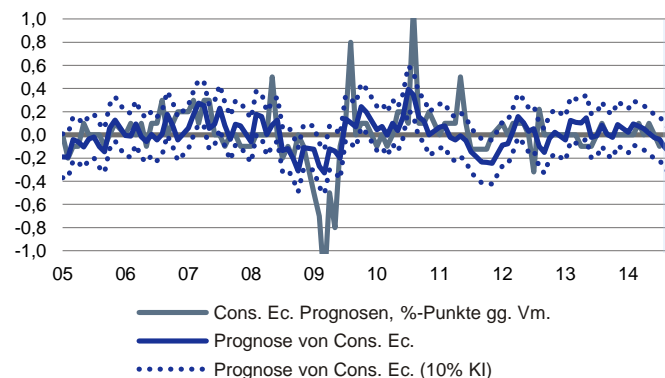


Werte über (unter) 0 bedeuten über (unter) der Markterwartung liegende Datenveröffentlichungen

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

### DB Makro-Überraschungsindex Deutschland: Abwärtsrisiken für BIP-Prognosen überwiegen

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



KI: 10% Konfidenzintervall

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
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	7 2014	25.07.14	108,0	109,4	-1,4	-1,2	0,1
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	6 2014	29.07.14	-1,2	-1,2	0,0	0,4	0,7
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	7 2014	31.07.14	-11,0	-5,0	6,0	0,0	0,5
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	6 2014	31.07.14	1,0	1,0	0,0	0,3	0,6
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	7 2014	01.08.14	52,4	52,9	-0,5	-0,8	0,1
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	7 2014	05.08.14	56,7	56,6	0,1	0,1	0,6
GRIORTMM Index	Auftragseingänge (% gg. Vm.)	6 2014	06.08.14	-3,2	0,9	-4,1	-1,9	0,0
GRIPIMOM Index	Industrieproduktion (% gg. Vm.)	6 2014	07.08.14	0,3	1,2	-0,9	-0,7	0,2
GRCAEU Index	Leistungsbilanzsaldo (EUR Mrd.)	6 2014	08.08.14	15,0	18,5	-3,5	-1,5	0,1
GRZEWI Index	ZEW - Konjunktur (Erwartungen)	8 2014	12.08.14	8,6	17,0	-8,4	-1,0	0,1
GRZECURR Index	ZEW - Konjunktur (Situation)	8 2014	12.08.14	44,3	54,0	-9,7	-1,5	0,0
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	7 2014	13.08.14	0,8	0,8	0,0	0,3	0,4
GRGDPPGQ Index	BIP (% gg. Vq.)	6 2014	14.08.14	-0,2	-0,2	0,0	-0,1	0,4
MPMIDEMA Index	PMI Verarbeitendes Gewerbe	8 2014	21.08.14	52,0	52,0	0,0	0,0	0,4
MPMIDESA Index	PMI Dienstleistungssektor	8 2014	21.08.14	56,4	56,4	0,0	0,0	0,5
GRIFPBUS Index	ifo Geschäftsklimaindex	8 2014	25.08.14	106,3	107,0	-0,7	-0,7	0,2
GRIMP95Y Index	Importpreise (% gg. Vj.)	7 2014	27.08.14	-1,7	-1,4	-0,3	0,1	0,5
GRCP20YY Index	VPI (% gg. Vj.)	8 2014	28.08.14	0,8	0,8	0,0	0,3	0,4
GRUECHNG Index	Veränderung Arbeitslose (Tsd. gg. Vm.)	8 2014	28.08.14	2,0	-5,0	-7,0	-0,5	0,3
GRFRIAMM Index	Einzelhandelsumsätze (% gg. Vm.)	7 2014	29.08.14	-1,4	0,1	-1,5	-0,9	0,1

Quellen: Bloomberg Finance LP, Deutsche Bank Research

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

<sup>19</sup> Siehe für Details Ausblick Deutschland. 4. August 2014.

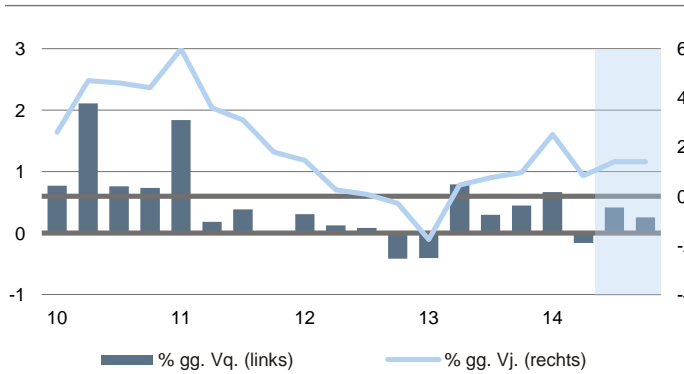




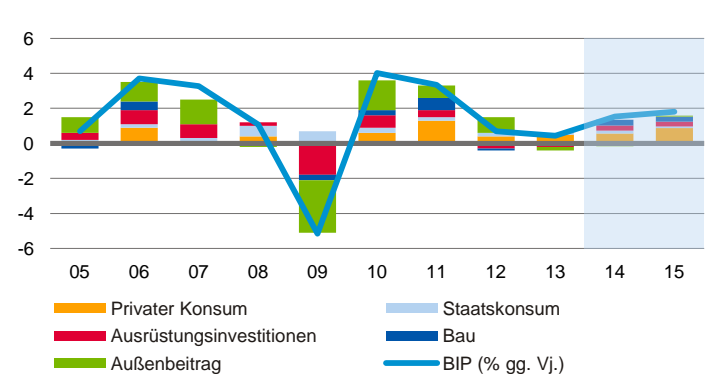
Chartbook – Gesamtwirtschaft

- Mit -0,2% BIP-Wachstum gg. Vq. in Q2 2014 war die Gegenbewegung zum sehr starken Q1 (+0,7%) überraschend deutlich. Dieses markante Quartalsprofil ist vor allem – aber nicht nur – der aufgrund des milden Winters starken Bauinvestitionen in Q1 (+4.1%) zu verdanken. Daher blieb die übliche Frühjahrsbelebung aus, was aufgrund der Saisonbereinigung zu einem Rückgang von 4.2% führte. Beim Privaten Konsum (0,1% nach 0,8%) könnte die Lohnnachzahlung im Einzelhandel im Januar eine Rolle gespielt haben. Mit knapp ½% pro Quartal verzeichnete das erste Halbjahr immer noch ein robustes Wachstum. In H1 insgesamt trug die Binnenwirtschaft das Wachstum. Der Außenbeitrag reduzierte das Wachstum um 0,2%-Punkte pro Quartal.
- Die Wachstumsaussichten für H2 2014 haben sich in den letzten Monaten zunehmend eingetrübt. Ein großer Teil der Schwäche bei den realwirtschaftlichen Indikatoren ist zwar durch die Entwicklung der Bauinvestitionen getrieben und wurde durch Brückentageeffekte (bspw. Industrieproduktion im Mai) verstärkt. Die davon weniger beeinflussten Auftragseingänge gaben aber ebenfalls spürbar nach. Insbesondere Investitionsgüterbestellungen litten zuletzt. Diese Unternehmensreaktion dürfte durch die geopolitischen Spannungen und die damit einhergehende Unsicherheit bezüglich der künftigen Nachfrage geprägt sein. Angesichts der nur moderaten Kapazitätsauslastung fällt es den Unternehmen vielfach leicht, die Investitionen zu verzögern. Die verschärften Sanktionen ggü. Russland und mögliche Gegenmaßnahmen dürften zudem erwartete positive Impulse aus anderen Regionen (teilweise) kompensieren.
- Dies spiegelt sich nicht zuletzt auch in der Stimmung. So sind die ifo-Erwartungen – mit Ausnahme des leichten Anstiegs im April – seit sechs Monaten rückläufig. Eine Entwicklung, die vor allem auf die Einschätzungen der Industrie zurückzuführen ist. Die Exporterwartungen fielen zuletzt merklich unter ihren langfristigen Durchschnitt. Ein ähnliches Bild zeigen die Daten des Industrie-PMI, die nur noch im moderat expansiven Bereich sind. Dagegen befinden sich die ifo-Indizes für den Einzelhandel und Bau sowie der Dienstleistungs-PMI weiter auf sehr hohen Niveaus. Dies passt zu unserer Erwartung, dass das Wachstum in H2 weiter binnenwirtschaftlich geprägt ein wird.
- Aufgrund dieser Aussichten haben wir unsere Wachstumserwartungen für Q3 (+0,4%) und Q4 (+0,3%) jeweils leicht nach unten angepasst und die Prognose für das Gesamtjahr wieder, wie zu Jahresbeginn, auf 1,5% gesenkt.

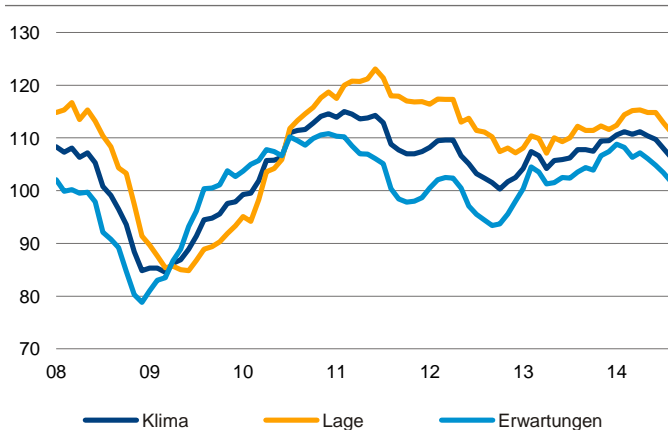
Entwicklung des realen BIP



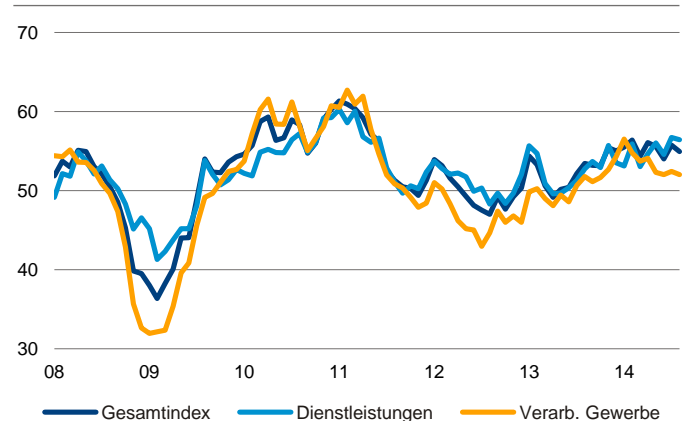
Beitrag zum realen BIP-Wachstum (%-Punkte)



ifo-Index - Gewerbliche Wirtschaft insgesamt (2005=100)



Einschätzungen der Einkaufsmanager (PMI, Index)



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

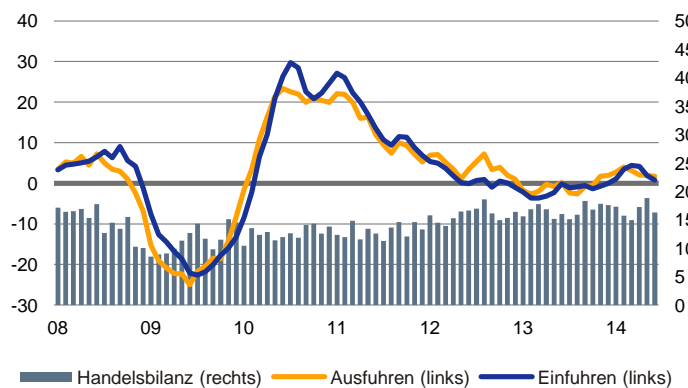


Chartbook – Außenhandel

- Der deutsche Außenhandel hat in den letzten Monaten wieder an Tempo eingebüßt. Die Exporte lagen im Juni 1,7% über Vorjahr (alle Prozentveränderungen gl. 3M-Schnitte). Im Februar betrug die Rate noch fast 4%. Die Importe verlangsamten sich erst mit Verzögerung und lagen zuletzt 0,8% über Vorjahr, wozu auch fallende Rohstoffpreise beitrugen. Der Handelsbilanzüberschuss stieg zwischenzeitlich auf ein neues Allzeithoch von knapp EUR 19 Mrd. (Mai). Im Juni waren es EUR 16,6 Mrd.
- Der Dynamikverlust zeigt sich vor allem bei den deutschen Exporten in die EWU (Jan. +3,2% gg Vj.; Mai +2,2%, gl. 3M-Schnitt) mit ihrem Anteil von fast 40%. Das Wachstum der Exporte nach Asien wurde nahezu gehalten (Jan. +4,6% gg. Vj.; Mai +4,1%). Die US-Exporte stiegen auch im Mai weiter kräftig (+5,7% ggü. +6,8% Jan.). Neben den etwas schwächeren Exporten in die EWU haben vor allem auch die Russland-Exporte gedämpft. Sie lagen etwa 18% unter Vorjahr und dämpften das Exportwachstum um rd. ½ Prozentpunkt.
- Vor allem die Automobilexporte (Juni +4,7% gg. Vj.) stützen das Exportwachstum. Insbesondere im europäischen Automarkt dürfte es nach den Jahren der Krise und Konsumzurückhaltung einen gewissen Nachholbedarf geben. Die Exporte im Maschinenbau, der anderen deutschen Paradebranche, schrumpfen dagegen deutlicher (-2,9%) – vermutlich ein Zeichen der zurückgestellten Investitionen. Im Metallgewerbe bleibt der Export sehr schwach (-5,5%).
- Frühindikatoren deuten derzeit nicht auf eine Exportbelebung hin. Sowohl die ifo-Exportorerwartungen als auch die Neuaufträge laut PMI signalisieren für die kommenden Monate eine Seitwärtsbewegung. Zwar sollte starkes Wachstum in den USA und in UK die deutschen Exporte stützen. Andererseits dürften die Russland-Exporte unter den Sanktionen und die Exporte in die EWU unter der geringer als erwarteten Investitionstätigkeit leiden.

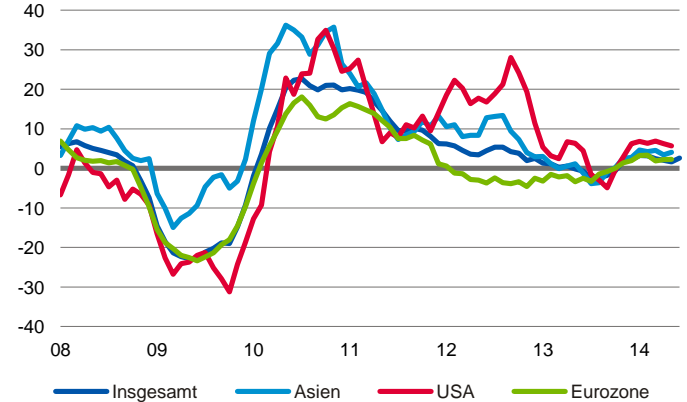
Warenhandel

% gg. Vj., gl. 3M-Schnitt (links); Mrd. EUR (rechts)



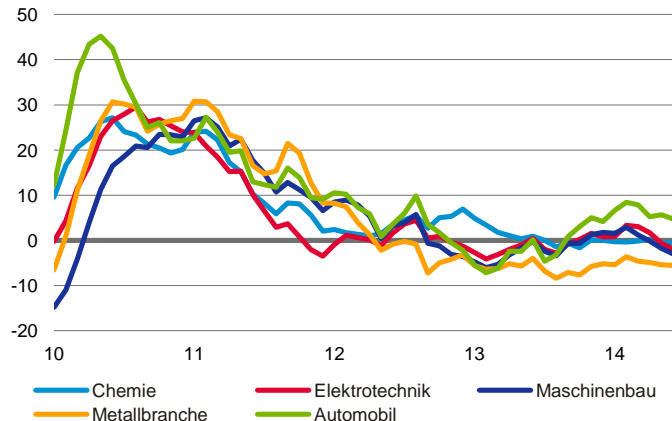
Deutsche Ausfuhren nach Regionen

% gg. Vj., gl. 3M-Schnitt



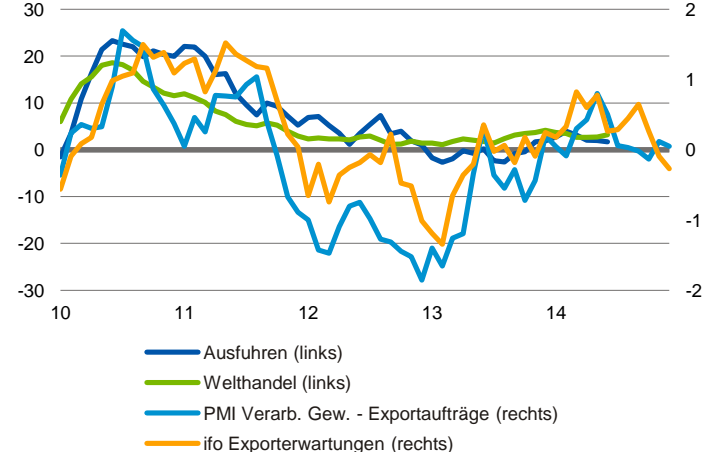
Ausfuhren nach Sektoren

% gg. Vj., gl. 3M-Schnitt



Ausfuhren und Frühindikatoren

% gg. Vj., gl. 3M-Schnitt (links); Standardisierte Werte (rechts, 4M Vorlauf)



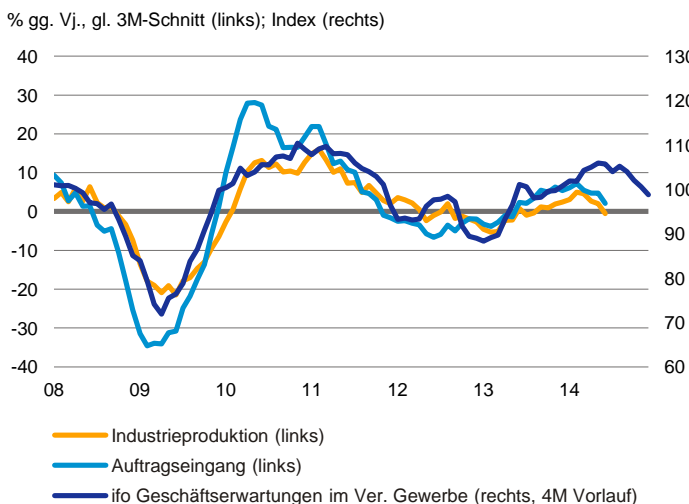
Quellen: Statistisches Bundesamt, Markit, ifo, Deutsche Bank Research, CPB



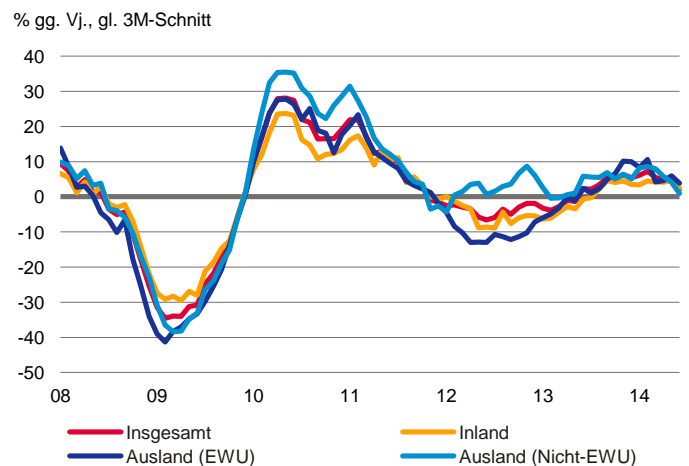
Chartbook – Industrie

- Die Industriekonjunktur hat sich in den letzten Monaten spürbar abgeschwächt. Wie bei den Exporten gingen die Wachstumsraten zuletzt zurück (Juni: -0,5% gg. Vj.; Januar: +3,1%; gl. 3M-Schnitt). Die Normalisierung im Bausektor dämpfte die Produktion in Q2 deutlich. Zudem sank die Produktion von Investitions- und insbesondere von Vorleistungsgütern, was zum Teil auch durch die krisenbedingte Vorsicht getrieben worden sein dürfte.
- Der ifo-Index und der PMI für das Verarbeitende Gewerbe haben sich die letzten Monate weiter verschlechtert und deuten darauf hin, dass die Industriekonjunktur in H2 schwach verläuft und deutliche Risiken bestehen.
- Von den größten Industriebranchen dürfte 2014 die Automobilindustrie das höchste Produktionswachstum erzielen. Wir rechnen mit einem Zuwachs von real etwa 5%. Maßgeblich für den Aufschwung ist u.a. die wieder anziehende Auto-nachfrage aus Westeuropa. Hier kommen deutsche Hersteller auf einen Marktanteil von rd. 50%. Im Maschinenbau ist ein Fertigungsplus von etwa 2% möglich. Die Branche dürfte von steigenden Aufträgen aus dem Ausland und der günstigeren Investitionsneigung im Inland profitieren, wenngleich der Start ins Jahr 2014 noch schleppend verlief. Für die Elektrotechnik rechnen wir mit einem Anstieg der inländischen Fertigung 2014 um 3%. Die Metallindustrie könnte 2014 sogar mit einem Plus von 4% abschließen. Für die Chemieindustrie erwarten wir ein Plus von etwa 1%, wobei das erste Quartal schwach war. Im Ernährungsgewerbe, einer ohnehin stabilen Branche, dürfte die Produktion im laufenden Jahr in etwa stagnieren. Unter dem Strich dürfte die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe 2014 um real etwa 4% steigen (nach -0,1% im Jahr 2013).

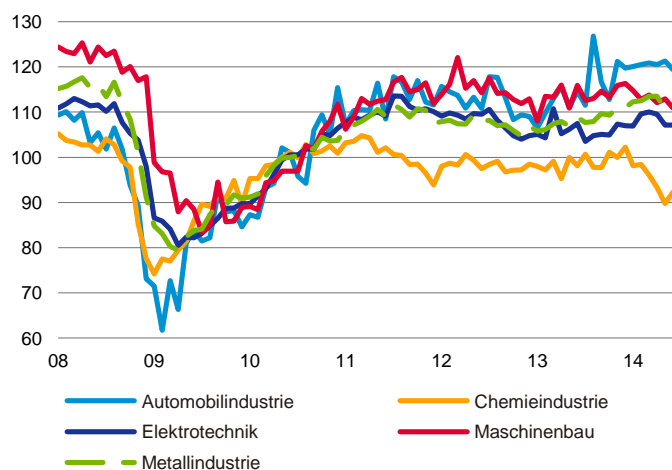
Industrieproduktion, Auftragseingang & ifo-Erwartungen



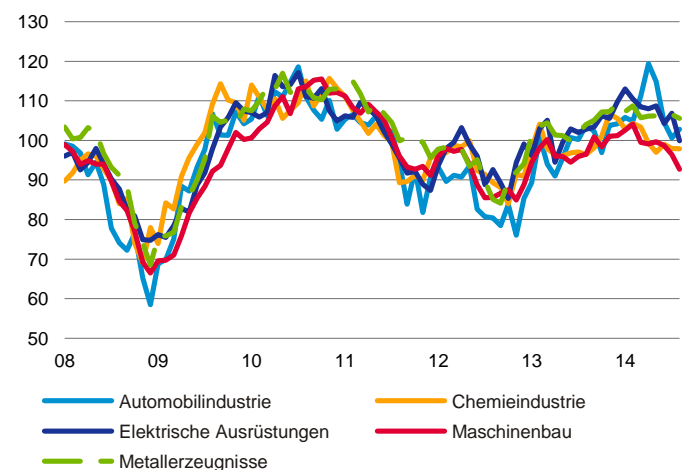
Auftragseingang nach Ursprung



Produktion der größten Industriebranchen (2010=100, sb.)



ifo-Geschäftserwartungen der größten Industriebranchen (2005=100)



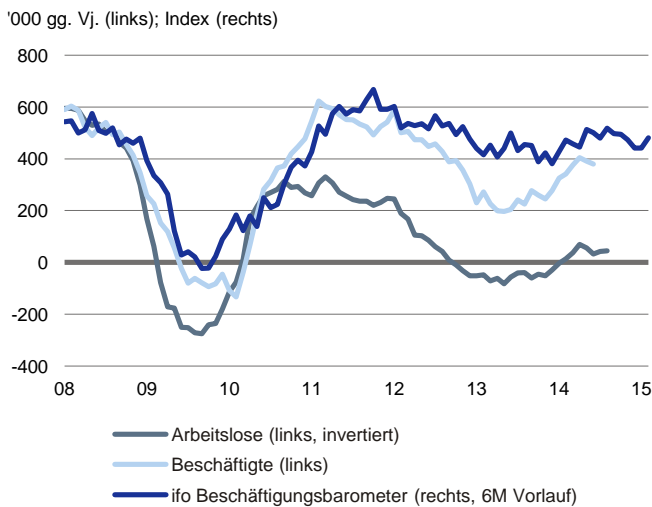
Quellen: Statistisches Bundesamt, ifo



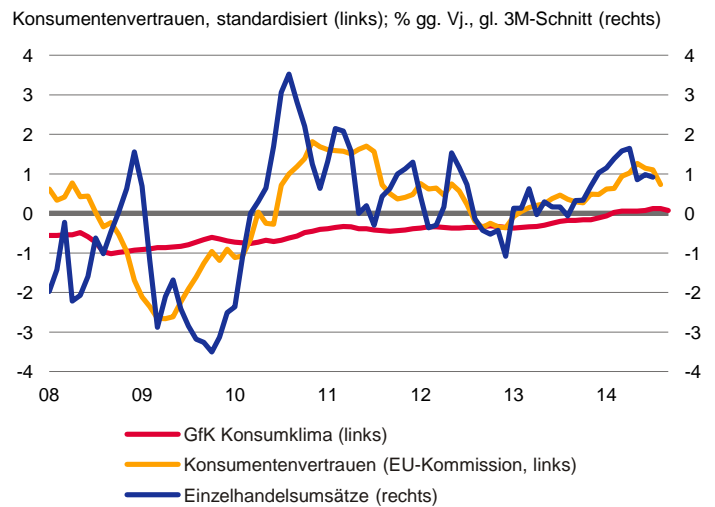
Chartbook – Inländische Nachfrage

- Im August stieg die Arbeitslosigkeit leicht um 2 Tsd. gg. Vm. nach einem Rückgang von 12 Tsd. im Juli. Der Anstieg der Arbeitslosigkeit um insgesamt 30 Tsd. in den beiden Vormonaten scheint demnach vor allem dem Ausbleiben der Frühjahrsbelegung geschuldet zu sein, was wiederum auf den milden Winter zurückzuführen war. In den ersten 8 Monaten des Jahres fiel die Arbeitslosigkeit um im Schnitt 7 Tsd. Dank Zuwanderung und steigender Erwerbsbeteiligung schlägt bei der Beschäftigung sogar ein Plus von im Schnitt 37 Tsd. zu Buche. Frühindikatoren deuten für die nächsten Monate eine leicht positive Entwicklung an. Die Arbeitslosenquote sollte 2014 auf 6,6% sinken (2013: 6,9%).
- Die Einzelhandelsumsätze lagen im Mai um 0,7% über Vorjahr (gl. 3M-Schnitt). Das Umsatzwachstum hat sich in den letzten Monaten etwas verlangsamt. Die im Rahmen des Konsumklimas erhobenen Konjunkturerwartungen der Verbraucher sind im August wohl aufgrund der geopolitischen Risiken eingebrochen. Dies dürfte aber angesichts der guten Einkommenssituation die kurzfristigen Risiken für den Konsum überzeichnen.
- Nach dem schwachen Vorjahresergebnis sollten sowohl die Ausrüstungs- als auch die Bauinvestitionen 2014 wieder zum BIP-Wachstum beitragen (gut 4% gg. Vj., nach -2,7% in 2013). Die Ausrüstungsinvestitionen waren in Q1 stark. Die inländischen Investitionsgüterbestellungen und Kapazitätsauslastungen lassen aber – nach der Gegenbewegung in Q2 (-0,4% gg. Vq.) – keine dynamische Belegung im weiteren Jahresverlauf erwarten. Dennoch dürften die Ausrüstungsinvestitionen um gut 4% (2013: -2,7%) zulegen.
- Die Bauwirtschaft profitiert dank hoher Nettozuwanderung und steigender Einkommen von der zunehmenden Nachfrage nach Wohnraum. Sowohl die Bauaktivität (Juni +6,1% gg. Vj., gl. 3M-Schnitt) als auch die Auftragseingänge (+2,3%) liegen trotz schwachem Juni spürbar über Vorjahr. 2014 könnten die Bauinvestitionen etwa gut 3% zulegen.

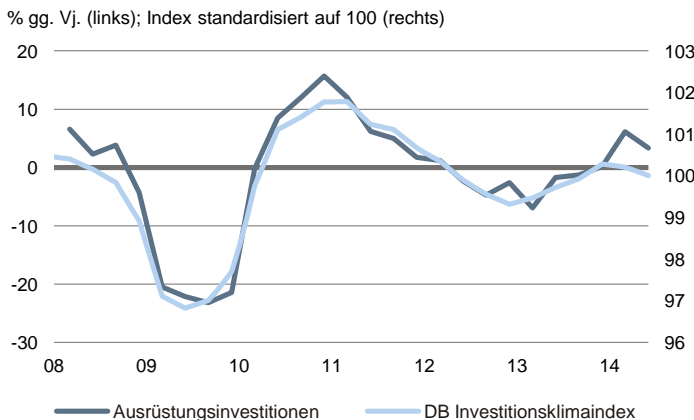
Arbeitslosigkeit, Beschäftigung und ifo-Beschäftigungsbarometer



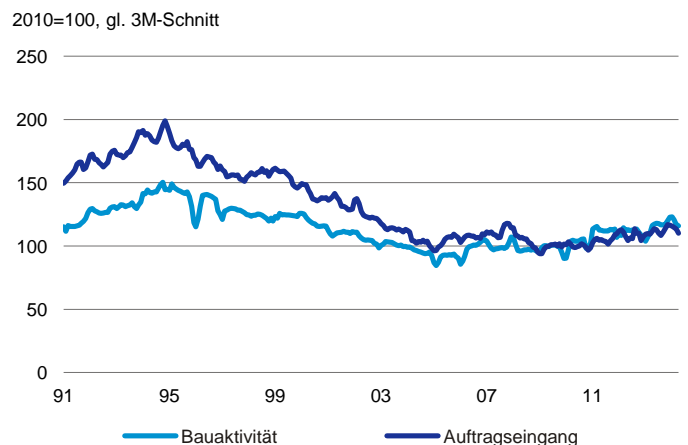
Einzelhandelsumsätze und Konsumentenvertrauen



Ausrüstungsinvestitionen und DB Investitionsklimaindex



Bauhauptgewerbe: Bauaktivität und Auftragseingang



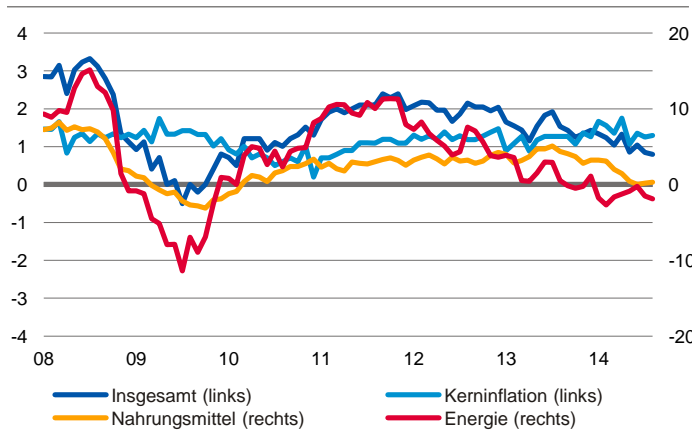
Quellen: Statistisches Bundesamt, GfK, EU-Kommission, ifo, Deutsche Bank Research



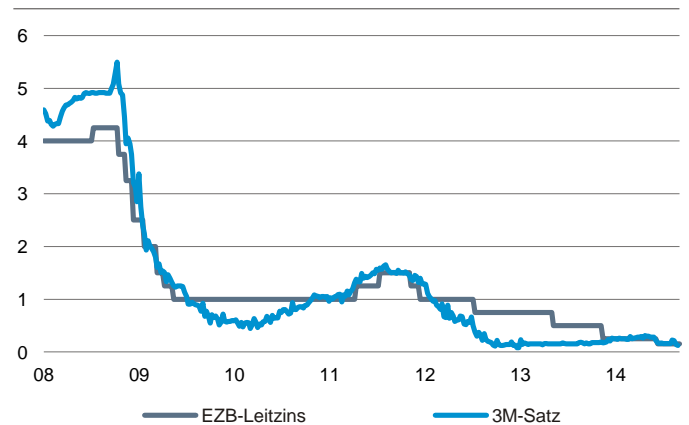
Chartbook – Finanzmärkte

- Die Inflation betrug im Juli und August 0,8%. Damit ist der Abwärtstrend der letzten Monate zunächst gestoppt. In den letzten beiden Monaten haben leichte Anstiege der Nahrungsmittelpreise (August: +0,3% gg. Vj. nach +0,1%) den verstärkten Rückgang der Energiepreise (-1,9% nach -1,5%) in etwa ausgeglichen. Nach den Schwankungen zu Beginn des Jahres blieb die Kerninflation im August voraussichtlich unverändert bei 1,3%. Während ein leicht rückläufiger Ölpreis die Energiepreise dämpfen dürfte, deuten die Preiserwartungen der Nahrungsmittelproduzenten auf leicht zunehmende Nahrungsmittelinflation. Der Importstopp Russlands könnte hierbei jedoch dämpfend wirken. Insgesamt dürfte sich die Inflation in den nächsten Monaten in etwa seitwärts entwickeln.
- Die EZB beschloss im Juni ein umfangreiches Maßnahmenpaket. Der Leitzins wurde auf 0,15% und der Einlagenzinssatz mit -0,1% sogar das erste Mal in den negativen Bereich gesenkt. Darüber hinaus wurde die Vollzuteilung verlängert, die Sterilisierung des SMP-Programms aufgegeben, die Vorbereitungen für mögliche Käufe privater Anleihen (ABS) intensiviert und neue „gezielte“ Langfristtender angekündigt. Dies soll die Liquiditätsversorgung der Banken auf absehbare Zeit sichern, die Zinsen am kurzen Ende niedriger halten und somit die Kreditvergabe stützen. Das Paket umfasst zwar viele Maßnahmen, dürfte das Wachstum aber nicht entscheidend stimulieren. Den Start eines Anleihekaufprogramms für ABS-Anleihen erwarten wir nach Kommentaren von Draghi noch im laufenden Jahr.
- Seit Anfang 2014 fielen die Renditen 10-jähriger US Treasuries von 3% auf zuletzt unter 2,4%. Dies ging auf die Unsicherheit über die zugrundeliegende Stärke der Konjunkturerholung und das Umfeld gedämpfter Inflationsraten zurück. Trotz Anzeichen für eine ansteigende Inflation ist die Fed-Chefin Yellen mit ihren Äußerungen hinsichtlich des ersten Zinsschrittes der Fed bislang zurückhaltend. Aufgrund der divergierenden Zins- und Wachstumserwartungen für den Euroraum und die USA hat sich der Renditeabstand zwischen den 10-jährigen US Treasuries und den Bunds zuletzt weiter auf fast 1,5%-Punkte ausgeweitet. Dank der besseren Konjunktur und der anhaltend akkommodierenden Politik reduzierten sich die Zinsabstände der Peripherieländer zu Deutschland auf rd. 1,5%-P. (Mitte 2013: rd. 3%-P.).
- Während die impliziten Markterwartungen für die Inflation weiter gefallen sind, haben die von der EZB befragten Prognostiker ihre Erwartung leicht angehoben.

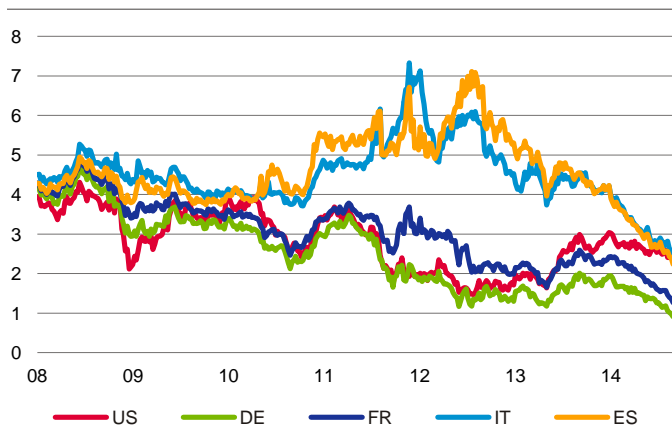
Verbraucherpreise (% gg. Vj.)



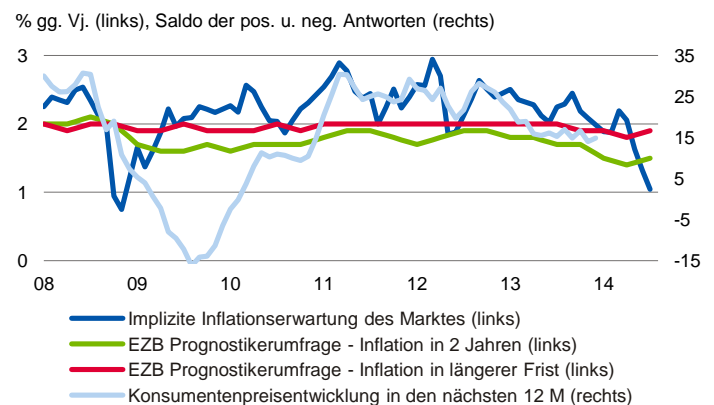
EWU: Leitzins und 3M-Satz (%)



Rendite 10J-Staatsanleihen (%)



Inflationserwartungen Eurozone



Quellen: Statistisches Bundesamt, EZB, Global Insight, Reuters

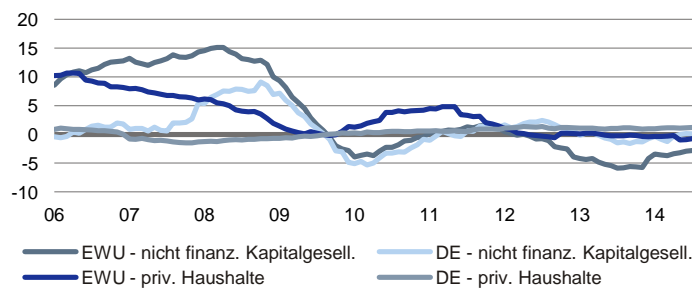




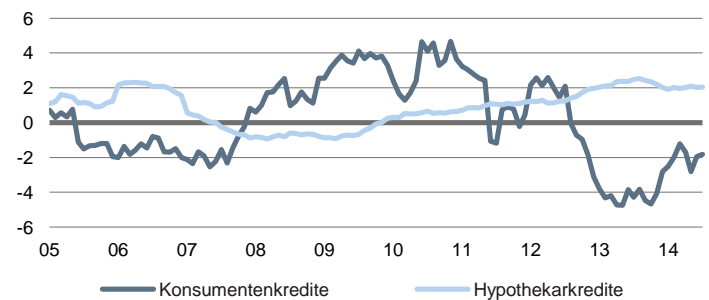
Chartbook – Kreditvergabe

- 2013 war die Kreditvergabe an Unternehmen anhaltend schwach geblieben, wobei der Rückgang in der Eurozone stärker ausgeprägt war als in Deutschland. In der Eurozone vor allem durch anhaltendes Deleveraging bedingt, spiegeln sich hier für Deutschland eher eine verhaltene Investitionstätigkeit und Rückgriffe auf alternative Finanzierungsmethoden wider. Seit Jahresbeginn verloren die Rückgänge in der Eurozone tendenziell an Schärfe; der Juli verzeichnete mit -2,8% zuletzt den geringsten Rückgang seit Jahresbeginn. Auch die letzten Ergebnisse des Bank Lending Survey für die Eurozone deuten zunehmende Nachfrage nach Unternehmenskrediten und die erste Lockerung bei Kreditstandards seit Q2 2007 an. In Deutschland ist im zweiten Quartal eine leichte Stabilisierung erkennbar: Im Juli wurden erneut minimale Zuwächse bei Unternehmenskrediten verzeichnet (+0,1% gg. Vorjahr).
- Die Haushalte in der Eurozone bauen weiter Verbindlichkeiten ab (Juli: -0,8% gg. Vj.). Dagegen steigt die Kreditvergabe an Haushalte in Deutschland weiter leicht an (Juli Zuwächse von rd. 1,2%).
- Das stabile, aber insgesamt nur leichte Kreditwachstum der Haushalte in Deutschland ist durch die Entwicklungen bei Hypothekarkrediten bedingt (Juli erneut +2% gg. Vj.). Die Zuwächse verzeichnen ein hohes Maß an Kontinuität: Seit Jahresbeginn beträgt das Wachstum rd. 2% und liegt damit in ähnlicher Größenordnung wie bereits 2013. Trotz der günstigen Zinsen für Hypothekarkredite – Juni mit neuem Tiefstand bei nur noch knapp 2,6% – bleibt das Wachstum bei Immobilienkrediten vergleichsweise moderat, was teils Portfolioumschichtungen sowie lokalen Angebotsknappheiten geschuldet sein dürfte. Das Geschäft mit Konsumentenkrediten war dagegen auch im Juli weiter rückläufig (-1,8% gg. Vj.). Die gute Einkommensentwicklung in Deutschland führt – trotz des niedrigen Zinsniveaus – zu einer gebremsten Kreditnachfrage auf Seiten vieler Haushalte, da Anschaffungen auch aus Einkommen bzw. Vermögen finanziert werden.
- Angesichts der historisch niedrigen Leitzinsen bleiben den deutschen Unternehmen die günstigen Zinssätze erhalten. Zuletzt waren die Zinsen für Unternehmenskredite wieder leicht zurückgegangen (-9 Basispunkte) und lagen im Juni bei rd. 3%.
- Deutliche Verbesserung der Finanzierungsbedingungen für deutsche Unternehmen im August; nur 20,9% der Bauunternehmen und 17,8% der Unternehmen aus der gewerblichen Wirtschaft schätzen die Kreditvergabe ggw. als restriktiv ein. Die aktuellen Ergebnisse des deutschen Bank Lending Survey zeigen unveränderte Kreditstandards für Q2. Die Nachfrage nach Unternehmenskrediten stieg dagegen leicht. Insgesamt wirken alternative Finanzierungsmöglichkeiten für Unternehmen nach wie vor dämpfend auf die Kreditnachfrage – wenn auch zuletzt weniger deutlich. Für das dritte Quartal erwarten deutsche Banken eine deutliche Lockerung der Kreditstandards bei Unternehmenskrediten.

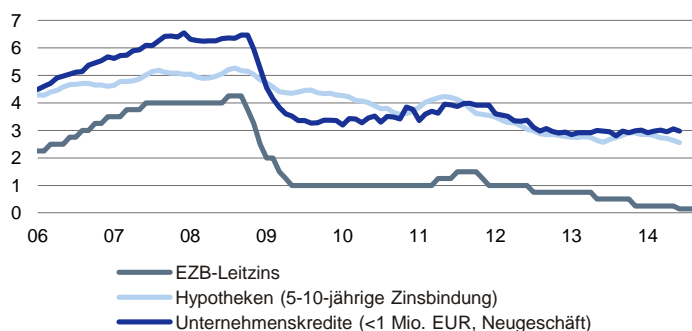
Kredite an den privaten Sektor (% gg. Vj.)



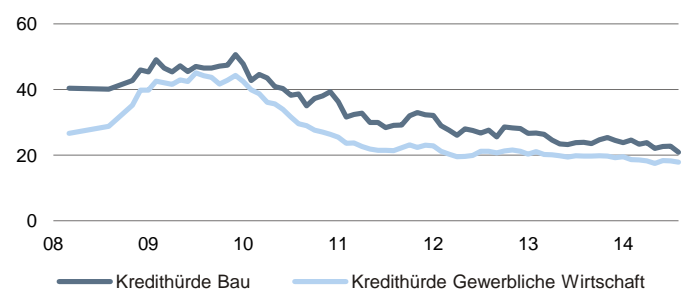
Kredite an private Haushalte (% gg. Vj.)



Zinssätze (%)



Kreditbedingungen aus Sicht der Unternehmen



Kreditbürde: Prozentsatz der Unternehmen, die angeben, Kreditvergabe sei restriktiv. Höhere Werte bedeuten restriktiveren Zugang aus Unternehmenssicht.

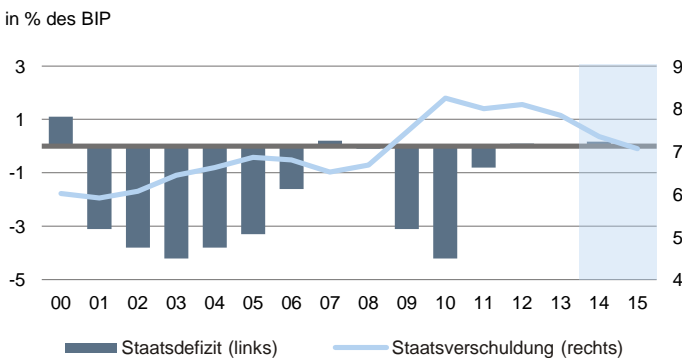
Quellen: EZB, ifo, Deutsche Bank Research



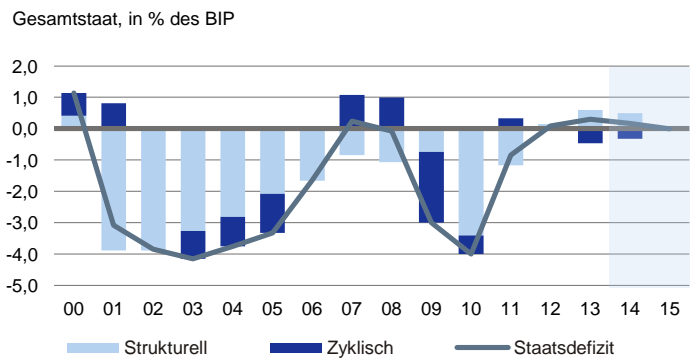
Chartbook – Staatsfinanzen

- Deutschland konnte neben Luxemburg als einziges Euroland 2013 ohne ein Defizit im Gesamthaushalt auskommen. Bund und Länder weisen aber nach wie vor Defizite aus. Nur dank der Überschüsse von Kommunen und Sozialversicherungen konnte der Gesamthaushalt einen kleinen Überschuss verzeichnen. 2014 und 2015 dürfte der Haushalt ebenfalls mit einem kleinen Überschuss abschließen.
- Insgesamt belief sich der öffentliche Schuldenstand Ende Q1 2014 auf 77,3% des BIP (Q4 2013: 78,4%). Dies spiegelt die gute Haushaltslage und den leichten Überschuss in 2013 wider, wozu auch die niedrigen Refinanzierungskosten des Bundes beitragen (Ende Juli lag die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bei 1,16%). In den nächsten Jahren dürfte die Staatsverschuldung trotz schwächerer konjunktureller Dynamik weiter kontinuierlich abnehmen. Alleine der anhaltende Portfolioabbau bei den Bad Banks wird den Schuldenstand quasi automatisch um etwa 0,5% des BIP p.a. zurückführen. Außerdem gibt es einen statistischen Sondereffekt durch die überarbeitete BIP-Berechnung nach dem neuen Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010. Da das BIP mit der neuen Methode höher ausfällt, liegt die Verschuldung in Prozent des BIP im Falle Deutschlands um ca. 2 Prozentpunkte niedriger.
- Im Juli sind die Steuereinnahmen im Vergleich zum Vorjahr um 3,3% gestiegen. Von Januar bis Juli lagen die Einnahmen rund 2,6% über dem gleichen Zeitraum des Vorjahres. Vor allem die Lohnsteuer (als wichtigste Komponente der Einkommensteuer) wächst nach wie vor solide (+7,3% im Vergleich zum Vorjahr). Die stark gewinnabhängigen Steuern wie die Körperschaftsteuer, die Abgeltungsteuern auf Zinsen sowie die nicht veranlagten Steuern vom Ertrag (entspricht weitgehend der Abgeltungsteuer auf Dividenden) – liegen kumuliert jedoch unter dem Vorjahreswert.
- Bei der Landtagswahl in Sachsen am 31. August wurde die CDU mit 39,4% erwartungsgemäß stärkste Partei, gefolgt von der Linken (18,9%) und der SPD (12,4%). Ministerpräsident Tillich wird jedoch eine neue Regierungskoalition schmieden müssen, da der bisherige Koalitionspartner FDP mit lediglich 3,8% an der 5-Prozenthürde scheiterte. Am wahrscheinlichsten ist nun eine große Koalition mit der SPD. Die eurokritische Alternative für Deutschland (AfD) zieht mit 9,7% zum ersten Mal in einen Landtag ein. Sachsen war schon in der letzten Europawahl ein gutes Pflaster für die AfD – damals erhielt sie dort 10,1%, verglichen mit nur 7,1% in Gesamtdeutschland. Nach den letzten Umfragen dürfte die AfD auch bei den Landtagswahlen in Brandenburg und Thüringen am 14.09. den Einzug ins Parlament schaffen.

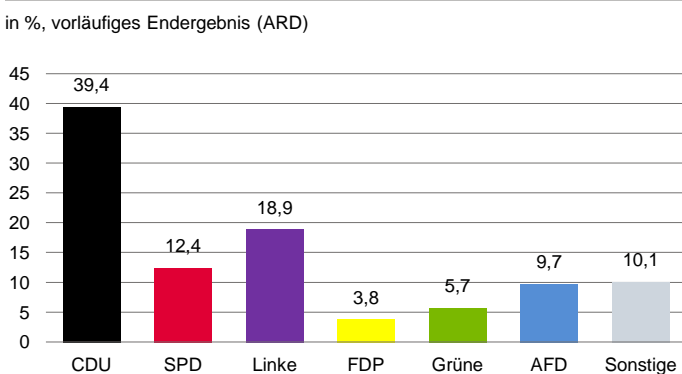
Staatsverschuldung und -defizit



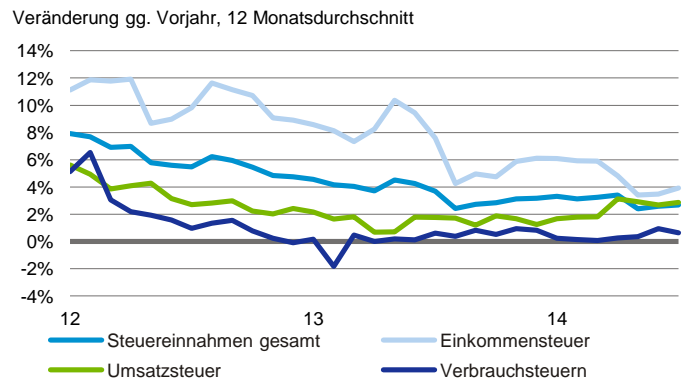
Staatsdefizit



Landtagswahlen in Sachsen 2014



Entwicklung wichtiger Steuern



Quellen: Deutsche Bank Research, Europäische Kommission, Bundesbank



## Ausblick Deutschland

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

Datum	Ereignis	Anmerkungen
4. Sep.	Sitzung des EZB-Rates, Pressekonferenz	Überprüfung des geldpolitischen Kurses
11./12. Sep.	ASEM-Finanzministertreffen in Mailand	Finanzminister aus 52 europäischen und asiatischen Ländern debattieren über wirtschaftliche Beziehungen und bereiten das ASEM-Gipfeltreffen am 16./17. Oktober vor.
12./13. Sep.	Eurogruppe und informeller ECOFIN in Mailand	Stabilität im Euroraum; Wirtschaftsprognosen 2014 u. 2015; Überprüfung der Anpassungsprogramme Griechenlands und Zyperns; Bankenunion.
14. Sep.	Landtagswahlen in Brandenburg sowie in Thüringen	In Thüringen ist eine Fortsetzung der CDU/SPD-Koalition wahrscheinlich. Allerdings hat die SPD eine Koalition mit der Linken noch nicht ausgeschlossen. In Brandenburg ist ein erneutes Bündnis zwischen SPD und Linke zu erwarten.
20./21. Sep.	Treffen der G20-Finanzminister und Notenbankgouverneure in Cairns/Australien	Debatte über Fiskal- u. Geldpolitik (Stärkung privater Investitionen, von Handel u. Beschäftigung), Finanzmarktregulierung (Schattenbanken u.a.) und Steuerfragen (Steuervermeidung, internat. Transparenz u.a.).
Oktober	EZB veröffentlicht Ergebnisse ihrer Bankenprüfung	Die EZB überprüft die größten 130 Banken der Eurozone (Bilanzprüfung und Stresstest). Banken, die den Stresstest nicht bestehen, werden aufgefordert, innerhalb von zwei Wochen nachzubessern. Die Rekapitalisierungspläne werden vom SSM bewertet.
13./14. Okt.	Eurogruppe und ECOFIN in Luxemburg	Überprüfung der Fiskalpolitik der Euroländer. Diskussion über einen möglichen Ausbau öffentlicher Investitionen.
23./24. Okt.	Europäischer Rat	Staats- und Regierungschefs der EU treffen sich in Brüssel. Tagesordnung ist noch offen.

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
4. Sep. 2014	8:00	Auftragseingang im Ver. Gewerbe (Index, sb.), % gg. Vm.	Juli	5,0	-3,2
5. Sep. 2014	8:00	Industrieproduktion (Index, sb.), % gg. Vm.	Juli	1,5	0,3
8. Sep. 2014	8:00	Handelsbilanz (EUR Mrd., sb.)	Juli	15,0	16,3
8. Sep. 2014	8:00	Warenexporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juli	-1,7 (1,9)	0,9 (2,9)
8. Sep. 2014	8:00	Warenimporte (EUR Mrd., sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	Juni	-0,5 (2,4)	4,5 (3,1)
23. Sep. 2014	9:30	PMI Verarbeitendes Gewerbe (Flash)	September	51,0	51,4
23. Sep. 2014	9:30	PMI Dienstleistungssektor (Flash)	September	56,0	56,4
24. Sep. 2014	10:30	ifo Geschäftsklima (Index, sb.)	September	105,0	106,3
29. Sep. 2014	14:00	Vorläufiger VPI (sb.), % gg. Vm. (gg. Vj.)	September	0,0 (0,8)	-0,1 (0,8)
30. Sep. 2014	10:00	Arbeitslosenrate (% , sb.)	September	6,7	6,7
30. Sep. 2014	8:00	Einfuhrpreise (Index, sb.) % gg. Vm. (gg. Vj.)	August	0,0 (-1,8)	-0,4 (-1,7)
30. Sep. 2014	8:00	Einzelhandelsumsätze (Index, sb.), % gg. Vm.	August	1,5	-1,4
14. Nov. 2014	8:00	Reals BIP (Index, sb.), % gg. Vq.	Q3 2014	0,4	-0,2

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

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

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



## Ausblick Deutschland

### Finanzmarktprognosen

	US	JP	EWU	GB	CH	SE	DK	NO	PL	HU	CZ
<b>Leitzinssatz, %</b>											
Aktuell	0,125	0,10	0,15	0,50	0,00	0,25	0,20	1,50	2,50	2,10	0,05
Sep. 14	0,125	0,10	0,15	0,50	0,00	0,25	0,20	1,50	2,50	2,10	0,05
Dez. 14	0,125	0,10	0,15	0,75	0,00	0,25	0,20	1,50	2,50	2,10	0,05
Juni 15	0,500	0,10	0,15	1,00	0,00	0,25	0,20	1,50	2,50	2,50	0,05

### 3M Geldmarktsatz, %

Aktuell	0,23	0,21	0,16	0,56							
Sep. 14	0,35	0,20	0,20	0,55							
Dez. 14	0,35	0,20	0,20	0,80							
Juni 15	0,75	0,20	0,25	1,10							

### Rendite 10J Staatsanleihen, %

Aktuell	2,33	0,49	0,89	2,37	0,53	1,38	1,19	2,25			
Sep. 14	2,65	0,50	1,50	2,90	0,85	1,90	1,85	2,65			
Dez. 14	2,80	0,60	1,75	3,00	1,15	2,10	2,05	2,80			
Juni 15	3,00	0,70	1,90	3,20	1,35	2,20	2,10	3,15			

### Wechselkurse

	EUR/USD	USD/JPY	EUR/GBP	GBP/USD	EUR/CHF	EUR/SEK	EUR/DKK	EUR/NOK	EUR/PLN	EUR/HUF	EUR/CZK
Aktuell	1,31	104,17	0,80	1,66	1,21	9,20	7,45	8,15	4,22	315,02	27,72
Sep. 14	1,33	107,00	0,79	1,68	1,26	9,00	7,46	8,00	4,13	314,00	27,00
Dez. 14	1,30	112,00	0,78	1,67	1,27	8,70	7,46	7,90	4,05	320,00	27,00
Juni 15	1,22	116,00	0,77	1,58	1,27	8,58	7,46	7,70	4,00	319,00	27,00

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 2013	Q3 2013	Q4 2013	Q1 2014	Q2 2014	März 2014	April 2014	Mai 2014	Juni 2014	Juli 2014	August 2014
<b>Konjunkturumfragen</b>											
<b>Gesamtwirtschaft</b>											
ifo Geschäftsklima	105,3	107,3	108,8	110,8	110,4	110,7	111,2	110,4	109,7	108,0	106,3
ifo Geschäftserwartungen	101,8	103,4	106,0	107,8	106,0	106,3	107,2	106,1	104,8	103,4	101,7
PMI Composite	49,9	52,9	54,5	55,4	55,2	54,3	56,1	55,6	54,0	55,7	54,9
<b>Produzierendes Gewerbe</b>											
ifo Verarbeitendes Gewerbe	100,4	102,7	104,5	106,8	106,5	106,9	107,5	106,9	105,2	103,7	102,2
PMI Verarbeitendes Gewerbe	48,7	51,2	52,9	55,0	52,8	53,7	54,1	52,3	52,0	52,4	51,4
Produktion (% gg. Vp.)	1,7	0,7	0,5	1,1	-1,5	-0,6	-0,1	-1,7	0,3		
Auftragseingang (% gg. Vp.)	1,0	1,5	2,3	0,1	-0,6	-2,7	3,2	-1,6	-3,2		
Grad der Kapazitätsauslastung	82,1	83,2	83,2	83,4	84,3						
<b>Bauhauptgewerbe</b>											
Produktion (% gg. Vp.)	12,0	1,3	-0,5	5,1	-5,9	-4,1	-3,4	-2,3	3,4		
Auftragseingang (% ggü. Vp.)	1,9	-1,3	3,4	1,6	-4,8	-2,3	3,9	-4,9	-7,7		
ifo Bauhauptgewerbe	123,7	120,5	121,2	122,6	120,5	120,6	120,6	120,3	120,5	119,4	119,5
<b>Dienstleistungen</b>											
PMI Dienstleistungen	49,9	52,6	54,1	54,0	55,1	53,0	54,7	56,0	54,6	56,7	56,4
<b>Konsumentennachfrage</b>											
EC Konsumentenbefragung	-4,2	-3,2	-2,8	0,3	4,3	2,3	3,1	5,5	4,3	3,9	0,3
Einzelhandelsumsätze (% gg. Vp.)	0,2	-0,3	0,2	1,5	-0,4	-0,5	-0,5	-0,2	1,0	-1,4	
Neuzulassungen PKW (% gg. Vj.)	-3,7	-1,4	1,6	2,8	-0,3	5,4	-3,6	5,2	-1,9	6,8	
<b>Außenhandel</b>											
Auslandsaufträge (% gg. Vp.)	2,8	0,7	3,9	-1,3	-0,1	-4,5	4,9	-1,0	-4,1		
Exporte (% gg. Vp.)	0,4	0,2	1,6	0,3	0,5	-1,8	2,6	-1,1	0,9		
Importe (% gg. Vp.)	1,4	-0,3	0,6	2,2	-1,3	-1,1	0,2	-3,4	4,5		
Nettoexporte (EUR Mrd.)	48,1	49,3	52,2	48,0	52,3	14,9	17,2	18,8	16,3		
<b>Arbeitsmarkt</b>											
Arbeitslosenquote (%)	6,9	6,8	6,9	6,8	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7	6,7
Veränderung Arbeitslosigkeit (Tsd. gg. Vp.)	18,0	-0,3	12,3	-46,3	-18,7	-10,0	-26,0	24,0	7,0	-11,0	1,0
Beschäftigung (% gg. Vj.)	0,6	0,6	0,5	0,7	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8	
ifo Beschäftigungsbarometer	104,9	106,3	107,2	107,5	106,8	107,4	107,4	106,9	106,1	106,0	107,0
<b>Preise, Löhne und Arbeitskosten</b>											
<b>Preise</b>											
HVPI (% gg. Vj.)	1,5	1,7	1,3	1,0	0,9	0,9	1,1	0,6	1,0	0,8	0,8
Kern-HVPI (% gg. Vj.)	1,0	1,2	1,1	1,1	1,1	0,9	1,4	0,7	1,1	1,2	
Harmonisierter PPI (% gg. Vj.)	-0,1	-0,3	-0,7	-1,0	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8	-0,7	-0,8	
Rohstoffe ohne Energie (% gg. Vj.)	-7,0	-12,2	-10,4	-11,1	-4,9	-11,3	-5,8	-5,4	-3,5	-3,0	
Ölpreis (USD)	102,5	110,4	109,3	108,2	109,7	107,5	107,7	109,6	111,8	106,9	
<b>Inflationserwartungen</b>											
EC Haushaltsumfrage	22,5	26,2	25,5	22,0	16,9	19,9	18,0	18,1	14,6	15,3	14,8
EC Unternehmensumfrage	-0,6	2,8	6,1	5,6	2,3	4,1	2,5	1,9	2,6	3,3	4,1
<b>Lohnstückkosten (gg. Vj.)</b>											
Lohnstückkosten	1,8	1,5	1,4	0,9	2,1						
Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer	1,6	1,9	2,1	2,8	2,5						
Arbeitnehmerentgelt je Stunde	1,6	1,5	2,3	1,0	2,4						
<b>Monetärer Sektor (gg. Vj.)</b>											
M3	3,8	2,5	2,7	3,5	4,2	3,5	3,7	4,4	4,2	4,4	
Trend von M3*						3,7	3,8	4,1	4,3		
Kredite an Unternehmen und Privatpersonen	1,3	-4,0	-3,1	-3,6	-3,5	-3,6	-3,4	-3,2	-3,5		
Kredite an öffentliche Haushalte	-22,4	-17,7	-17,1	-1,5	9,4	-1,5	-8,4	-2,3	9,4		

% 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.

- ▶ Nur schwache Konjunkturerholung in H2  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 4. August 2014
- ▶ Solides Wachstum, wenig Inflation  
(trotz EZB)  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 30. Juni 2014
- ▶ Robuste Binnenwirtschaft durch gute  
Absichten gefährdet  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 4. Juni 2014
- ▶ So weit, so gut  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 2. Mai 2014
- ▶ 2% Wachstum in 2015 trotz  
belastender Beschäftigungspolitik  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 28. Februar 2014
- ▶ Weiter im Aufwind  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 27. Januar 2014
- ▶ Aufbruch in die Vergangenheit  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 29. November 2013
- ▶ Trotz Wachstum in der Kritik  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 19. November 2013
- ▶ Von Übertreibungen und Ängsten  
(Aktuelle Themen – Konjunktur) ..... 31. Oktober 2013
- ▶ Arbeitsmarkt: Weiter im Aufwind  
(Research Briefing – Konjunktur) ..... 15. Oktober 2013

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 2014. 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 der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht verfügt. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die in Bezug auf Anlagegeschäfte im Vereinigten Königreich der Aufsicht der Financial Services Authority 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