



Deutschland: Nikolaus und Knecht Ruprecht

5. Dezember 2011

Inhaltsverzeichnis	Seite
Prognosetabellen.....	3
Technische Rezession.....	4
Deutsche Industrieproduktion dürfte 2012 auf hohem Niveau stagnieren.....	9
Öffentliche Finanzen: Ausruhen unangebracht.....	12
Aktienmarkt: Droht auf längere Sicht ein demografisch bedingter Kursverfall?.....	17

www.
dbresearch.de

Autoren

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

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

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

Frank Zipfel
+49 69 910-31890
frank.zipfel@db.com

Editor

Stefan Schneider

Publikationsassistentz

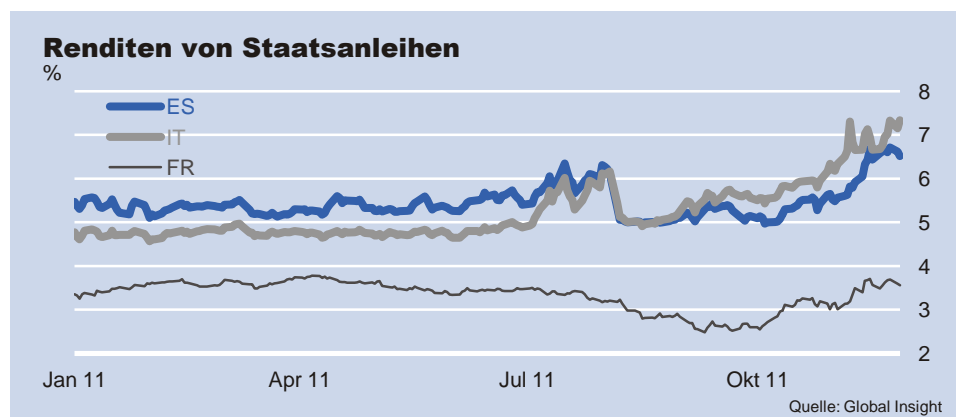
Manuela Peter

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

DB Research Management

Thomas Mayer

Die Augen der Weltöffentlichkeit sind auf Deutschland gerichtet. Während in Deutschland eine lebhafte innenpolitische Debatte darüber stattfindet, ob es bei der Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise eine Führungsrolle übernehmen sollte, ist der Rest des Euroraums – wenn nicht der Rest der Welt – der Auffassung, dass Deutschland den Schlüssel zur Lösung der immer prekärer werdenden Krise in der Hand hält. Politiker in den Problemländern und Beobachter der Finanzszene gleichermaßen klingen zunehmend frustriert, weil Deutschland nicht die Maßnahmen ergreift, die ihrer Meinung nach so offensichtlich das Gebot der Stunde sind. Laut dieser Stimmen sollte Deutschland: Eurobonds zustimmen, umfangreichere Käufe von Staatsanleihen durch die EZB akzeptieren und seinen fiskalpolitischen Spielraum nutzen, um die Inlandsnachfrage zu stimulieren. Vielleicht ist es der Jahreszeit geschuldet, dass dies für die Deutschen mehr wie ein Wunschzettel an den Weihnachtsmann klingt, während der Rest der Welt die Deutschen zunehmend in der Rolle des Geizhalses Scrooge aus einer Weihnachtsgeschichte von Charles Dickens sieht. Oder des Knecht Ruprecht, dem Begleiter vom Nikolaus, der jene bestraft, die im Laufe des Jahres ungezogen waren. Trotz des starken Zinsanstiegs bei den letzten europäischen Schuldenauktionen ist es unwahrscheinlich, dass alle Wünsche erfüllt werden, bevor der nicht-deutsch-sprechende Teil der Eurozone akzeptiert, dass es einen Knecht Ruprecht geben muss, der haushaltspolitisches Fehlverhalten bestraft. Hoffnungen, dass Deutschland wie durch ein Wunder sein eigenes „fragwürdiges“ Verhalten erkennt und, wie der Geizhals, alles unternehmen wird, Sühne zu tun, indem es die anderen glücklich macht, gehören sicherlich ins Reich der Märchen. In der realen Welt der europäischen Politik dürfte das politische Mikado weitergehen, in dem derjenige verliert, der zuerst zuckt. Das bedeutet, Deutschland und andere stabilitätsorientierte EWU-Länder werden entscheiden müssen, wie viel Leid sie den Budgetsündern und – wegen negativer wirtschaftlicher Rückkopplungseffekte – auch sich selbst zufügen wollen, um Regeländerungen für die Währungsunion zu erreichen, die Budgetsünder zwingen, in der Zukunft kooperativere Partner zu sein. In Wahrheit ist es aber so, dass kooperatives Verhalten einen Vorschuss an Vertrauen erfordert und nicht durch Regeln allein erzwungen werden kann.





Wachstum, Inflation, Leistungsbilanz, Budgetsaldo

	BIP-Wachstum			Inflation			Leistungsbilanzsaldo			Budgetsaldo		
	in % gg. Vj.			in % gg. Vj.			in % des BIP			in % des BIP		
	2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P	2010	2011P	2012P
Euroland	1,8	1,6	-0,5	1,6	2,7	1,9	-0,5	-0,7	-0,3	-6,3	-4,2	-3,6
Deutschland	3,7	3,1	0,0	1,1	2,3	1,5	5,7	5,4	4,8	-4,3	-1,3	-1,3
Frankreich	1,4	1,6	-0,3	1,6	2,2	1,8	-1,8	-2,8	-2,6	-7,1	-6,0	-5,4
Italien	1,3	0,5	-1,1	1,5	2,7	2,3	-3,5	-3,8	-3,0	-4,6	-4,0	-2,5
Spanien	-0,1	0,6	-0,9	2,0	3,1	1,4	-4,6	-3,9	-3,3	-9,3	-6,8	-6,0
Niederlande	1,6	1,9	-0,5	0,9	2,5	2,0	6,7	7,0	8,0	-5,1	-3,4	-3,5
Belgien	2,3	1,9	-0,6	2,3	3,4	2,0	2,4	2,0	2,0	-4,1	-3,9	-5,0
Österreich	2,3	2,8	-0,5	1,7	3,6	2,1	2,9	2,5	2,5	-4,4	-3,2	-3,2
Finnland	3,6	2,9	0,0	1,7	3,3	2,3	1,8	2,0	2,0	-2,5	-1,5	-1,5
Griechenland	-3,5	-5,3	-3,0	4,7	3,1	1,3	-11,8	-9,0	-7,0	-10,6	-9,5	-6,6
Portugal	1,4	-1,5	-2,9	1,4	3,6	2,5	-9,8	-8,0	-6,5	-9,8	-6,5	-6,4
Irland	-0,4	1,5	0,2	-1,6	1,2	1,5	-0,7	0,0	0,5	-31,3	-10,5	-9,1
Großbritannien	1,8	1,1	1,3	3,3	4,5	3,2	-2,5	-2,5	-2,4	-10,3	-8,2	-6,9
Dänemark	1,7	1,4	1,2	2,3	2,6	1,9	5,5	5,8	5,6	-5,3	-1,6	-0,8
Norwegen	0,3	2,2	1,3	2,4	1,6	1,8	12,3	12,8	13,8	10,6	9,1	10,8
Schweden	5,4	4,1	1,3	1,3	2,7	2,0	6,3	6,5	6,0	-0,1	1,9	3,0
Schweiz	2,7	2,0	1,0	0,7	0,7	0,7	15,6	13,8	13,5	0,8	1,0	1,3
Tschech. Rep.	2,2	2,0	1,6	1,5	1,9	3,6	-3,3	-3,1	-2,8	-4,8	-4,3	-3,8
Ungarn	1,2	1,4	1,6	4,9	3,9	3,9	1,1	0,6	0,3	-4,3	1,4	-3,0
Polen	3,8	3,6	2,6	2,6	4,1	2,4	-4,5	-5,0	-4,2	-7,9	-5,5	-4,6
USA	3,0	1,8	2,3	1,6	3,3	3,2	-3,2	-3,1	-2,7	-8,8	-8,5	-6,2
Japan	4,1	-0,4	0,5	-0,7	-0,3	-0,3	3,6	2,2	1,9	-8,7	-8,7	-9,1
Welt	5,1	3,7	3,5	3,2	4,4	3,4						

Quellen: Nationale Behörden, Nationale Zentralbanken, Deutsche Bank

1

Prognosen Deutschland: BIP-Wachstum nach Komponenten, % gg. Vq.

	2010				2011				2012				2010	2011P	2012P
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2P	Q3P	Q4P	Q1P	Q2P	Q3P	Q4P			
Reales BIP	0,5	1,9	0,8	0,5	1,3	0,3	0,5	0,0	-0,2	-0,1	0,4	0,5	3,7	3,1	0,0
Privater Konsum	0,0	0,8	0,4	0,5	0,5	-0,6	0,8	0,1	0,2	0,1	0,2	0,0	0,6	1,4	0,7
Staatsausgaben	0,9	-0,6	0,8	0,1	0,2	0,6	0,6	0,1	0,2	0,2	0,0	0,0	1,7	1,3	0,6
Anlageinvestitionen	0,2	5,7	1,6	-0,2	4,1	0,4	0,9	0,6	0,0	-0,2	0,5	0,4	5,5	7,1	0,4
Lager, %-Punkte	1,1	-0,1	-0,5	0,2	0,0	0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,0	-0,1
Exporte	3,4	7,0	2,0	1,0	1,6	2,8	2,5	0,5	-1,0	-0,3	1,5	2,0	13,7	8,7	1,8
Importe	5,8	6,2	0,9	1,3	1,0	2,9	2,6	1,0	-0,4	0,0	1,3	1,3	11,7	7,8	3,0
Nettoexport, %-Punkte	-0,7	0,7	0,6	-0,1	0,4	0,1	0,1	-0,2	-0,3	-0,2	0,2	0,4	1,4	0,9	-0,4

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

2

Technische Rezession

- Obwohl das BIP-Wachstum im 3. Quartal um 0,5% gg. Vq. gestiegen ist, deuten Umfragen und die monatlichen Konjunkturindikatoren darauf hin, dass sich Deutschland auf eine technische Rezession zubewegt.
- Diese Abschwächung erfolgt im Wesentlichen über den Exportkanal. 60% der deutschen Exporte gehen nach Europa, das durch die Konsolidierung der Haushalte und Finanzmarkturbulenzen stark in Mitleidenschaft gezogen wird. Vor diesem Hintergrund dürfte sich der deutsche Export nach unserer Prognose im Jahr 2012 nur um 1 ¾% erhöhen, während der Außenbeitrag das Wachstum um ½ Prozentpunkt dämpfen dürfte.
- Die Inlandsnachfrage wird dies kaum kompensieren können. Angesichts der bereits rückläufigen Kapazitätsauslastung dürften die schwächere Exportnachfrage und erhöhte Volatilität eine Vertrauenskrise bei den Unternehmen auslösen. Die Ausrüstungsinvestitionen werden sich um 1% verringern, nachdem 2011 ein Anstieg von 9% zu verzeichnen war.
- Die Zahl der Arbeitslosen dürfte sich im Jahr 2012 um ca. 100.000 erhöhen, und der Lohnanstieg dürfte sich nach unserer Prognose aufgrund geringerer Überstunden und Bonuszahlungen abschwächen. Im Zuge dessen dürfte sich der Anstieg der Konsumausgaben der privaten Haushalte 2012 auf ¾% abschwächen (von 1 ½% in diesem Jahr), obwohl sich die Inflationsrate auf 1 ½% verlangsamen dürfte.
- Nach einer Stagnation des BIP im 4. Quartal prognostizieren wir für das 1. und 2. Quartal 2012 einen leichten Rückgang des BIP. In der 2. Jahreshälfte dürfte eine leichte Erholung zu erwarten sein, so dass wir für das Gesamtjahr 2012 ein Nullwachstum erwarten (nach ca. 3% in diesem Jahr).

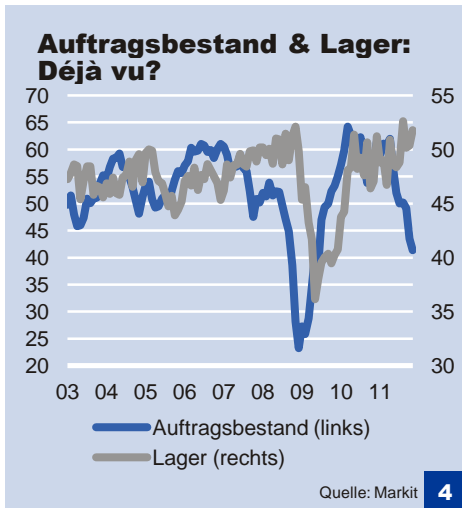
In der Augustausgabe von Focus Germany lautete unsere Prognose, dass Deutschland nicht länger „die Insel der Glückseligen“ sein würde und sich die Wirtschaft zum Jahresende stark abschwächen würde – nach einer vorübergehenden Wachstumsbeschleunigung im 3. Quartal. Im 3. Quartal wuchs das BIP in der Tat um 0,5% (nach einer Aufwärtskorrektur auf 0,3% im 2. Quartal). Die Verschlechterung der Stimmungsindikatoren gibt allerdings Anlass zur Besorgnis – trotz des unerwarteten leichten Anstiegs des ifo-Geschäftsklimas für November. Außerdem haben sich die Indikatoren zur monatlichen Wirtschaftstätigkeit wie z.B. Produktion und Auftragseingang im Laufe des 3. Quartals erheblich abgeschwächt.

Wie viel Skepsis ist angebracht?

Schaut man auf den gegenwärtigen Stand des ifo-Index von 106,6, der immer noch deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt von 100 liegt, so besteht kaum Anlass zur Sorge (die Erwartungen liegen lediglich 3 Punkte unter dem langfristigen Durchschnitt). Ein näherer Blick auf einige weitere monatliche Indikatoren gibt jedoch Anlass zur Skepsis. So erinnert der starke Rückgang der Differenz zwischen Auftragseingang und der gegenwärtigen Produktion an 2008/09.

Das Niveau des Einkaufsmanagerindex in der Industrie (PMI) im November entspricht ungefähr einem BIP-Rückgang um ½% gg. Vq. Die Entwicklungen der PMI-Komponenten zeigen auch einige Parallelen zu 2008/09, insbesondere die Kombination stark ansteigender Lagerbestände mit rasch zurückgehenden Auftragsbeständen. Die





Tatsache, dass der PMI im Dienstleistungssektor im Oktober und November leicht auf 51,4 gestiegen ist, gibt kaum Anlass zu Optimismus, denn die Hauptimpulse kamen hier von der Fertigstellung laufender Projekte, während der Auftragsbestand ebenfalls deutlich zurückging.

Warum Deutschland?

Diese starke Abschwächung der Konjunktur ist immer noch nicht vollständig realisiert worden – weder von der Regierung noch von der Öffentlichkeit. Haben die deutschen Beschäftigungszahlen nicht bis vor kurzem neue Hochstände erreicht und ist die deutsche Exportperformance nicht weiterhin großartig? Zugegebenermaßen scheint die deutsche Wirtschaft verglichen mit den anderen europäischen Ländern geringe Probleme zu haben: So gab es keinen Immobilienboom, der die privaten Haushalte zu einer übermäßig hohen Kreditaufnahme veranlasst hätte. Deshalb besteht für sie keine Notwendigkeit, die persönlichen Finanzen zu konsolidieren. Die öffentlichen Finanzen sind gut unter Kontrolle – zumindest im Vergleich zu den meisten anderen Industrieländern. In diesem und im nächsten Jahr dürfte das Haushaltsdefizit bei ca. 1 ¼% des BIP liegen, mit einer Schuldenquote von knapp über 80%. Schließlich sind die deutschen Arbeitnehmer sehr wettbewerbsfähig, so dass keine Lohnkürzungen oder Massenentlassungen vorgenommen werden müssen, wie z.B. in Südeuropa.

Deutschlands starke Exportabhängigkeit, ein großer Vorteil während des globalen Aufschwungs von 2010/11, wird derzeit wieder zur Achillesferse. Selbst nach Abzug der importierten Halbfertigprodukte trägt der deutsche Export mehr als ein Viertel zum BIP bei. In den letzten zehn Jahren trugen die Nettoexporte durchschnittlich 0,65 Prozentpunkte zu Deutschlands jährlichem BIP-Wachstum von 1,1% bei.

Da 60% der deutschen Waren- und Dienstleistungsexporte in die anderen EU-Mitgliedstaaten und 40% in die EWU-Länder gehen, stellt die starke Konjunkturabschwächung in der EWU eine empfindliche Belastung für den deutschen Export dar. Die Bedeutung Asiens als Abnehmer für deutsche Exporte hat mit einem Anstieg auf über 15% stark zugenommen. Aber sogar Chinas Exportanteil von 6% entspricht nur dem Exportanteil Österreichs und liegt nur marginal über dem Exportanteil Belgiens von 4,8%.

Zugegebenermaßen wurde der Rückgang des ausländischen Auftragseingangs um 3,8% im 3. Quartal gegenüber dem 2. Quartal in hohem Maße durch Großaufträge im Sommer beeinflusst, aber sogar im Vergleich zum 1. Quartal gingen die Aufträge im 3. Quartal um 1,7% zurück. Wir prognostizieren einen BIP-Rückgang um ¾% in der EWU (ohne Deutschland), eine – zumindest – temporäre konjunkturelle Abschwächung in China und weiterhin nur schwaches Wachstum in den USA. Vor diesem Hintergrund dürften die deutschen Exporte 2012 nur um 1 ¾% ansteigen (nach 8 ¾% in diesem Jahr). Der Außenbeitrag dürfte das Wachstum um knapp ½ Prozentpunkt dämpfen, nachdem im Jahr 2011 noch ein Wachstumsbeitrag von knapp 1 Prozentpunkt erzielt wurde.

Wie viel kann die Inlandsnachfrage kompensieren?

2010 und 2011 trug die Inlandsnachfrage über 2 Prozentpunkte zum BIP bei. Für die Zukunft lautet die Schlüsselfrage deshalb, ob der Wachstumsbeitrag der Inlandsnachfrage auf ähnlich hohem Niveau bleiben wird und damit die Exportabschwächung abfedert oder ob sie sich ebenfalls verringern wird.



Ausrüstungsinvestitionen – 2012 Rückgang zu erwarten

Die Ausrüstungsinvestitionen sind im 3. Quartal deutlich um 2,9% gestiegen (7,9% gg. Vj.), wobei Investitionen in die Fuhrparks von Unternehmen eine große Rolle spielten.

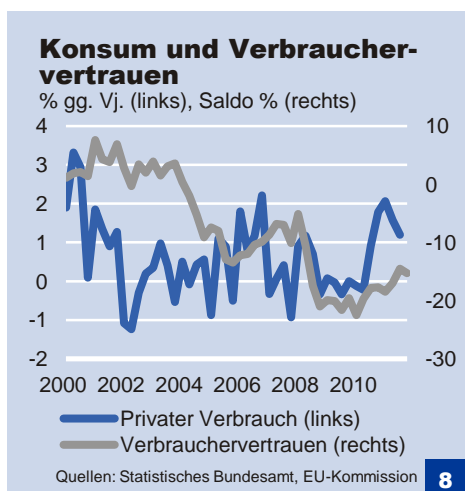
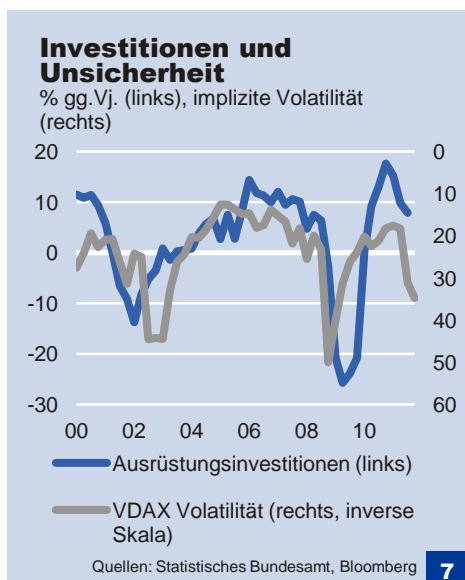
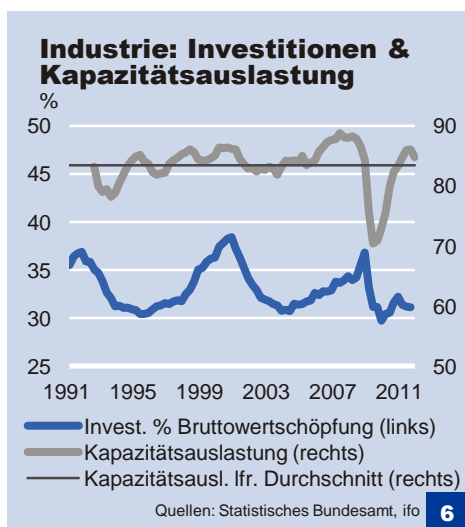
Die weiterhin niedrige Investitionsquote im Verhältnis zur Bruttowertschöpfung in der Industrie bedeutet nicht notwendigerweise, dass der Investitionszyklus zu Ende geht, obwohl der Rückgang der Kapazitätsauslastung im 4. Quartal zeigt, dass eine Ausweitung der Kapazitäten kaum erforderlich ist. Die extremen Unsicherheiten bezüglich der weiteren Entwicklung der Staatsschuldenkrise in der Eurozone und der konjunkturellen Entwicklung im Euroraum und in anderen Teilen der Welt dürften sich jedoch besonders negativ auf den Optimismus der Unternehmer auswirken.

Hinzu kommt der starke Rückgang der Gewinnerwartungen – der Anstieg der DAX-Gewinnprognosen auf 12M-Basis gg. Vj. schwächte sich von 36% zum Jahresbeginn auf 4,9% im November ab – und es ist zu erwarten, dass die Investitionsausgaben stark zurückgehen werden. Nach einem Anstieg um 9% in diesem Jahr dürften sich die Ausrüstungsinvestitionen 2012 um 1% verringern. Im Gegensatz zu anderen EWU-Ländern sind Finanzierungsgpässe aufgrund ausgetrockneter Finanzierungsmärkte für die Banken in Deutschland kein Thema – wenigstens bisher. Im 3. Quartal bewegte sich der 3M-Satz für die Kreditvergabe an Unternehmen des Nicht-Finanz-Bereichs (annualisiert) sogar leicht nach oben. Viele deutsche Unternehmen verfügen weiterhin über hohe Liquidität, und insbesondere Sparkassen und der Genossenschaftssector erhöhen ihr Kreditvolumen um stabile 3-4% aufgrund ihrer hohen Einlagenbasis. Deshalb ist in Deutschland keine Kreditklemme zu erwarten.

Privater Verbrauch: Anstieg – wenn auch verlangsamt

Der Verbrauch der privaten Haushalte stellte im 3. Quartal mit einem Anstieg von 0,8% gg. Vq. (1,2% gg. Vj.) eine erfreuliche Überraschung dar. Das verfügbare Einkommen der privaten Haushalte stieg weiter um ¾% gg. Vq., was auf nach wie vor stark steigende Gewinne und Kapitalerträge und die schwache Inflationsentwicklung zurückzuführen war. Der Anstieg ist jedoch auch vor dem Hintergrund des Rückgangs des privaten Verbrauchs um 0,6% im 2. Quartal zu sehen. Zum Beispiel sind die Ausgaben für Energie im 3. Quartal stark gestiegen, da die privaten Haushalte das Auffüllen ihrer Heizöltanks nicht länger aufschieben konnten. Der Rückgang des Verbrauchervertrauens laut Umfragen in den letzten Monaten sollte eine Warnung sein, dass sich die relativ hohen Konsumausgaben im 3. Quartal voraussichtlich nicht fortsetzen dürften.

Nachdem das Verbrauchervertrauen im Juni seinen Höhepunkt erreicht hatte, haben sich die Erwartungen der privaten Haushalte in Bezug auf die Gesamtwirtschaft und den Arbeitsmarkt abgeschwächt, obwohl der Gesamtindex weiterhin über dem langfristigen Durchschnitt liegt. In der Tat: Nachdem die deutschen Arbeitslosenzahlen 19 Monate in Folge zurückgegangen waren, war im November ein Anstieg von 10.000 zu verzeichnen. Die Arbeitslosenquote dürfte u. E. weiter steigen – zumindest in der 1. Jahreshälfte 2012. Damit würde die Arbeitslosenquote einen Jahresdurchschnitt von 7,2% erreichen (nach 7,1% 2011). Der Anstieg der Überstunden und großzügige Bonuszahlungen in der Metall-, Elektro- und Chemieindustrie, die das Einkommenswachstum in den letzten Monaten be-





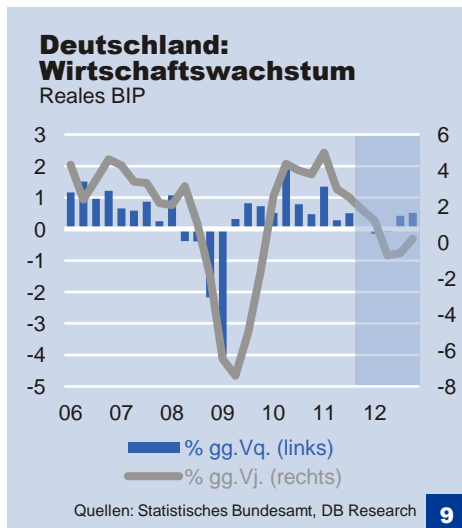
flügelt haben, werden 2012 auslaufen. Die massive Verschlechterung der Exportnachfrage wird die Lohnrunde 2012 negativ beeinflussen – zumindest im Vergleich zu den Erwartungen, die noch vor einigen Monaten vorherrschten. Das Wachstum der nominalen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte dürfte sich daher im Jahr 2012 auf knapp über 2% verlangsamen (von 3% 2011). Selbst wenn die Inflationsrate auf ca. 1 ½% fallen wird, wird dies zu einer Abschwächung des Wachstums des privaten Verbrauchs auf ¾% führen (von 1 1/2% 2011).

BIP: 2012 Stagnation zu erwarten nach knapp über 3% 2011

Insgesamt dürfte der Wachstumsbeitrag der Inlandsnachfrage von ca. 2 Prozentpunkten in diesem Jahr auf nur ½ Prozentpunkt zurückgehen. Damit kompensiert sie den negativen Wachstumsbeitrag der Nettoexporte nur zum Teil. Wir haben unsere Prognose deshalb erneut nach unten korrigiert und erwarten in der 1. Jahreshälfte 2012 jetzt eine technische Rezession. Selbst wenn im 2. Hj. eine leichte Erholung eintritt, wird das BIP 2012 nach unserem Szenario stagnieren (nach knapp über 3% 2011).

Politik: In der Zwickmühle

Offensichtlich will die deutsche Regierung jetzt unter allen Umständen eine Lösung – Eurobonds lehnt sie ab, einer Fiskalunion mit gemeinsamer Verantwortung stimmt sie zu. Sie ist sich des Dilemmas durchaus bewusst: Sobald die deutsche Fiskalautonomie und ihr Vorteil niedriger Refinanzierungsrenditen aufgegeben worden ist, verfügt die Regierung auch nicht mehr über die Sanktionsmöglichkeiten, mit denen sie andere Länder zu einem kooperativeren Verhalten zwingen kann. Deshalb wollen die deutschen Politiker Garantien, dass die anderen Regierungen in Zukunft fiskalpolitisch diszipliniert bleiben. Die Tatsache, dass Versprechen, Verträge und Paragraphen letztlich keine Garantie sind, lässt sich an Deutschlands eigenem Verhalten ablesen, als es zusammen mit Frankreich 2003 den Stabilitätspakt aus den Angeln hob. Und dies, nachdem es den Pakt zu Beginn der EWU durchsetzte – weil es ihnen im Endeffekt nicht traute. Angesichts der europäischen Realität ist es schwer, sich einen von der deutschen Kanzlerin geforderten „Durchgriff“ in die nationale Fiskalpolitik vorzustellen, wenn es hart auf hart kommt. Entweder man vertraut seinen Partnern und ist bereit, Konzessionen zu machen oder aber man muss die Partnerschaft beenden. Die erste Variante ist angesichts des Widerstandes in Teilen der Regierungskoalition und der Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts schwierig. Die zweite Variante ist ein absolutes No-Go für Deutschlands exportabhängige Wirtschaft. Dieses Dilemma verstärkt sich noch durch folgende Tatsache: Je länger die deutsche Regierung ihre Ausweichpolitik fortsetzt, umso mehr ist die EZB gezwungen, südeuropäische Anleihen in ihre Bilanz aufzunehmen, was auch in Deutschland extrem unpopulär ist. Deutschland kann sich deshalb nicht den Luxus leisten abzuwarten, dass die anderen Länder die Stabilitätsorientierung ihrer Fiskalpolitik beweisen. In diesem Fall würden die Finanzierungsprobleme ohnehin von alleine verschwinden. Es gibt klare Anzeichen dafür, dass die europäischen Regierungen einander in Bezug auf haushaltspolitische Disziplin nicht wirklich trauen. Und dies dämpft die Bereitschaft der Investoren, an ihren umfangreichen Staatsanleihenportfolios festzuhalten.



Beide Optionen, Eurobonds und unbegrenzte Käufe der EZB, sollten nach Auffassung der deutschen Regierung unter allen Umständen vermieden werden. Und deshalb wird sie aller Voraussicht nach versuchen, den Status quo aufrechtzuerhalten und so lange wie möglich eine Festlegung zu vermeiden.

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

Deutschland: Prognosen auf einen Blick

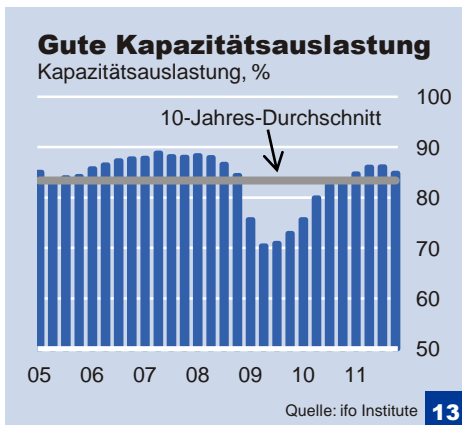
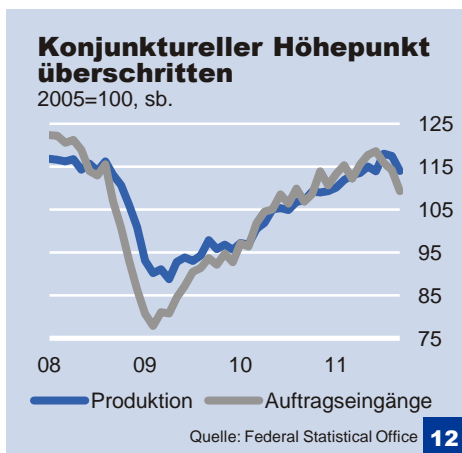
% gg.Vj.	2009	2010	2011P	2012P
Reales BIP	-5,1	3,7	3,1	0,0
Privater Konsum	-0,1	0,6	1,4	0,7
Staatsausgaben	3,3	1,7	1,3	0,6
Anlageinvestitionen	-11,4	5,5	7,1	0,4
Ausrüstungen	-22,8	10,5	8,9	-1,4
Bau	-3,0	2,2	5,6	1,4
Lager, %-Punkte	-0,9	0,6	0,0	-0,1
Exporte	-13,6	13,7	8,7	1,8
Importe	-9,2	11,7	7,8	3,0
Nettoexport, %-Punkte	-2,8	1,4	0,9	-0,4
Konsumentenpreise	0,2	1,1	2,3	1,5
Budgetsaldo, % BIP	-3,0	-4,3	-1,3	-1,3
Arbeitslosenquote, %	8,2	7,7	7,1	7,2
Leistungsbilanzsaldo % BIP	5,6	5,7	5,4	4,8

Quellen: Statistisches Bundesamt, DB Research

10

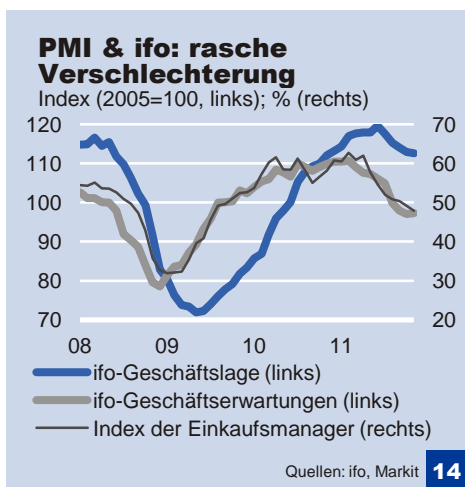
Deutsche Industrieproduktion dürfte 2012 auf hohem Niveau stagnieren

- Die deutsche Industrie hat unlängst ihren Konjunkturrückgang überschritten; die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe sank in den letzten beiden Monaten (September gg. Juli) um 3% und die Auftragseingänge gingen in diesem Zeitraum um knapp 6% zurück. Dies stellt nach 2 ½ Jahren das Ende der kräftigen Erholung im Verarbeitenden Gewerbe dar.
- Auch das makroökonomische Umfeld hat sich verschlechtert. Wir rechnen nun mit einer milden Rezession im Euroraum sowie einer Verlangsamung des Weltwirtschaftswachstums; dadurch haben sich auch die Aussichten für die exportabhängige Verarbeitende Industrie in Deutschland eingetrübt.
- Angesichts der gesamtwirtschaftlichen Schwäche erscheint unsere bisherige Prognose eines Anstiegs der Industrieproduktion von +10% im Jahr 2011 und +2% 2012 zu optimistisch. Daher haben wir unsere Erwartungen auf +9% für 2011 und +0% für 2012 revidiert. Dies impliziert für den Beginn des kommenden Jahres weitere Produktionsrückgänge im Monatsvergleich sowie eine leichte Erholung im zweiten Halbjahr 2012.
- Vom Export getriebene Investitionsgüterbranchen wie der Maschinenbau und die Elektrotechnik sowie ihre Zulieferindustrien werden davon negativ betroffen sein, da sich eine geringe Kapazitätsauslastung und schwindendes Geschäftsvertrauen belastend auf die Ausgaben für Neuinvestitionen auswirken. Die stärker inländisch orientierten Konsumgüterbranchen dürften aufgrund des moderaten Anstiegs des privaten Verbrauchs etwas bessere Ergebnisse erzielen.



Die deutsche Industrie wurde von der Wirtschaftskrise der Jahre 2008/2009 hart getroffen; damals fielen Produktion und Aufträge bis auf ein im Jahr 2003 verzeichnetes Niveau. Nachdem zu Beginn des Jahres 2009 jedoch der konjunkturelle Tiefpunkt erreicht worden war, hat sich die Produktion sehr rasch und auch deutlich schneller als im Euroraum insgesamt erholt, da das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland deutlich von der Erholung im Welthandel profitierte.

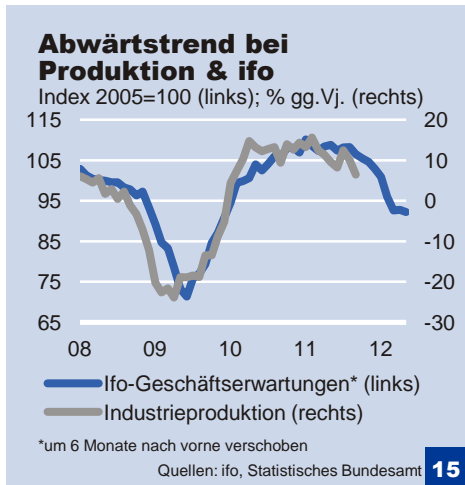
In Zahlen ausgedrückt: 2009 fiel die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe um 17,3%; dies war bei weitem der drastischste Produktionseinbruch seit der Wiedervereinigung. So endete die lange Expansionsphase der Jahre 2002 bis 2008, in der das durchschnittliche jährliche Wachstum 4,2% betrug. In den vergangenen zweieinhalb Jahren hat die Verarbeitende Industrie die Rezession jedoch rasch hinter sich gelassen. Ermöglicht wurde die rasche Erholung durch monetäre und fiskalische Stimulierungsmaßnahmen sowie die lebhaftere Nachfrage aus zahlreichen Schwellenländern und nicht zuletzt durch die als Reaktion auf die Krise initiierten Infrastrukturprogramme. Ebenso bietet die deutsche Industrie Qualitätsprodukte, die weltweit nachgefragt werden. Dies führte im Jahr 2010 zu einem Anstieg der Exporte sowie der inländischen Ausrüstungsinvestitionen um 13,7% bzw. 10,5%. Von der schnellen Belebung der Weltwirtschaft profitierte primär die Verarbeitende Industrie in Deutschland. Die Produktion weitete sich 2010 um 12% aus und setzte dieses kräftige Wachstum auch im laufenden Jahr fort: Im bisherigen Jahreserlauf wurde ein Produktionsplus von 11% verzeichnet, wodurch nahezu das hohe Niveau des Jahres 2008 erreicht wurde. Die Kapazitätsauslastung liegt mit 84,8% derzeit leicht über dem lang-



fristigen Durchschnitt (83,4%) und mit einem Auftragsbestand von 2,9 Monaten ist nahezu der langfristige Durchschnitt erreicht.

Seit Anfang 2011 verlangsamt sich die Erholung jedoch, da der Lagerzyklus sowie die Auswirkungen der expansiven Politik allmählich zum Ende kamen und das Wachstum im Euroraum an Schwung verlor. Daher hatten wir bereits vor zwei Monaten eine deutliche Verlangsamung in der Verarbeitenden Industrie prognostiziert. Damals waren wir von einem Produktionszuwachs von 10% 2011 und ca. 2% 2012 ausgegangen. Im Zuge der Eskalation der Staatsschuldenkrise in Europa wurde die Fiskalpolitik jedoch zunehmend restriktiver und das Wachstum in Europa kam in den letzten Monaten nahezu zum Erliegen; dadurch hat sich der Trend im deutschen Verarbeitenden Gewerbe umgekehrt.

Die Entwicklung in der Verarbeitenden Industrie verlief schlechter als zunächst erwartet. Die Produktion sank in den letzten 2 Monaten um 3% (September gg. Juli); die Auftragseingänge fielen im gleichen Zeitraum um nahezu 6%. Unsere ursprüngliche Prognose hatte für das Schlussquartal weitgehend stabile Produktionszuwächse 2011 vorgesehen. Jedoch hat sich die Einschätzung der gegenwärtigen Geschäftslage seit Juni um über 6% eingetrübt, und die Geschäftserwartungen sind laut ifo-Umfrage seit Februar rückläufig. Die Erwartungen sind dabei von Nahezu-Rekordniveaus auf Werte, die zuletzt Mitte 2009 verzeichnet wurden, gefallen (allerdings zeigte die Dynamik 2009 noch in die entgegengesetzte Richtung). Zudem hatten die Industrie, und hier insbesondere kleine und mittelständische Unternehmen, bislang auf ihre hohen Auftragsbestände als Anlass zu Optimismus hingewiesen; diese Bestände schmelzen derzeit jedoch rapide dahin.

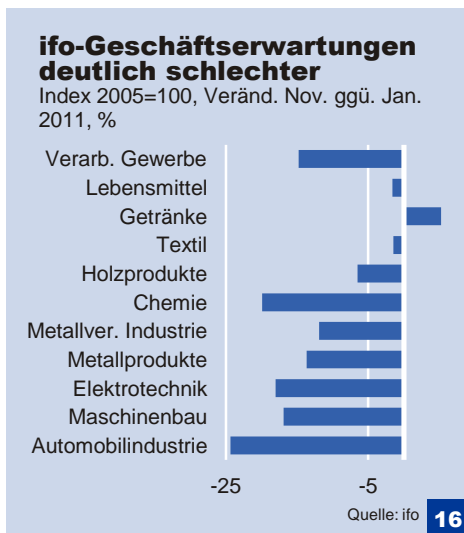


Veränderungen in den ifo-Geschäftserwartungen sind ein Frühindikator für Veränderungen in der Produktion. Der Vorlauf beträgt ca. 6 Monate und die Korrelation zwischen den beiden Zeitreihen beträgt 0,8. Unter Berücksichtigung dieses Sachverhalts könnte sich die Produktion bis Dezember um weitere 2% abschwächen. Dies würde bedeuten, dass das Wachstum im Gesamtjahr 2011 9% beträgt, also etwas niedriger ist als in unserer ursprünglichen Prognose.

Dieser Argumentation folgend dürften die monatlichen Produktionszahlen zu Beginn des Jahres 2012 weiter sinken. Wir rechnen allerdings damit, dass sich etwa zu Jahresmitte eine Trendwende bei der Produktion vollzieht. Das Wachstum dürfte allerdings nur moderat ausfallen, denn wir erwarten für die Industrieländer nur ein schwaches BIP-Wachstum. So dürfte der Euroraum einem BIP-Rückgang um 0,5% verzeichnen, wohingegen das deutsche BIP 2012 stagnieren dürfte. Auch in den Schwellenländern – die lange eine wichtige Triebfeder des deutschen Exports waren – dürfte sich das Wachstum verlangsamen. Alles in allem dürfte die Industrieproduktion im nächsten Jahr stagnieren oder nur leicht zunehmen, wobei die Risiken für eine negativere Entwicklung weiter hoch sind.

Es besteht ein signifikanter Unterschied zwischen den veränderten Erwartungen der eher inländisch orientierten Konsumgütersektoren und denen der Investitionsgüterbranchen und ihrer Zulieferer.

— Unter den Industriebranchen in Deutschland hat der Maschinenbau einen der kräftigsten Rückgänge bei den Geschäftserwartungen verzeichnet. Des Weiteren haben sich die Erwartungen in der Elektrotechnik stärker abgeschwächt als zum Beispiel im Lebensmittelgewerbe. (Dabei ist jedoch zu bedenken, dass der Rückgang – wie in vielen anderen Branchen – von einem höheren Ausgangsniveau als 2006/2007 erfolgte). Die Investitionsgü-



terbranchen sind in hohem Maße abhängig von Investitionsausgaben im Ausland, und insbesondere in den rasch wachsenden Schwellenländern. Insgesamt rechnen wir daher (bestenfalls) mit Produktionszuwächsen im niedrigen einstelligen Bereich.

- Die Geschäftserwartungen der deutschen Automobilhersteller sind seit Januar deutlicher als im gesamten Verarbeitenden Gewerbe rückläufig, denn mit einem Exportanteil von 63% ist die Branche besonders anfällig für die Auswirkungen der globalen Wachstumsverlangsamung. Zudem sind in einigen wichtigen Absatzmärkten im Jahr 2011 staatliche Programme zur Förderung des Kfz-Absatzes ausgelaufen und selbst der Absatz der Autobauer im Luxussegments in China – lange Zeit eine wichtige Triebkraft – stagniert seit Mitte 2011. Der wichtige deutsche Markt könnte jedoch stabilisieren, da die Neuzulassungen leicht ansteigen könnten.
- Auch für Zulieferindustrien wie die Chemie- und die Metallindustrie haben sich die Aussichten eingetrübt; hier setzte der Rückgang der Geschäftserwartungen bereits 2-3 Monate früher ein als im gesamten Verarbeitenden Gewerbe. Dies ist auf die schwächere Nachfrage von Seiten inländischer Kunden aus der Automobilbranche und der Elektrotechnik zurückzuführen. Unternehmen dieser Branchen hatten ihre Bestellvolumen frühzeitig zurückgefahren, um angesichts einer sich verlangsamenden Nachfrage die Lagerhaltung gering zu halten. Dies wird im kommenden Jahr eine deutliche Belastung für die Produktion der Zulieferindustrien darstellen. Selbst vor der Revision unsere Prognose hatten wir nicht mehr als 1% Wachstum erwartet. Nun dürfte die Produktion (bestenfalls) stagnieren.
- Im Gegensatz zu dem deutlich eingetrübten Ausblick für die oben genannten Branchen dürften sich die eher auf das Inland und den Konsum ausgerichteten Branchen wie Lebensmittel und Getränke vergleichsweise gut behaupten können. Zum einen ist ihre Produktion weniger anfällig für Konjunkturschwankungen, da es sich zumeist um Konsumgüter des täglichen Gebrauchs handelt. Zum anderen gehen wir davon aus, dass der deutsche Arbeitsmarkt 2012 relativ stabil bleiben wird, so dass der private Verbrauch ein moderates Wachstum verzeichnen dürfte. Diese positiven Aussichten spiegeln sich auch in den Erwartungen der Branchenunternehmen wider, die seit Januar lediglich leicht zurückgegangen oder sogar gestiegen sind. Allerdings verfügen die Konsumgüterbranchen nicht über eine ausreichende Größe, um starke Impulse für die allgemein Industrieproduktion liefern zu können.

Alles in allem sieht das Verarbeitende Gewerbe in Deutschland im Jahr 2012 stagnierendem Wachstum entgegen. Dabei ist es jedoch wichtig zu erkennen, dass die deutsche Industrie auch bei Nullwachstum etwa die Rekordproduktionsniveaus von 2008 erreichen würde und von der äußerst niedrigen Kapazitätsauslastung des Jahres 2009 weit entfernt wäre. Andererseits zeigen jedoch die derzeit deutlichen Abwärtsbewegungen, z.B. der globalen Einkaufsmanagerindizes, dass für diese Prognose die Abwärtsrisiken überwiegen.

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

Öffentliche Finanzen: Ausruhen unangebracht

- Dank nach wie vor gut laufender Steuereinnahmen, sinkender Ausgaben wegen der sehr positiven Beschäftigungslage und statistischen Einmaleffekten wird das gesamtstaatliche Defizit in diesem Jahr um gut 3%-Punkte auf rund -1,3% sinken. Auch der Schuldenstand wird sich wieder in Richtung 81% bewegen.
- Wegen der ausgeprägten Konjunkturverlangsamung in 2012 wird der Einnahmezuwachs jedoch abgebremst werden und das Defizit in 2012 nicht weiter sinken.
- Bund und Länder haben nach wie vor strukturelle Haushaltsdefizite. Angesichts der bislang außerordentlichen Steuerzuwächse bei gleichzeitig schwächerem Konjunkturausblick könnten die Sparanstrengungen größer ausfallen – auch im Hinblick auf die Vorbildfunktion der Haushaltspolitik für Europa.
- Die Schuldenbremse zeigt bereits jetzt ihre Wirkung – bedarf aber weiterer Konkretisierungen in der finanzpolitischen Praxis, um ihre Wirkung effektiver zu gestalten.
- Für die öffentlichen Haushalte bestehen eine Reihe von Risiken, die auf kurze Sicht in der Schuldenkrise in Europa und USA begründet liegen (durch steigende Zinsen und Zahlungen im Rahmen der Rettungsmechanismen). Auf längere Sicht drohen angesichts der demografischen Entwicklung im Bereich der Sozialausgaben weitere Belastungen.

Gesamtverschuldung und Defizit rückläufig

Im Jahr 2010 betrug das gesamtstaatliche Defizit noch -4,3% (Eurozone: -6,2%) des BIP und der Schuldenstand erreichte mit gut 83% des BIP einen neuen Höchststand. Die fortgesetzte konjunkturelle Erholung in diesem Jahr sowie die (zaghafte) Konsolidierung (Sparpaket 2010, Auslaufen der Konjunkturprogramme) wirken sich aber positiv auf die öffentlichen Haushalte aus.

Der Finanzierungssaldo wird in 2011 auf etwa -1% (Eurozone: -4,1%) sinken und der Schuldenstand sich in Richtung 81% bewegen. Hierbei spielen sowohl beim Defizit als auch beim Schuldenstand signifikante statistische Effekte aus den Extrahaushalten eine erhebliche Rolle. Diese resultieren insbesondere aus der Übernahme von Verbindlichkeiten im Rahmen der Unterstützung von Finanzinstituten (z.B. die Bad Bank der Hypo-Real-Estate [HRE]). So wurde zum einen das Defizit des vergangenen Jahres wegen zusätzlicher Kapitaltransfers an die Bad Bank der HRE um 1%-Punkt von -3,3% auf -4,3 nach oben korrigiert. Zum anderen sind im gegenwärtigen Schuldenstand weit über 10%-Punkte ebenfalls durch Unterstützungsmaßnahmen von Finanzinstituten erklärbar.¹

In den vergangenen Jahren lässt sich daher die Entwicklung der Schuldenstandsquote immer weniger durch die Finanzierungssalden erklären.² Auch der Finanzierungssaldo ist durch die Unterstützungsmaßnahmen massiv beeinflusst. Insgesamt dürften sich die Effekte – da den Verbindlichkeiten Risikoaktiva (z.B. in Form von Kreditforderungen) gegenüber stehen, die nach und nach verwertet werden können – mit fortschreitender Abwicklung der Vermögen jedoch

Finanzierungssaldo und Schuldenstand

in % des BIP

	2011	2012	2013
Finanzierungssaldo	-1,3	-1,3	-1,0
Schuldenstand	81,5	81,6	80,7

Quelle: DB Research **17**

¹ Ursprünglich betrug dieser Wert sogar fast 13%-Punkte, allerdings verringerte sich dieser Wert durch die im Oktober bekannt gewordene „Fehlbuchung“ gut 2%-Punkte auf gut 10% des BIP.

² Siehe hierzu auch Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Gutachten 2011/12., Ziff. 299ff.



verringern. Allerdings könnten sich durch die Garantieübernahme des Staates im Rahmen der europäischen Rettungsmechanismen³ durchaus negative Wirkungen – wenn auch derzeit in nur schwer abschätzbarem Ausmaß – auf Schuldenstand und Defizit ergeben.

Nach wie vor Zuwächse bei Steuereinnahmen

Von der Verbesserung des Defizites um gut 3%-Punkte in 2011 gegenüber 2010 sind etwa 1% der konjunkturellen Entwicklung geschuldet und 2% struktureller Natur (letzteres teilt sich je zur Hälfte auf Konsolidierung und den skizzierten statistischen Einmaleffekt auf). Der Haushalt 2011 wirkt damit gegenüber dem Stand 2010 fiskalisch restriktiv (zw. 0,8 und 1 %-Punkt des BIP). Die restriktive Wirkung dürfte sich in 2012 allerdings weiter abschwächen da schon absehbar ist, dass die Einsparungen des im Juni 2010 beschlossenen Sparpakets nicht im vollen Umfang greifen werden. Die sich deutlich abschwächende Konjunktur und die relativ nachlassenden Sparanstrengungen bzw. Steuerkürzungen dürften dafür sorgen, dass das Defizit auch 2012 in ähnlicher Höhe wie 2011 liegen wird. Das strukturelle Defizit wird nur noch um etwa ein halben Prozentpunkt zurückgehen.

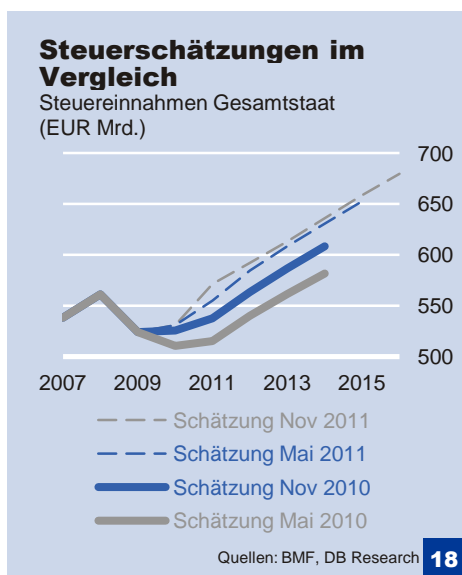
Das Sparpaket sah ursprünglich Haushaltsentlastungen von gut knapp 20 Mrd. Euro in 2012 und gut EUR 25 Mrd. in 2013 gegenüber 2010 vor. Allerdings sind eine Reihe dort enthaltener Maßnahmen nicht oder nur noch teilweise in der Finanzplanung berücksichtigt. Dazu gehören u.a. die in Folge des Atomausstiegs sinkenden Einnahmen aus der Brennelementesteuer, geringere Einsparungen durch die Bundeswehrreform sowie Einnahmen aus einer möglichen Finanztransaktionssteuer.⁴ Alle Abweichungen summieren sich in 2012 auf gut EUR 8 Mrd. und damit fast die Hälfte der ursprünglich vorgesehenen EUR 20 Mrd. 2011 wird das strukturelle Defizit nach wie vor bei etwa -1,5% des BIP liegen.

Das Defizit fällt im Wesentlichen beim Bund und zu einem gewissen Maß bei der Ländergesamtheit an. Die Gemeinden steuern als Ganzes sogar in Richtung eines annähernd ausgeglichenen Haushaltes zu und die Sozialversicherungen weisen einen Überschuss auf. Bei Gemeinden und Ländern sind jedoch im Einzelnen erhebliche Unterschiede bei der Finanzlage festzustellen (neben konjunkturellen sind bei einer Reihe von Ländern und Kommunen auch erhebliche strukturelle Finanzprobleme erkennbar). Die positive Entwicklung bei den Sozialversicherungen ist insbesondere durch die zu Jahresbeginn angehobenen Beitragssätze der Arbeitslosenversicherung (+0,2%-Punkte) und der Krankenversicherung (+0,6%-Punkte) sowie auch durch steigende Einnahmen und sinkende Ausgaben wegen der gestiegenen Beschäftigung zu erklären. Dem werden aus heutiger Sicht in 2012 aber die Senkung des Beitrags zur Rentenversicherung (-0,3%-Punkte) sowie steigende Ausgaben (durch Leistungsausweitung) in der Pflegeversicherung gegenüberstehen.

Die skizzierte bislang günstige konjunkturelle Entwicklung schlägt sich vor allem bei den Staatseinnahmen und hier natürlich bei den Steuereinnahmen nieder. Die Staatseinnahmen legten 2011 um mehr als 5% zu und damit so viel wie seit Mitte der 1990er Jahre nicht mehr. Derzeit profitieren Bund, Länder und Gemeinden von

³ Das schließt EFSF und ESM sowie die direkten Zusagen an Griechenland ein. Im Haushaltsgesetz sind für diese Positionen gut EUR 233 Mrd. an Gewährleistungen eingestellt. Hinzu kommen noch Garantien an internationale Finanzierungsinstitutionen (z.B. IWF) in Höhe von theoretisch gut EUR 60 Mrd. Beides zusammen entspricht in etwa 12% des Bruttoinlandsproduktes bzw. den Gesamtausgaben des Bundeshaushaltes.

⁴ Siehe ausführlicher Bundesbank, Monatsbericht November 2011, S. 72ff.



einer nach wie vor starken Zunahme der Steuereinnahmen, sowohl die Einkommensteuer als auch die Umsatzsteuer wachsen derzeit mit Raten weit über 5%. Unabhängig von Steuerrechtsänderungen entwickeln sich die Steuereinnahmen noch günstiger als die gesamtwirtschaftlichen Bezugsgrößen.⁵ Bereits 2011 und damit zwei Jahre früher als noch im Mai 2010 erwartet, erreichen die Gesamtsteuereinnahmen 2011 damit den Wert vor der Finanzkrise. Anders formuliert wird der Staat in diesem Jahr die höchsten Steuereinnahmen in der Geschichte erzielen können.

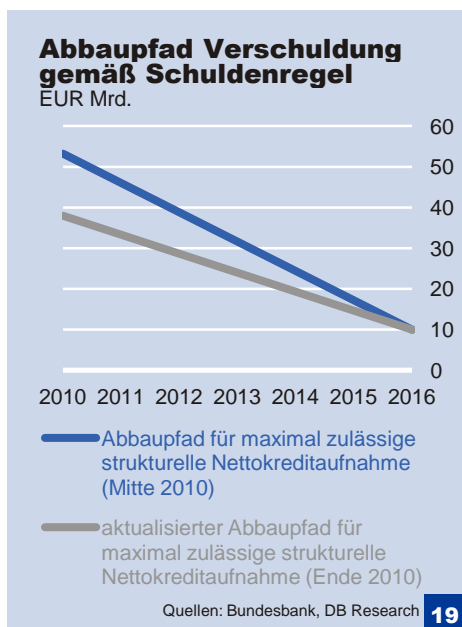
Die Zunahme des Steueraufkommens wird sich jedoch abschwächen. Gemäß der Steuerschätzung vom November kann der Staat zwar mit im Schnitt etwa 3,5% p.a. mehr Steuereinnahmen in den kommenden Jahren rechnen. Allerdings ist die Wachstumsprognose der Steuerschätzer (real: 2012: 1%; 2013: 1,6%) optimistischer als unsere. Neben der Konjunktur könnte sich auch die geplante aber bislang (im Bundesrat) nicht verabschiedete maßvolle Einkommensteuerentlastung 2013/14 (im Volumen von insgesamt EUR 6 Mrd.) dämpfend auswirken, wovon der Bund zur Entlastung der Länder den Hauptteil tragen würde.

Senkung des strukturellen Defizits könnte ambitionierter sein

Mit der 2011 erstmals gültigen Schuldenbegrenzung für den Bundeshaushalt soll das strukturelle Defizit des Bundes in einem Übergangszeitraum bis zum Jahr 2016 in gleichen Schritten (Abbaupfad) auf maximal 0,35% in Relation zum nominalen Bruttoinlandsprodukt – dies entspricht aus heutiger Sicht rund 10 Mrd. Euro – abgebaut werden. Für die Länder gilt das prinzipielle Verbot der strukturellen Verschuldung erst ab dem Jahr 2020. Eine Reihe von Bundesländern muss jedoch bereits jetzt im Rahmen einer verschärften Haushaltsüberwachung durch den Stabilitätsrat die strukturelle Verschuldung abbauen bzw. im Falle von starken Schief lagen (z.B. Bremen, Saarland) auf Basis von Sanierungsprogrammen die Haushalte grundlegend reformieren.

In konjunkturellen Normallagen bzw. über den Konjunkturzyklus hinweg sollen die Haushalte demnach annähernd ausgeglichen sein. In der Praxis wird die zulässige Neuverschuldung mittels einer Konjunkturkomponente ermittelt sowie um finanzielle Transaktionen⁶ bereinigt. Abweichungen sind auf einem Kontrollkonto zu buchen und diese Schulden gemäß einem Tilgungsplan abzubauen.

Der Abbaupfad für das strukturelle Defizit bis zum Jahre 2016 für den Bund wurde gewählt, um eine konjunkturverträgliche Konsolidierung zu ermöglichen.⁷ Ausgangswert für die Ermittlung des Startwerts ist das Jahr 2010. Dieser Startwert wurde im Zuge der Haushaltsplanung 2011 (Mitte 2010) auf EUR 53 Mrd. geschätzt. Bereits Ende 2010 (und damit noch in der Phase der Haushaltsplanung) zeichnete sich jedoch ab, dass statt der veranschlagten EUR 53 Mrd. das strukturelle Defizit wohl eher unter EUR 40 Mrd. lag. Diese bemerkenswerte Verbesserung (die sich 2011 wohl fortsetzen wird) ergibt sich dank des unerwarteten Wachstumsschubs und ist damit zu einem bedeutenden Teil konjunktureller Natur. Wegen der nach wie vor bestehenden methodischen Probleme, strukturelle und



⁵ Siehe ausführlicher Bundesbank, Monatsbericht November 2011, S. 68f.

⁶ Dabei werden die Einnahmen um die Erlöse aus der Veräußerung von Beteiligungen, Darlehensrückflüsse sowie die Kreditaufnahmen beim öffentlichen Bereich korrigiert und bei den Ausgaben der Erwerb von Beteiligungen, die Darlehensvergaben sowie die Tilgungen an den öffentlichen Bereich heraus gerechnet.

⁷ Siehe hierzu und im Folgenden ausführlich Monatsbericht Oktober 2011, S. 19ff, insbesondere S. 26ff sowie Rechnungshof 2011, S. 2011Teil 1Kapitel 2.



konjunkturelle Faktoren (zeitnah) zu trennen, ist ein Teil der jetzt als strukturelle Verbesserung identifizierten Veränderung daher doch eher als konjunkturell einzuschätzen. Allerdings ist der Startwert für den Abbaupfad nicht wie von verschiedenen Stellen gefordert (z.B. Bundesbank und Sachverständigenrat) nach unten angepasst worden, sondern bestimmt nun den Abbaupfad bis zur ab 2016 gültigen Grenze von 0,35% des BIP (rund EUR 10 Mrd.).

Der höher veranschlagte Ausgangswert ändert materiell zwar nichts an der Zielgröße für die Begrenzung der Verschuldung ab 2016, allerdings beeinflusst der höhere absolute Ausgangswert als Basis-effekt die Haushalte bis 2015. Er suggeriert damit ein Stück weit, dass bereits jetzt umfangreiche Konsolidierungen stattfinden bzw. ein großer Puffer zur Grenze existiert. Hinsichtlich der zu erreichenden Zielgröße (EUR 10 Mrd.) fällt die Reduktion bzw. Veränderung der strukturellen Neuverschuldung in 2012 und 2013 aber nicht so kräftig aus, wie es auf Basis einer angepassten Schätzung (bei flacherem Abbaupfad) eigentlich notwendig gewesen wäre. Damit verschiebt sich der Konsolidierungsdruck verstärkt auf die nachfolgenden Jahre. Dies ist vor dem Hintergrund der im Sparpaket ab 2013 zwar bereits vorgesehenen, bislang aber nur als globale Minderausgaben eingeplanten Einsparungen und unsicherer konjunktureller Entwicklung keine leichte Aufgabe für die neue Legislaturperiode.

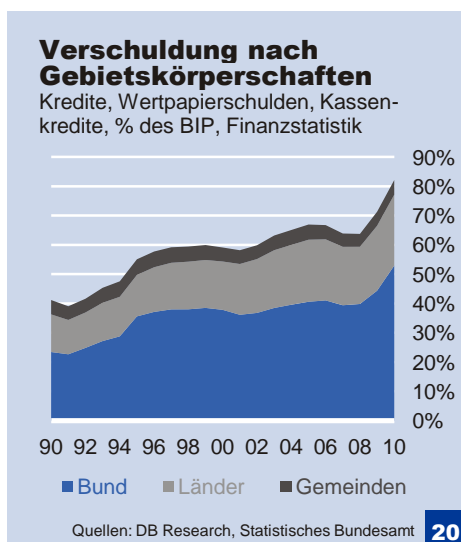
Im Haushaltsplan 2011 des Bundes sind im Soll zwar fast EUR 49 Mrd. Nettokreditaufnahme eingeplant, allerdings zeichnet sich ab, dass dieser Wert wohl weit unterschritten wird und vermutlich eher zwischen 20 und EUR 25 Mrd. betragen dürfte. Aber auch der höhere Wert von 49 Mrd. liegt unter der verfassungsrechtlich zulässigen Grenze. Dies gilt gleichfalls für die Jahre 2012 und 2013, in denen der Wert sogar kräftig unterschritten wird. Das ist allerdings eben zum Teil auch dem „leichter“ zu erfüllenden nicht angepassten Abbaupfad geschuldet und weniger einem außerordentlichem Konsolidierungserfolg der Bundesregierung. Nimmt man die Zielgröße für das maximal zulässige strukturelle Defizit von 0,35% des BIP bereits heute als Maßstab, so liegt der gegenwärtige Haushalt um gut 1%-Punkt über diesem Grenzwert.

Der stetige Anstieg der Verschuldung in Deutschland hat zu einem fühlbaren Verlust an fiskalischem Handlungsspielraum geführt – dies zeigt sich deutlich in Folge der Finanz- und Wirtschaftskrise. Die Schuldenbremse ist jedoch ein wirksamer Ansatz um diesen Anstieg zu stoppen. Die Übergangszeit bis 2016 war alleine aus politökonomischen Gründen nötig, da die Schuldenbremse sonst nie von der gegenwärtigen Politikgeneration beschlossen worden wäre.

Trotz einer Reihe von Schwächen bei der Umsetzung (wie z.B. Berechnung der Strukturkomponente, der praktischen Umsetzung einer komplizierten Methodik im Haushaltsprozess und gewisser Gestaltungsmöglichkeiten) und sicherlich notwendigen Konkretisierungen, aber auch Korrektur bestimmter Regelungen, entfaltet die Schuldenbremse bereits jetzt ihre Wirkung. Gleichwohl wäre es in der jetzigen Situation nicht von Nachteil, ehrgeiziger bei der Konsolidierung zu sein – gerade wenn das Modell und die damit verbundene Politik Vorbild für Europa sein sollen.

Risiken – der Bundeshaushalt im Einzelnen

Die bislang skizzierte immer noch erfreuliche Entwicklung der öffentlichen Haushalte steht unter Vorbehalt des Fortgangs der Schuldenkrise in Europa und den USA und damit eines sehr dynamischen Umfelds. Im Falle eines fortschreitenden Auswirkens der Krise auf die Realwirtschaft wird sich die Einnahmesituation verschlechtern.



20

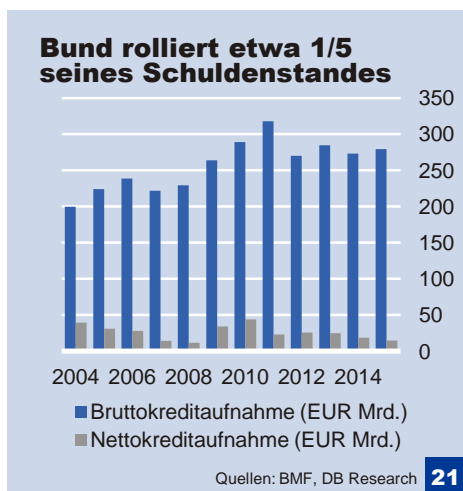
Zudem könnten in einem derartigen Umfeld hohe Belastungen durch die gewährten Garantien entstehen.

Nominal werden die Ausgaben des Bundes gemäß der Finanzplanung in den kommenden vier Jahren im Durchschnitt nur etwa 1% p.a. zunehmen und damit real sogar rückläufig sein.⁸ Fast zwei Drittel des Haushaltsvolumens des Bundes sind aber Sozial- und Zinsausgaben. Den weitaus größten Block der Bundesausgaben stellen dabei die Sozialausgaben dar. Die Sozialquote (Anteil Sozialausgaben an den Gesamtausgaben) lag zuletzt auf einem neuen Spitzenwert von gut 53%. Gut 3/5 aller Steuereinnahmen werden in den kommenden Jahren für soziale Zwecke ausgegeben werden.

Die Zinsausgaben sind zwar der zweitgrößte Ausgabenblock, ihr Anteil an den Gesamtausgaben hat mit zuletzt knapp 11% jedoch einen neuen Tiefststand erreicht. Das gilt auch für die Zinssteuerquote mit einem Wert von zuletzt gut 14% (bei Ländern und Kommunen lag dieser Wert zuletzt bei lediglich 8,5%). Das hat zwei Ursachen – zum einen ist das Zinsniveau des Bundes zuletzt auf historisch niedrigem Niveau gewesen. Zum anderen haben sich zuletzt die Gesamtausgaben erhöht, die die Bezugsgröße der Quote darstellen. Zinsänderungsrisiken stellen damit ein nicht zu unterschätzendes Haushaltsrisiko dar. Bereits ein dauerhafter Anstieg des Zinsniveaus um ein 1%-Punkt führt aus heutiger Sicht bereits im darauffolgenden Jahr zu einer zusätzlichen Belastung von EUR 3 Mrd., welche sukzessive weiter anwächst, wobei dies im ersten Jahr lediglich zur einem Anstieg der gesamt durchschnittlichen Zinslast auf die Bundesschuld um rund 0,2%-Punkte führen würde. Bereits in der Vergangenheit schwankte die Durchschnittsverzinsung der Bundesschuld. 2010 betrug der durchschnittliche Zinssatz der Bundesschuld etwa 3,1%, noch 2002 lag dieser Wert bei rund 4,9%. Die Finanzplanung der Regierung antizipiert übrigens einen merklichen Anstieg der Zinszahlungen.

Rechnerisch gesehen bleibt beim Bund daher derzeit weniger als 20% der Steuereinnahmen für andere Felder als Soziales oder Schuldendienst (Zinsen) zur Verfügung. Damit stellen diese Ausgaben einen Block dar, der nur über einen längeren Zeitraum signifikant verändert werden kann. An dieser Stelle wird damit einmal mehr als deutlich, wie wichtig die Begrenzung der Schuldenaufnahme durch die Schuldenbremse ist. Denn gerade hinsichtlich der Sozialausgaben werden auf den deutschen (wie auch die anderen europäischen) Haushalt(e) große Herausforderungen angesichts der demografischen Entwicklung zukommen.

Frank Zipfel (+49 69 910-31890, frank.zipfel@db.com)

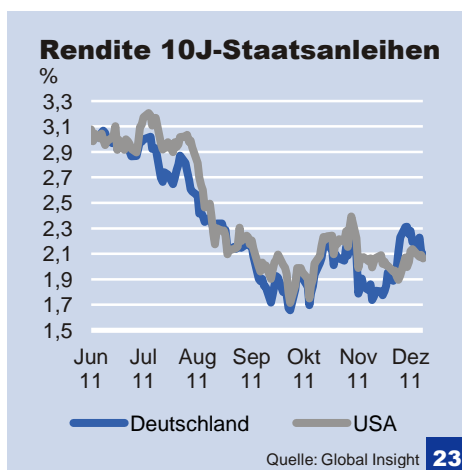
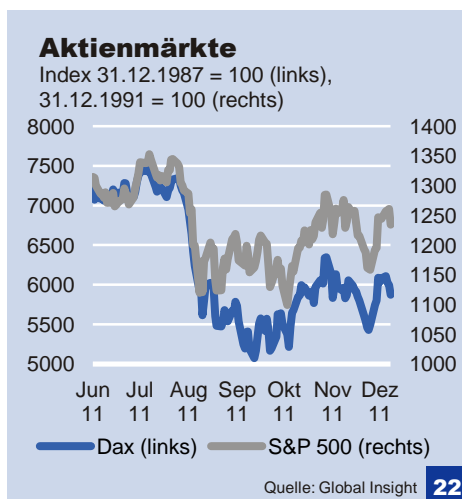


⁸ Szenarien zeigen übrigens Folgendes: Sollten die Gebietskörperschaften in toto das Ausgabenwachstum bei 1% konstant halten und sich die Steuereinnahmen gemäß der Steuerschätzung vom November entwickeln, dann könnte der Staat jedes Jahr über EUR 10 Mrd. mehr p.a. ausgeben und trotzdem (bei sonst konstanten Einnahmen) das gesamtstaatliche Defizit auf annähernd Null reduzieren.



Aktienmarkt: Droht auf längere Sicht ein demografisch bedingter Kursverfall?

- Die Lebenszyklushypothese postuliert, dass jüngere Haushalte in ihrer Erwerbsphase sparen, um durch Entsparen ihren Konsum bei geringerem Einkommen in der Rentenphase konstant zu halten.
- Jüngere Haushalte bauen entsprechend Vermögen auf, ältere Haushalte verkaufen Assets.
- Eine aktuelle Studie weist eine starke Korrelation zwischen Aktienmarktperformance und demografischer Entwicklung in den USA nach und scheint die Lebenszyklushypothese zu bestätigen.
- Demzufolge ist auf lange Zeit mit einem niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnis des amerikanischen Aktienmarkts zu rechnen.
- Für Deutschland kann empirisch kein Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Bevölkerungsstruktur und der Aktienmarktperformance nachgewiesen werden.
- Aufgrund der starken Abhängigkeit vom amerikanischen Aktienmarkt dürfte es aber auch am deutschen Aktienmarkt zu sinkenden Kurs-Gewinn-Verhältnissen aufgrund einer alternden Gesellschaft in den USA kommen.



Die Konjunkturabkühlung, die Angst vor einem Rückfall in die Rezession sowie die gestiegene Unsicherheit bezüglich der Verschuldungskrise der Peripherieländer der Eurozone haben die Aktienkurse in vielen Industrieländern einbrechen lassen. Selbst die extrem lockere Geldpolitik mit historisch niedrigen Zinsen sowie umfangreiche Anleihekäufe wichtiger Zentralbanken, mit der Absicht, die langfristigen Renditen weiter zu drücken und damit den Anreiz für Investoren zu erhöhen, in risikoreichere Anlagen umzuschichten, haben dies nicht verhindern können. So hatte der Dax seit Mitte Juli 2011 zeitweise gut 30% und der S&P 500 über 15% an Wert verloren. Wird man sich an solche Entwicklungen bzw. zumindest an einen fallenden Trend gewöhnen müssen, wenn der in vielen Publikationen thematisierte demografisch bedingte „Asset Meltdown“ einsetzt? Eine kürzlich veröffentlichte Untersuchung der Federal Reserve Bank of San Francisco⁹, die in der Presse reißerisch mit „US-Aktien vor Demografieschock“¹⁰ betitelt wurde, legt die Vermutung nahe, dass der US Aktienmarkt langfristig Gegenwind durch den demografischen Wandel bekommt. Steht uns wirklich ein massiver „Asset Meltdown“ bevor, wenn die Baby-Boomer-Generationen in den Ruhestand gehen und dann ihre Aktienportfolios auflösen, oder ist die Angst vor einem solchen übertrieben?¹¹

⁹ Liu, Z. und Spiegel, M.M. (2011). Boomer Retirement: Headwinds for U.S. Equity Markets? FRBSF Economic Letter, 2001-26. 22. August 2011.

¹⁰ US-Aktien vor Demografieschock. Financial Times Deutschland vom 24. August 2011.

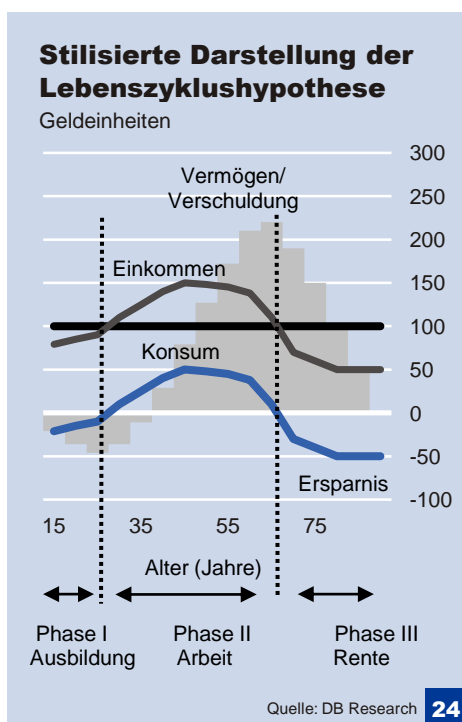
¹¹ Vgl. hierzu auch: Börsch-Supan, A., Ludwig, A. und Winter, J. (2003). Alterung, deutsche Renditeentwicklung und Kapitalmärkte. Deutsche Bank Research. Aktuelle Themen 273 und Poterba, J.M. (2001). Demographic structure and asset returns. The Review of Economic and Statistics, Vol. LXXXIII, Nr. 4, S. 565-584. Nach Börsch-Supan halten sich die demografisch bedingten Renditerückgänge in engen Grenzen, da die Vermögensverkäufe nicht auf einmal, sondern über einen längeren Zeitraum anfallen und zudem die nachkommenden Generationen aufgrund des zu erwartenden deutlich geringeren Rentenniveaus wohl mehr ansparen werden, so dass auch eine große Nachfrage nach Finanzanlagen besteht. Poterba weist darauf hin, dass es schwierig ist, die theoretisch zu erwartenden Ergebnisse überhaupt in einer robusten Beziehung nachzuweisen, was seiner Ein-

Die vorliegende Untersuchung zeigt, dass für Deutschland – im Gegensatz zu den USA – kein empirischer Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Bevölkerungsstruktur und der Aktienmarktpformance nachgewiesen werden kann. Vor diesem Hintergrund erscheint auch ein demografisch bedingter „Asset Meltdown“ in den kommenden Dekaden nicht zwingend. Dafür spricht auch die Tatsache, dass ältere Haushalte in Deutschland den höchsten Aktienanteil an ihrem Finanzvermögen aufweisen. Dies deutet darauf hin, dass in Deutschland Ältere aus Vererbungsmotiven und Sicherheitsgründen für den Fall, dass sie länger leben als erwartet, weiter Aktien halten und nicht zu Konsumzwecken verkaufen. Ebenso dürften auch die Nachfrage aus dem Ausland und eine höhere individuelle Nachfrage der folgenden Generationen einen möglichen Kursverfall begrenzen. Allerdings muss berücksichtigt werden, dass sich infolge des engen Zusammenhangs zwischen der amerikanischen und der deutschen Aktienmarktpformance ein möglicher demografisch bedingter Kursrückgang in den USA auf Deutschland überträgt, selbst wenn aufgrund der nationalen Besonderheiten in Deutschland ein demografisch bedingter „Asset Meltdown“ unwahrscheinlich erscheint.

Der theoretische Hintergrund: Die Lebenszyklushypothese

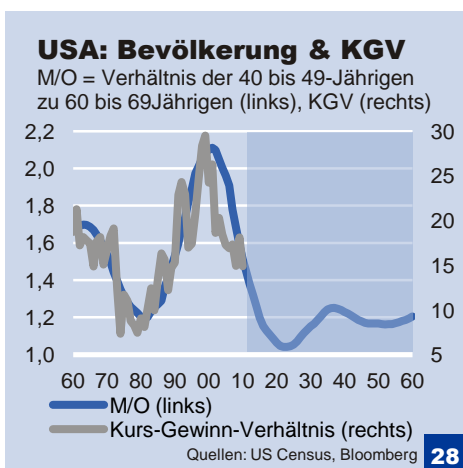
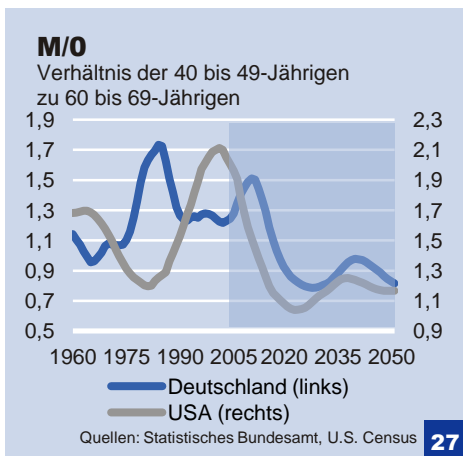
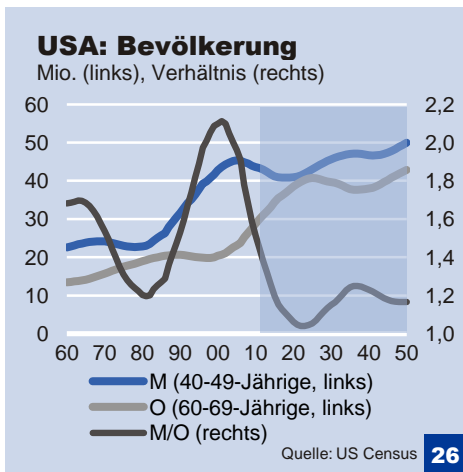
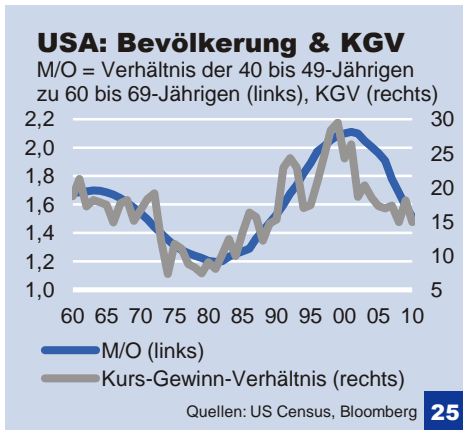
Nach der von Ando und Modigliani¹² in den 50er Jahren entwickelten Lebenszyklushypothese versucht ein Haushalt, den Nutzen aus dem Konsum von Gütern und Dienstleistungen über seine gesamte Lebenszeit zu maximieren. Dabei ermöglicht Sparen dem Haushalt, seinen Konsum unabhängig von der zeitlichen Verteilung seines Einkommens zu machen und seinen Lebensstandard über den gesamten Lebenszyklus hinweg zu stabilisieren. Hierfür baut ein Haushalt während seiner Erwerbsphase ein bestimmtes Vermögen auf, um es in seiner Rentenphase mit entsprechend niedrigerem Einkommen wieder aufzulösen und zu Konsumkäufen zu verwenden. Er verschiebt also gegenwärtigen Konsum in die Zukunft.

Für die Struktur des Anlageportfolios spielt das Alter eines Haushaltes eine wichtige Rolle. So ist davon auszugehen, dass Ältere grundsätzlich weniger in risikoreiche Anlageformen investieren als Jüngere, da der Ausgleich möglicher Verluste bei Älteren zeitlich sehr begrenzt ist. Zudem wird vermutet, dass Ältere frühzeitig, d.h. vor ihrem Renteneintritt, risikoreiche Anlageformen in risikoarme tauschen. Entsprechend spielt die Bevölkerungsstruktur, d.h. das Verhältnis der Zahl von Haushalten in der Erwerbsphase zu der Zahl der Rentnerhaushalte für die Entwicklung der Vermögenspreise eine wichtige Rolle. Gibt es in einer Gesellschaft genau so viele Haushalte, die Ersparnisse bilden, wie Rentnerhaushalte, die ihre Vermögen auflösen, würde die demografische Entwicklung die Vermögenspreise nicht tangieren. Sind allerdings die Älteren in der Überzahl, würde die Nachfrage nach Aktien und damit die Aktienkurse tendenziell sinken. Gibt es nun in einer Gesellschaft stark besetzte Geburtskohorten, wie beispielsweise die Baby-Boomer-Generationen, die alle innerhalb einer kurzen Zeit aus dem Erwerbsleben ausscheiden und ihre Aktien in liquide und sichere Anlagen tauschen, könnte es zum befürchteten „Asset Meltdown“ kommen, so die Theorie.



schätzung zufolge daran liegen könnte, dass die Effekte zu klein sind und durch andere überlagert werden.

¹² Ando, A. und Modigliani, F. (1963), The "Life Cycle" Hypothesis of Saving: Aggregate Implications and Tests. In American Economic Review 53 (1). S. 55–84.



Baby-Boomer-Generationen & Aktienkurse in den USA: stark korreliert

Ein Blick auf die demografische Entwicklung in den USA und die Aktienmarktperformance, gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500, zeigt in den letzten fünf Dekaden eine starke Korrelation zwischen beiden. Dabei wurde zur Charakterisierung der demografischen Entwicklung die Bevölkerungsstruktur, d.h. das Verhältnis der Anzahl der 40 bis 49-Jährigen (M) zu der Anzahl der 60 bis 69-Jährigen (O), herangezogen.¹³ Der ökonomische Hintergrund ist, dass es sich bei diesen Gruppen wohl um die für die Aktienkursentwicklung relevantesten Jahrgänge handelt – die 40- bis 49-Jährigen in Bezug auf die Käufe, die 60 bis 69-Jährigen, die vor ihrem Eintritt in die Rentenphase stehen, in Bezug auf die Verkäufe. Das Verhältnis der beiden Gruppen nahm von den 60er bis Mitte der 80er Jahre zunächst ab, da die Zahl der 60 bis 69-Jährigen zugenommen hatte, während die Gruppe der 40 bis 49-Jährigen nahezu stagnierte, was wohl die direkten Auswirkungen des zweiten Weltkriegs in der Bevölkerungsstruktur widerspiegelt. Von Mitte der 80er bis Anfang 2000 dominierten dann die geburtenstarken Baby-Boomer-Generationen der zwischen 1946 und 1964 Geborenen. Das Verhältnis von M zu O war in diesem Zeitraum merklich angestiegen und hatte Anfang 2000 seinen Höhepunkt erreicht. Seither nimmt das Verhältnis wieder ab, da ab Mitte 2000 die ersten Baby-Boomer-Jahrgänge über 60 Jahre alt geworden sind und seither in die Gruppe der 60- bis 69-Jährigen hineinwachsen.

Die Entwicklung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses des S&P 500 verlief – allerdings mit einer höheren Volatilität – nahezu im Gleichgang mit dem Verhältnis der demografischen Kohorten M zu O. Der Korrelationskoeffizient zwischen beiden beträgt für den Zeitraum 1960 bis 2010 0,82. Dabei wird der kräftige Anstieg des Kurs-Gewinn-Verhältnisses von 1980 bis 2000 in einigen Untersuchungen damit erklärt, dass die stark besetzten Baby-Boomer-Generationen in ihre Hauptansparphase gekommen waren und entsprechend in Aktien investierten.¹⁴

S&P 500 auf lange Sicht mit demografischem Gegenwind

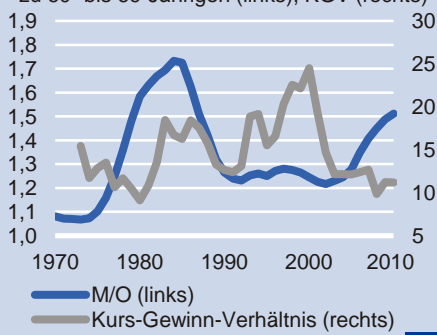
Der Vergleich der Entwicklung des demografischen M/O-Verhältnisses mit der Aktienmarktperformance in den USA scheint die Theorie zu bestätigen, dass Käufe und Verkäufe von Aktien und damit die Aktienmarktperformance durch das Verhältnis der Anzahl der entsprechenden Jahrgänge bestimmt werden. Trifft dies allerdings zu, verheißt die demografische Entwicklung nichts Gutes. Nach den Bevölkerungsprojektionen des U.S. Census Bureau wird das Verhältnis der 40 bis 49-Jährigen zu den 60 bis 69-Jährigen bis 2020 weiter auf einen seit den 60er Jahren noch nicht erreichten Wert sinken und dann auf längere Sicht auf niedrigem Niveau verharren. Eine ähnliche Entwicklung wird auch in Deutschland erwartet. Entsprechend könnte das Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 von rund 15 im Jahr 2010 bis 2020 auf 5 zurückgehen und sich langfristig bei etwa 10 einpendeln, was deutlich unter dem Mittel von 1960 bis 2010 von gut 16 ½ und dem Höchstwert von fast 30 Mitte 1999 liegen würde. Ist die gleiche Entwicklung auch für den Dax zu erwarten?

¹³ Vgl. hierzu Liu, Z. und Spiegel, M.M. (2011). Boomer Retirement: Headwinds for U.S. Equity Markets? FRBSF Economic Letter, 2001-26, August 22, 2011.

¹⁴ Vgl. Bakshi, G.S. und Chen, Z. (1994). Baby Boom, Population Aging, and Capital Markets. Journal of Business, Vol. 67 (2). S. 165-202.

Deutschland: M/O & KGV

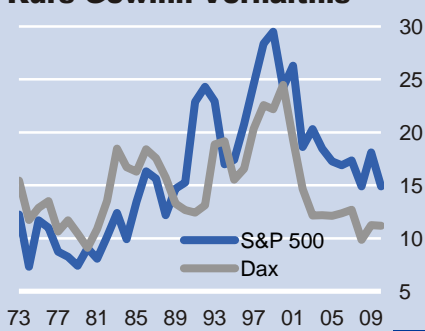
M/O = Verhältnis der 40- bis 49-Jährigen zu 60- bis 69-Jährigen (links), KGV (rechts)



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank

29

Kurs-Gewinn-Verhältnis

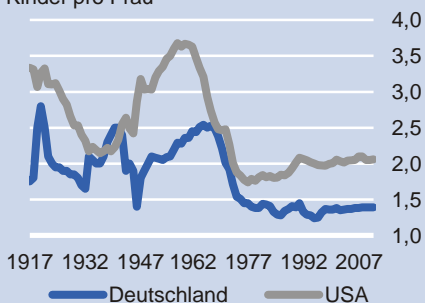


Quellen: Bloomberg, Deutsche Bank

30

Geburtenrate

Kinder pro Frau

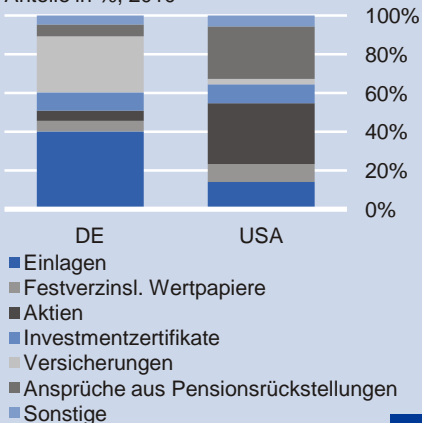


Quellen: Statistisches Bundesamt, National Center for Health Statistics

31

Finanzvermögen privater Haushalte

Anteile in %, 2010



Quellen: Deutsche Bundesbank, Fed

32

Dax-Performance & demografische Entwicklung: keine Korrelation

Im Gegensatz zu den USA ist eine eindeutige Korrelation zwischen der Entwicklung der Bevölkerungsstruktur¹⁵ und dem Kurs-Gewinn-Verhältnis des Dax nicht nachweisbar. Der Korrelationskoeffizient beträgt für den Zeitraum 1973 bis 2010 -0,07, was sogar einen äußerst schwachen negativen Zusammenhang implizieren und der Lebenszyklushypothese zumindest in Deutschland widersprechen würde. Während sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis des Dax mehr oder weniger synchron zu dem des amerikanischen S&P 500 entwickelte, unterschied sich die Entwicklung der Bevölkerungsstruktur in Deutschland dagegen stark von der amerikanischen, was auf die dramatischen Auswirkungen des zweiten Weltkriegs und den im Vergleich zu den USA später einsetzenden Anstieg der Geburtenrate zurückzuführen ist. Während die Geburtenrate in den USA schon kurz nach Ende des zweiten Weltkriegs merklich angestiegen war – 1947 lag sie schon deutlich über 3, hatte die Geburtenrate in Deutschland erst Anfang der 50er Jahre das Reproduktionsniveau, d.h. eine den Bestand der Bevölkerung sichernde Rate von etwas mehr als 2, erreicht. Zudem fiel der Anstieg der Geburtenrate in Deutschland deutlich schwächer aus als in den USA. In Deutschland erreichte die Geburtenrate ihren Höchststand mit gut 2,5 im Jahr 1964, während die amerikanische ihr Maximum 1959 mit fast 3,7 Kindern pro Frau im geburtsfähigen Alter hatte.

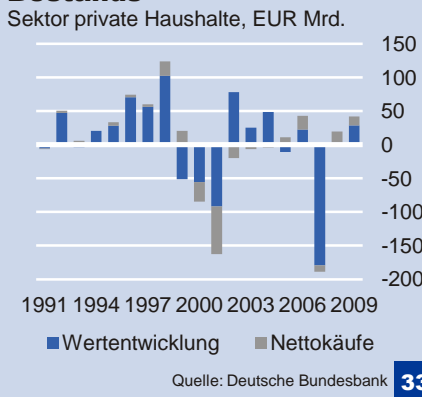
Merkliche Unterschiede im Anlageverhalten

Dass es in den USA einen deutlich stärkeren Gleichlauf zwischen Aktienmarktperformance und demografischer Entwicklung gegeben hat als in Deutschland, liegt wohl auch am unterschiedlichen Anlageverhalten. Während in Deutschland die Aktie bei der Vermögensbildung privater Haushalte eine untergeordnete Rolle spielt, was sich am Anteil der direkt gehaltenen Aktien am gesamten Finanzvermögen von nur gut 5% zeigt, halten amerikanische Haushalte nahezu ein Drittel ihres Finanzvermögens in Form von Aktien.¹⁶ Zwar lag die deutsche Aktienquote auf dem Höhepunkt der Dotcom-Blase im Frühjahr 2000 bei 14,5%. Der Anstieg war allerdings fast vollständig dem Kursanstieg und damit der Wertentwicklung des Aktienbestandes geschuldet. So war das Aktienvermögen privater Haushalte von 1995 bis Ende 1999 um EUR 310 Mrd. auf EUR 480 Mrd. gestiegen. Im gleichen Zeitraum betragen die Nettokäufe von Aktien durch private Haushalte dagegen lediglich EUR 33 Mrd., so dass fast EUR 280 Mrd. auf Wertsteigerungen entfielen.

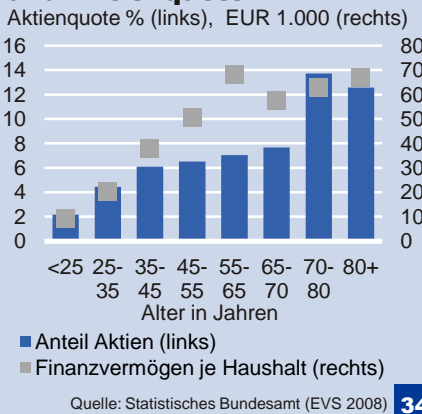
¹⁵ Auch für Deutschland haben wir das Verhältnis der Anzahl der 40 bis 49-Jährigen zu den 60 bis 69-Jährigen, also M/O wie im Fall der USA verwendet. Da in Deutschland in der Kohorte der 60 bis 69-Jährigen aber schon viele Ruheständler enthalten sind und die untersuchten Kohorten wohl nicht die typischen stärksten Ansparer sowie die kurz vor der Rentenphase Stehenden beinhalten würden, haben wir auch den Zusammenhang zwischen dem Kurs-Gewinn-Verhältnis und der Entwicklung der Relation der 35- bis 44-Jährigen zu den 55- bis 64-Jährigen untersucht. Hierfür ist der Korrelationskoeffizient sogar noch deutlich negativer (-0,65).

¹⁶ Das deutlich abweichende Anlageverhalten dürfte auch auf die höhere gesetzliche Absicherung im Ruhestand in Deutschland zurückzuführen sein. So stammen nach wie vor rund 80% der deutschen Alterseinkünfte aus dem umlagefinanzierten Rentensystem. Entsprechend haben deutsche Haushalte im Vergleich zu amerikanischen einen geringeren Anreiz Vermögen aufzubauen und dieses durch entsprechend risikoreichere Anlage zu vermehren. Während deutsche Haushalte über Finanzvermögen in Höhe von rund 290% der verfügbaren Einkommen verfügen, halten amerikanische Haushalte Finanzvermögen von gut 430% ihrer verfügbaren Einkommen.

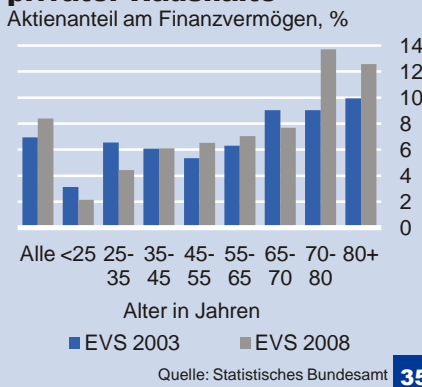
Deutschland: Aktienkäufe & Wertentwicklung des Bestands



Deutschland: Altersspezifische Finanzvermögen und Aktienquoten



Deutschland: Aktienquote privater Haushalte



Angesichts des hohen Anteils von Ansprüchen gegenüber Versicherungen am gesamten Finanzvermögen privater Haushalte in Deutschland (2010: gut 29%) könnte man vermuten, dass die privaten Haushalte Aktien weniger direkt, sondern vielmehr über indirekte Anlagen in Form von Aktienfonds oder über Lebensversicherungen halten. Von den Ende 2010 gehaltenen Investmentfonds von EUR 431 Mrd. (oder gut 9% des gesamten Finanzvermögens) sind nur rund ein Drittel Aktienfonds. Ebenso zeigt ein Blick auf den Kapitalanlagebestand von Versicherungen, dass auch hier die Aktienquote mit 3,3% zum einen rückläufig (2006 betrug sie noch 8,8%), zum anderen relativ niedrig ist. Die Aktie als langfristige Anlageform zur Sicherung des Lebensstandards im Alter ist somit für deutsche Haushalte eher von geringer Bedeutung und entsprechend dürften sich die demografisch ausgelösten Verkäufe in Deutschland in engen Grenzen halten.

Für Letzteres spricht auch die Tatsache, dass gerade Ältere die höchste Aktienquote in ihrem Finanzvermögen aufweisen, was wohl auf dominante Vererbungs- und Sicherheitsmotive hinweist. So verfügen nach der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe (EVS) von 2008 die Haushalte, deren Haushaltsvorstand 70 bis 80 Jahre alt ist, mit durchschnittlich EUR 62.700 (nach den 55- bis 65-Jährigen mit EUR 68.200 je Haushalt) über die zweithöchsten Finanzvermögen und mit 13,7% über den höchsten Aktienanteil. Darüber hinaus hat der Aktienanteil von Älteren gegenüber der vorangegangenen EVS im Jahr 2003 noch spürbar zugelegt, was sicherlich auch auf die kräftigen Aktienkursgewinne von 2003 bis 2008 zurückzuführen ist. Der Anstieg der Aktienquote fiel allerdings bei Älteren überproportional aus, während er bei Jüngeren nur leicht stieg bzw. einigen Kohorten sogar zurückging.

Ergebnisse Granger-Kausalitätstest

Grundgesamtheit: 1972M12 2011M08
Verzögerungen: 1-3 Monate

Nullhypothese	Beobachtungen	F-Statistik	Prob.
Dax bestimmt nicht S&P 500	460	0,218	0,884
S&P 500 bestimmt nicht DAX		8,200	0,000

Quelle: DB Research **36**

Keine Gefahr für den deutschen Aktienmarkt? Doch!

Sind wir damit aus dem Schneider, weil die nationalen Besonderheiten einen demografisch bedingten „Asset Meltdown“ unwahrscheinlich erscheinen lassen? Leider nein. Denn die deutsche Aktienmarktpformance ist in hohem Maße von der in den USA abhängig. So lässt sich schon auf den ersten Blick ein enger Zusammenhang zwischen dem Kurs-Gewinn-Verhältnis von S&P 500 und Dax erkennen. Der Korrelationskoeffizient zwischen beiden beträgt für den Zeitraum von 1973 bis 2010 0,65 und seit der Wiedervereinigung sogar 0,8. Darüber hinaus zeigt ein Granger-Kausalitätstest eine hohe statistische Signifikanz dafür, dass die amerikanische Aktienmarktpformance die deutsche bestimmt. Erklären lässt sich die Wechselwirkung zwischen zwei Aktienmärkten durch das Gesetz des einheitlichen Preises, das impliziert, dass gleiche Güter – im Falle einer Aktie der Anspruch auf die Gewinne in der Zukunft – den gleichen Preis – im Falle einer Aktie den Kurswert – haben müssen. Die Richtung erklärt sich aus der Größe des amerikanischen Aktienmarktes. Ende 2010 trug der amerikanische Aktienmarkt mit USD 17.300 Mrd. nahezu ein Drittel zur globalen Börsenkapitalsie-

zung bei, während der Anteil der Deutschen Börse lediglich gut 2 ½% betrug. Während der US Aktienmarkt Veränderungen auf kleinen Märkten ohne tiefgreifende Anpassungen absorbieren kann, ist dies umgekehrt wohl nicht möglich. Aufgrund von institutionellen Besonderheiten, Wechselkursen und beschränkter Kapitalmobilität können die Niveaus der Kurs-Gewinn-Verhältnisse zwischen Ländern variieren, die Bewegungen sollten jedoch ähnlich sein. Entsprechend ist damit zu rechnen, dass auch das deutsche Kurs-Gewinn-Verhältnis sinkt, falls das amerikanische aufgrund der dortigen demografischen Entwicklung zurückgeht. Dies erscheint ökonomisch einleuchtend: Aufgrund der hohen Offenheit der deutschen Wirtschaft, der globalisierten Finanzmärkte sowie der Größe des US-amerikanischen Aktienmarktes kann sich Deutschland dieser möglichen Entwicklung wohl nicht entziehen.

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

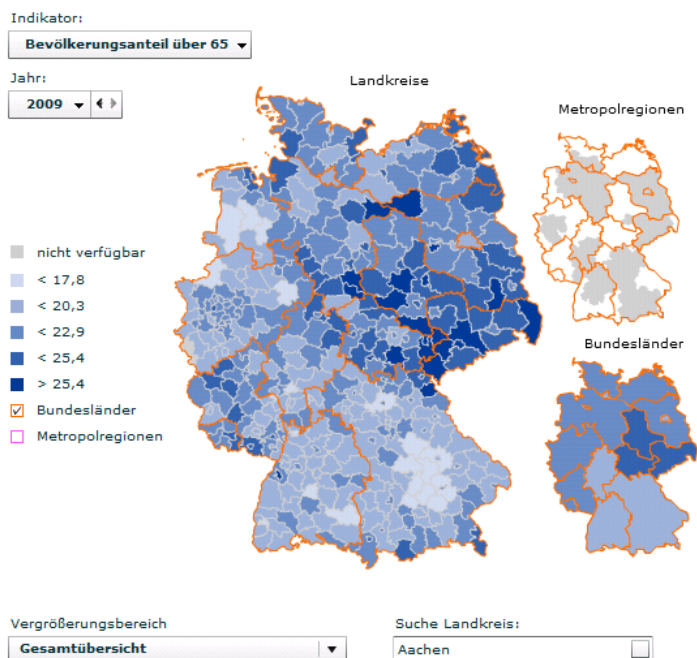


Große Datenmengen effizient darstellen, um wichtige Zusammenhänge schnell zu erkennen – mit den interaktiven Landkarten hat Deutsche Bank Research hierfür eine einzigartige Lösung geschaffen: Alle interaktiven Landkarten bieten Zahlen, Grafiken und Karten, nutzerfreundlich aufbereitet und flexibel in Office-Anwendungen integrierbar.

Deutschland mit anderen Augen neu entdecken!

Das Webangebot Deutschland der Regionen (exklusiv für Kunden der Deutsche Bank Gruppe) bietet Zugang zu Wirtschaftsdaten auf Kreis- bzw. Bundesland-Ebene: Themengebiete sind unter anderem Wirtschaftskraft, Erwerbstätigkeit, Konsum, Strukturkennzahlen der Unternehmen, Demografie und Bildung.

Hier finden Sie die interaktiven Landkarten: www.dbresearch.de/imaps-de



© Copyright 2011. Deutsche Bank AG, DB Research, D-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