

Geringes Wirtschaftswachstum und Abwärtstrend bei Investitionen: Wege aus der Wachstumsschwäche

Die Weltwirtschaft wächst seit einiger Zeit deutlich langsamer als früher. Nicht nur der Euroraum, auch Amerika, Japan und China sind davon betroffen. Die wirtschaftliche Dynamik bleibt hinter den Erwartungen zurück, und die Unternehmen scheuen Investitionen. Was sind die Ursachen der Wachstumsschwäche, und welche Wege führen zu mehr Wachstum?

Eine positive Interpretation der Investitionsentwicklung

In den letzten Jahren wurde in der deutschen Wirtschaftspolitik oft über niedrige Investitionen in Deutschland diskutiert. Auch der Obertitel dieser Rubrik unterstellt, dass es einen besorgniserregenden, strukturellen Abwärtstrend bei den Investitionen gibt, der mit einem mutmaßlich geringeren Wirtschaftswachstum assoziiert wird. Dabei wird das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr gar leicht über dem des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzials liegen.¹ Und in den letzten beiden Jahren wuchs die deutsche Wirtschaft in etwa entlang des Potenzialpfads.

Zudem waren die realen Wachstumsraten der gesamtwirtschaftlichen Bruttoanlageinvestitionen der letzten beiden Jahre mit 3,4 bzw. 1,7% im Vergleich zum Durchschnitt der Jahre 1995 bis 2015 von rund 1% durchaus nicht gering. Vielmehr entzündet sich die Debatte über die niedrigen Investitionen am Anteil der Bruttoanlageinvestitionen am Bruttoinlandsprodukt. Diese sogenannte Investitionsquote ist seit Anfang der 1990er Jahre von rund 24% gefallen und hat sich aktuell bei etwa 20% eingependelt. Es wird nun argumentiert, dass sich darin eine strukturelle Investitionsschwäche zeigt, die mit wirtschafts- und finanzpolitischen Maßnahmen behoben werden muss.

Allerdings sagt die Investitionsquote allein nicht viel aus. Bereits hier mit einer Diagnose bzw. Interpretation anzusetzen verbietet sich. Vielmehr überlagern sich in der Investitionsquote verschiedene Ent-

wicklungen, die separat betrachtet werden müssen, um zu einer sinnvollen Aussage über die Investitionsentwicklung und möglichen Implikationen zu gelangen.

Zur Aussagekraft der Investitionsquote

So kann die Investitionsquote in ihre Komponenten – Ausrüstungs-, Bau und sonstige Anlageinvestitionen – aufgespalten werden (vgl. Abb. 1). Es zeigt sich, dass der fallende Trend der Bruttoanlageinvestitionen zum Großteil durch die Bauinvestitionen bestimmt wird. Dies dürfte insbesondere auf den Bauboom in Folge der Wiedervereinigung zurückzuführen sein, der die Investitionsquote in den 1990er Jahren überhöhte. Mit der Konsolidierung der Bauwirtschaft nach dem Boom sind die Quoten dann deutlich gefallen. Diese Korrektur ist aber positiv zu bewerten und sollte nicht die Investitionsdebatte überlagern.

Für die sonstigen Anlageinvestitionen ist dagegen eine steigende Investitionsquote von 2½% Anfang der 1990er Jahre auf zuletzt rund 3½% zu erkennen. Da in den sonstigen Anlageinvestitionen seit der Einführung des neuen Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG 2010) auch Investitionen in Forschung und Entwicklung enthalten sind, ist dieser Aufwärtstrend besonders positiv zu bewerten. Für die Quote der Ausrüstungsinvestitionen ist kein bestimmter Trend auszumachen. Sie bewegt sich über den gesamten betrachteten Zeitbereich um die 7%. Zuletzt lag sie mit etwa 6½% leicht unter dem Durchschnitt, was aber keinen strukturellen Trend manifestiert.

Des Weiteren muss bei der Interpretation der Investitionsquote beachtet werden, dass diese auf nominalen Größen basiert. Damit können unterschiedliche Preisni-



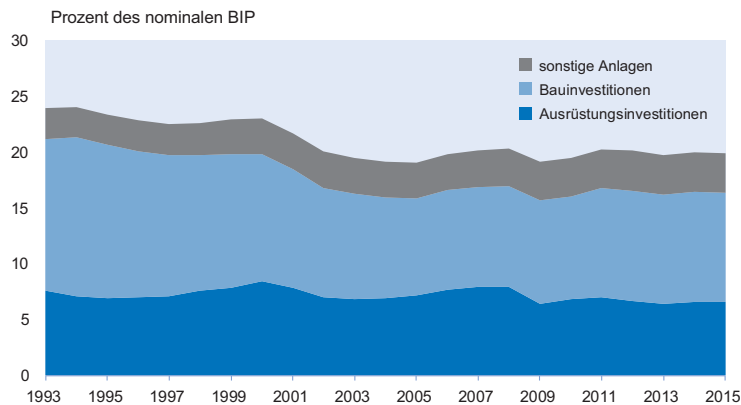
Holger Zemanek*

* Dr. Holger Zemanek ist Referent im Referat I A 6, Steuerschätzungen; Analysen zu Konjunktur, Wachstum und Steuereinnahmen beim Bundesministerium der Finanzen.

Der Beitrag gibt die persönliche Meinung des Autors wieder.

¹ Herbstprojektion der Bundesregierung vom 7. Oktober 2016.

Abb. 1
Investitionsquote nach Unterkomponenten (gestapelt)

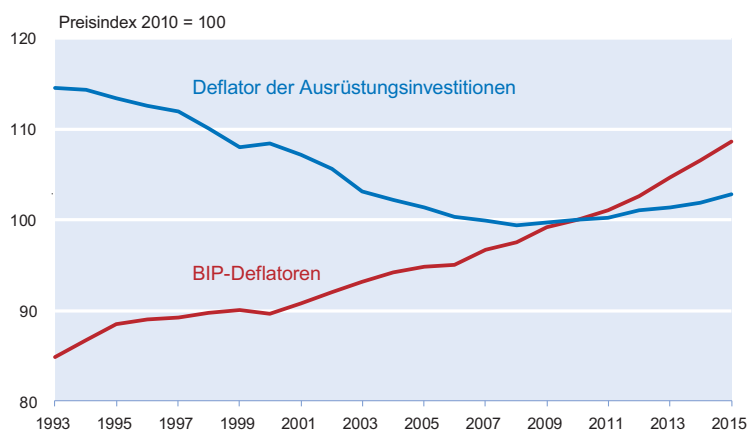


Quelle: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des Autors.

veuentwicklungen für das Bruttoinlandsprodukt und die betreffenden Investitionsgruppen die Interpretation erschweren. Dies ist für Deutschland insbesondere geboten, da sich die Entwicklung der Deflatoren für das Bruttoinlandsprodukt und die Ausrüstungsinvestitionen signifikant unterscheiden (vgl. Abb. 2). Während die gesamtwirtschaftliche Inflation, d.h. der Deflator des Bruttoinlandsprodukts, mit Ausnahme des Jahres 2000, immer positive Zuwachsraten ausweist, war das Preisniveau für Ausrüstungsinvestitionsgüter bis 2008 rückläufig. Seitdem steigt das Preisniveau für Ausrüstungsinvestitionen, aber deutlich gedämpfter als der BIP-Deflator.

Bezogen auf die Investitionsquote bedeutet dies, dass die nominalen Ausrüstungsinvestitionen im Zähler allein durch die weniger stark steigenden Preise gedämpft sind, während das Bruttoinlandsprodukt im Nenner relativ stärker zulegt. Berücksichtigt man dieses Differenzial in den Preisniveauentwicklungen, so hat sich die reale Investitionsquote der Ausrüstungsinvestitionen seit Beginn der 1990er Jahre um rund 1½ Prozentpunkte verbessert.

Abb. 2
Deflator und Deflator der Ausrüstungsinvestitionen



Quelle: Statistisches Bundesamt.

Zudem müsste auch auf strukturelle Veränderungen auf der Verwendungsseite des Bruttoinlandsprodukts kontrolliert werden, was an dieser Stelle nur kurz angerissen werden soll. Zum Beispiel hat der dynamische Anstieg der Beschäftigung in Deutschland, verbunden mit Lohnzuwächsen, zuletzt die Ausweitung des privaten Konsums gefördert. Ein durch einen überproportionalen Anstieg des privaten Konsums bedingtes Wachstum des Bruttoinlandsprodukts würde aber c.p. eine schwächere Investitionsquote nach sich ziehen. So ein relativer Rückgang der Investitionsquote wäre nicht generell negativ zu bewerten.

Ergänzend ist die Investitionsentwicklung in Deutschland auch im Kontext der Globalisierung mit einem erweiterten Blick zu bewerten. International ausgerichtete und exportorientierte Unternehmen haben einen über die Grenzen hinausgehenden Investitionshorizont. Investitionsentscheidungen betreffen nicht nur Deutschland. Dies lässt sich an dem Anstieg der getätigten deutschen Direktinvestitionen im Ausland ablesen, die sich von 2011 bis 2015 um rund 25% erhöhten. Zwar sind Direktinvestitionen nicht mit Investitionen im Sinn der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen zu vergleichen, denn sie stellen primär Finanzbeziehungen zu ausländischen Unternehmen dar. Aber aus Unternehmenssicht können sie durchaus ein Äquivalent zu inländischen Investitionen sein. Durch Direktinvestitionen und Beteiligungen können aus Unternehmenssicht – zumindest indirekt – Kapazitäten im Ausland aufgebaut werden.

Dass steigende Direktinvestitionen im Ausland aber nicht mit einer Standortchwäche in Deutschland gleichzusetzen sind, zeigen Umfragen der DIHK unter im Ausland investierenden Unternehmen.² Demnach sind Vertrieb und Kundendienst (rund 45%), die Markterschließung (rund 30%) und nur nachrangig Kostenersparnis (unter 25%) vorrangige Motive für Direktinvestitionen. Internationalisierung bietet deutschen Unternehmen somit neue Chancen im Ausland. Durch Auslandsdirektinvestitionen werden die deutschen Unternehmen gestärkt, die deutsche Wettbewerbsfähigkeit wird verbessert und Einkommen für Deutschland generiert, obwohl im Inland möglicherweise weniger Investitionen getätigt werden. Hier zeigt sich eine weitere Grenze bei der Interpretation der national ausgerichteten Investitionsquote bei gleichzeitiger Internationalisierung der Wirtschaft.

² DIHK-Umfrage Auslandsinvestitionen der Industrie, April 2016.

Kurzfristige Entwicklung der Investitionen

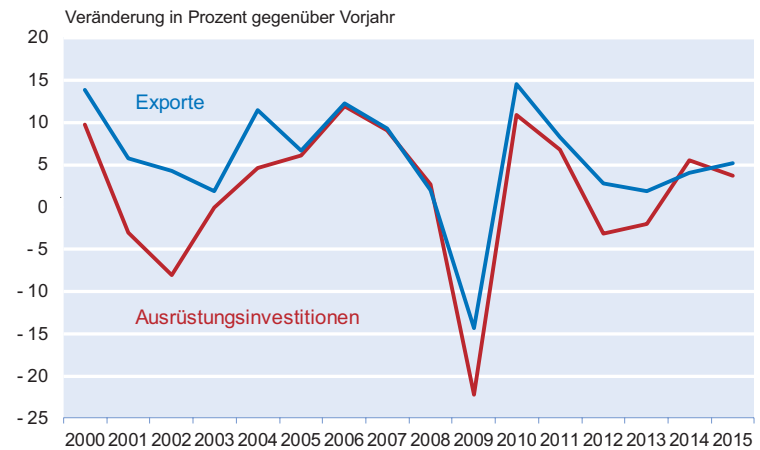
Aus den theoretischen Bestimmungsgründen für private Investitionen könnte eine kurzfristige Investitionsschwäche abgeleitet werden. Denn gegeben der sehr guten Finanzierungsbedingungen – sowohl was die ausgesprochen guten Außen- als auch was die Innenfinanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen anbelangt –, hätte man eine deutlich dynamischere Entwicklung der Investitionen erwarten können. So befinden sich die Zinsen auf historisch niedrigem Niveau und in Deutschland bestehen seit Ende der Finanzkrise keine nennenswerten Kreditrestriktionen durch die Kreditinstitute. Zudem zeigt sich die Gewinnsituation der Unternehmen gut, was u.a. an der Entwicklung der gewinnabhängigen Steuerarten abzulesen ist.

Allerdings gab es in den letzten Jahren eine anhaltende Folge von geopolitischen Konflikten (Syrien, Krim/Ukraine, Terroranschläge), die zu einem hohen Maß an Unsicherheit bei Verbrauchern und Unternehmen beigetragen haben. Auch die politischen Unsicherheiten, wie das Brexit-Votum sowie die Wahl in den USA, erzeugen derzeit Ungewissheit über den wirtschaftspolitischen Kurs zweier großer Volkswirtschaften. Zudem wird die wirtschaftliche Entwicklung in China von einer Reihe von Analysten mit einem Fragezeichen versehen. Alles in allem erscheint (dadurch) die weltwirtschaftliche Expansion nicht so richtig in Schwung zu kommen. So hatte der IWF seine Prognose für ein eher moderates Weltwirtschaftswachstum im Oktober bestätigt, wobei die USA gar leicht nach unten revidiert wurden. Dementsprechend werden sich voraussichtlich die deutschen Exporte nur wenig dynamisch entwickeln.

Unsicherheit und verminderte Exporterwartungen sind allerdings keine guten Voraussetzungen für eine dynamische Investitionsentwicklung. Denn in der Vergangenheit waren die Ausrüstungsinvestitionen und die Exportentwicklung in Deutschland stark positiv korreliert (vgl. Abb. 3). Eine weiterhin mäßige außenwirtschaftliche Entwicklung dürfte daher nur eine moderate Investitionsexpansion in Deutschland induzieren. Auch die überaus günstigen Finanzierungsbedingungen helfen dann nicht. Denn wenn der erwartete Absatz voraussichtlich die Kosten einer Investition nicht decken wird, werden Unternehmen Investitionen nicht tätigen.

Auch sind die gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten derzeit – bei aller Unsicherheit über deren Berechnung – im Bereich der Normalauslastung. Kräftige Kapazitätsausweitungen sind auch vor diesem Hintergrund also nicht zu erwarten. Dies wird u.a. durch die aktuelle DIHK-Umfrage zu Motiven von Inlandsinvestitionen gestützt. So verharret der

Abb. 3
Reale Ausrüstungsinvestitionen und reale Exporte



Quelle: Statistisches Bundesamt.

Wert für Kapazitätsausweitung seit Jahren deutlich unter 30%, während hauptsächlich Ersatzinvestitionen mit rund 65% das Bild prägen.³

Fazit

Ein besorgniserregender, struktureller Abwärtstrend bei den Investitionen lässt sich meines Erachtens nicht feststellen. Der Rückgang der Investitionsquote ist insbesondere auf die Konsolidierung der Baubranche nach dem Wiedervereinigungsboom zurückzuführen. Zudem verzerren unterschiedliche Preisentwicklungen das Bild. Kurzfristig ist die Investitionsentwicklung zwar moderater, als es die sehr guten Finanzierungsbedingungen erwarten ließen. Allerdings begründen hierbei das wenig dynamische weltwirtschaftliche Umfeld, geopolitische Konflikte und politische Unsicherheit die gedämpfte Investitionstätigkeit. Finanzpolitische Maßnahmen zur Steigerung der Investitionen, ob nun Investitionsprogramme oder steuerliche Maßnahmen, erscheinen daher wenig erfolgsversprechend. Preis- und Mitnahmeeffekte dürften in dem Umfeld die intendierte Wirkung zum Großteil konterkarieren. Gleichwohl sollte der Investitionsstandort Deutschland weiter gestärkt werden, wofür sich z.B. der Abbau von investitionsheimmender Regulierung oder auf heutige technologische Anforderungen zugeschnittene Bildung und Weiterbildung anbieten.

³ DIHK-Konjunkturumfrage Herbst 2016 vom 20. Oktober 2016.



Jörg Krämer*



Marco Wagner**

Bilanzbereinigung statt Konkursverschleppung

Die Wirtschaft im Euroraum erholt sich nur quälend langsam, und die Unternehmen scheuen Investitionen. Das liegt an den noch immer hohen Schuldenbergen der Unternehmen sowie der privaten und öffentlichen Haushalte. Hinzu kommen faule Kredite in den Bankbilanzen. Erst wenn die Bilanzen konsequent bereinigt werden, wird sich an der Wachstumsmalaise etwas ändern.

Malades Wachstum und Investitionsschwäche, ...

Am 15. September 2008 musste Lehman Brothers Insolvenz beantragen. Plötzlich misstrauten sich nicht nur die Banken untereinander, sondern auch die Unternehmen trauten ihnen nicht mehr. Das war ein globaler Unsicherheitsschock. Auch im Euroraum kam es zur tiefsten Rezession seit Ende des Zweiten Weltkriegs (vgl. Abb. 1). Sie endete im Frühjahr 2009, nachdem die Zentralbanken die Märkte mit Liquidität geflutet hatten. Aber anders als die USA fiel der Euroraum 2011 wegen der Staatsschuldenkrise zurück in die Rezession. Danach erholte sich der Euroraum schwächer, so dass das Bruttoinlandsprodukt des Euroraums erst acht Jahre nach Ausbruch der Finanzkrise wieder das Vorkrisenniveau erreichte. In den USA hatte das nur zweieinhalb Jahre gedauert. Die Schwäche im Euroraum zeigt sich auch bei den Unternehmensinvestitionen. War die Investitionsquote in den Jahren 1995 bis 2007 im Mittel 7%, liegt diese seit 2009 um 1 Prozentpunkt niedriger (vgl. Abb. 2).

* Dr. Jörg Krämer ist Chefvolkswirt der Commerzbank AG, Frankfurt am Main.

** Dr. Marco Wagner ist Senior Economist bei der Commerzbank AG, Frankfurt am Main.

... weil der Euroraum die Bilanzbereinigung verschleppte

Das schwache Abschneiden des Euroraums liegt daran, dass die Unternehmen und privaten Haushalte, die Banken sowie die öffentlichen Haushalte die in den Jahren vor der Krise aufgetürmten Schulden nicht so konsequent abgebaut haben wie in den USA. Sie können nicht frei durchatmen und durchstarten.

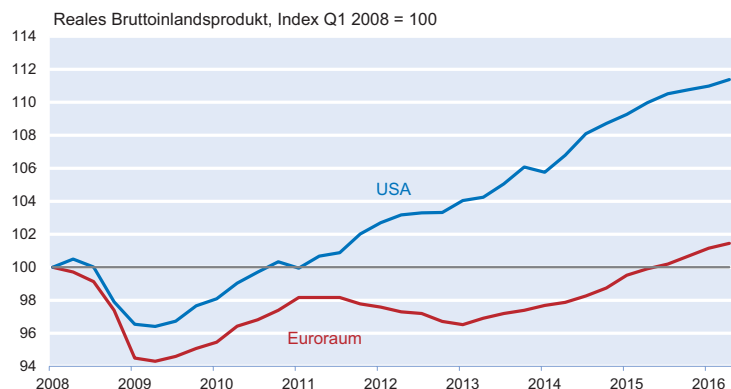
Privatverschuldung anders als in den USA kaum gesunken

Die privaten Haushalte und Unternehmen im Euroraum stehen noch knietief in der Kreide. Wie in den USA hatte der Immobilienboom der 2000er Jahre die Schulden der Privaten im Euroraum (ohne Deutschland) von 120% des Bruttoinlandsprodukts auf annähernd 190% getrieben (vgl. Abb. 3). Doch anders als in den USA, wo die Haushalte und Unternehmen ihre Bilanzen von den übermäßigen Schulden befreit haben, sind die Schulden im Euroraum bisher nicht nennenswert gefallen. Verglichen mit den Aktiva sind die Schulden des Privatsektors nach unseren Berechnungen vor allem in Frankreich und Italien zu hoch.¹ Die in den Jahren vor der Finanzkrise stark gestiegenen Schulden sind nicht mehr durch ausreichend Aktiva gedeckt, nachdem insbesondere die Häuserpreise deutlich gefallen sind.

Häufig verhindert aber die ultralockere Geldpolitik der EZB die Bilanzbereinigung. So hat die Notenbank mit Zinssenkungen und unorthodoxen Maßnahmen die Marktzinsen weit nach unten gedrückt. Damit bleibt trotz der hohen Schulden die Schuldenlast tragbar, und Haushalte und Un-

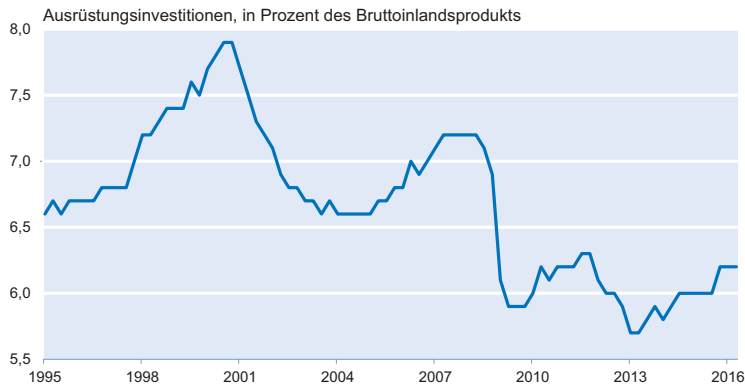
¹ »Euroraum: So funktioniert die Schuldenfalle«, Economic Insight, 22. November 2016.

Abb. 1
Zähe Erholung des Euroraums



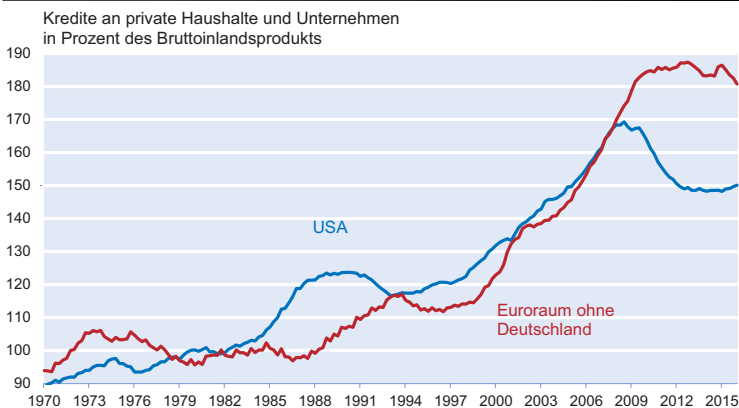
Quelle: Global Insight; Commerzbank Research.

Abb. 2

Unternehmen scheuen Investitionen

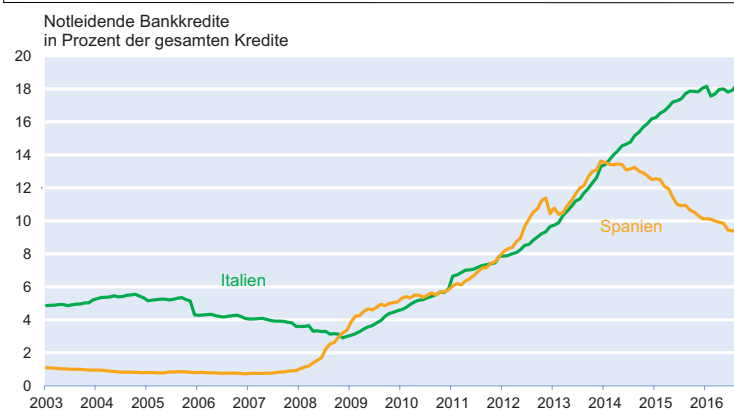
Quelle: Eurostat; Commerzbank Research.

Abb. 3

Private stemmen sich gegen Schuldenkorrektur

Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich; Commerzbank Research.

Abb. 4

Bankbilanzen voll fauler Kredite

Quelle: Banca Italia; Banco de Espana; Commerzbank Research.

ternehmen verspüren kaum Druck zur Bereinigung ihrer Bilanzen.

Bankbilanzen: Aufsichtsbehörden zu geduldig

Nicht nur die Bilanzen der privaten Haushalte und Unternehmen harren auf eine Bereinigung. Auch in den Bankbilanzen lauert in Form fauler Kredite noch viel Unerledigtes. So ist in Italien fast jeder fünfte Kredit ausfallgefährdet, in Spanien beträgt der Anteil 9½% (vgl. Abb. 4).

Faule Kredite in den Bankbilanzen bedeuten, dass die Finanzinstitute unproduktive Unternehmen am Leben erhalten. Außerdem fehlen ihnen die Mittel, Kredite an produktive Unternehmen zu vergeben, die sich wegen eines Mangels an Kredit nicht gut entwickeln können. Im Ergebnis entziehen kranke Unternehmen gesunden Unternehmen Ressourcen. Das schwächt die gesamte Volkswirtschaft auf Jahre.

Dass Banken sich so lange mit faulen Krediten herumschlagen, liegt auch an der sogenannten Regulatory Forbearance. Dieser Fachterminus beschreibt ein Verhalten nationaler Aufsichtsbehörden, Probleme im Finanzsystem zunächst diskret und rücksichtsvoll zu behandeln, um die Wettbewerbsfähigkeit der einheimischen Banken nicht zu gefährden. Die Behörden »dulden« also die Missstände in der Hoffnung, dass sich die Wirtschaft des Landes rasch erholt und sich die Probleme im Bankensektor gewissermaßen von selbst lösen. Dabei übersehen sie allerdings, dass die wirtschaftliche Erholung gerade auch von gesunden Bankbilanzen abhängt.

Erst spät und auf Druck der EU haben die spanischen und italienischen Behörden die Banken dazu verpflichtet, ihre notleidenden Kredite abzubauen. In Spanien sinkt deren Anteil seit 2014. Die 2012 gegründete teilstaatliche Bad Bank hat die faulen Kredite der Banken übernommen, gleichzeitig wurden kleine Sparkassen, die Cajas, restrukturiert und zu größeren Finanzinstituten verschmolzen. Dagegen war in Italien der Abbau der faulen Kredite bislang wenig erfolgreich.

Staatsschulden teils über 100% und steigend

Das Wachstum im Euroraum leidet nicht nur unter den Bilanzproblemen der privaten Haushalte, Unternehmen und Banken. Dämpfend wirkt auch die hohe Staatsverschuldung, weil sie eine neue Staatsschuldenkrise auslösen könnte. Unternehmen und Konsumenten wissen um dieses Risiko und halten sich beim Ausgeben zurück.

Die Staatsschuldenquote – also die Staatsschulden aller Euroländer in Prozent des Bruttoinlandsprodukts – lag zuletzt rund 25 Prozentpunkte höher als vor dem Ausbruch der Finanzkrise. Dabei verdeckt die Betrachtung von Durchschnittswerten aller Euroländer die teilweise deutlich ungünstigere Entwicklung in einzelnen Ländern. So belaufen sich die Schulden einiger Länder auf rund 100% des Bruttoinlandsprodukts und mehr und überschreiten damit erheblich den im Maastricht-Vertrag vereinbarten Grenzwert von 60% des Bruttoinlandsprodukts. Das gilt vor allem für Italien (132%).

Zwar haben erfreulicherweise die Staatsschuldenquoten in Spanien und Portugal im vergangenen Jahr zu sinken begonnen. Alarmierend ist hingegen, dass bei anderen hochverschuldeten Euroländern die Tendenz nach oben weist. So ist die Schuldenquote Frankreichs im letzten Jahr um einen weiteren Prozentpunkt auf gut 96% gestiegen.

Verwunderlich ist dies angesichts der leichteren Finanzierungsbedingungen nicht. Denn die EZB hat mit ihrem OMT-Programm die Rückzahlung der Staatsanleihen praktisch garantiert. Zusätzlich drücken ihre massiven Staatsanleihenkäufe die Renditen. Das macht die Zinslast der Länder erträglicher. So sind beispielsweise in Frankreich und Italien die Zinsausgaben in Relation zum Bruttoinlandsprodukt um 0,6 Prozentpunkte gefallen, obwohl die Staatsschuldenquote zwischen 2007 und 2015 jeweils um mehr als 30 Prozentpunkte gestiegen ist.

Dass die Schuldenquoten in den meisten Ländern der EU bisher nicht gefallen sind, liegt auch an einer de facto fehlenden Fiskalregel. Zwar verpflichtet der Europäische Fiskalpakt, den 2012/13 alle Euroländer und weitere EU-Länder ratifiziert haben, die teilnehmenden Länder unter Androhung finanzieller Sanktionen zur Konsolidierung, wenn deren Schuldenquote 60% des Bruttoinlandsprodukts überschreitet. Aber die EU-Kommission setzt das Regelwerk nicht konsequent durch – zumal die hoch verschuldeten Länder auf Milde drängen.

Lockere Geldpolitik ist kontraproduktiv

Die Lösung liegt auf der Hand: Wenn der Euroraum wirtschaftlich wieder gut dastehen soll, müssen Unternehmen,

private und öffentliche Haushalte sowie die Banken ihre Bilanzen endlich bereinigen. Die Bankenaufsicht sollte mehr Druck machen. Die EZB erzeugt heilsamen Druck dagegen am besten dadurch, dass sie von ihrer lockeren Geldpolitik abrückt. Denn erst bei höheren Zinsen verspüren die Schuldner die Notwendigkeit, ihre Verbindlichkeiten abzubauen. Ein Diamant entsteht eben nur unter hohem Druck.



Thieß Petersen*

Wachstum durch öffentliche Investitionen

Unsicherheit schwächt Wachstum weltweit

Die Weltwirtschaft befindet sich seit einigen Jahren in einem Zustand multipler Krisen. Gründe sind die nachlassende wirtschaftliche Dynamik der Schwellenländer, die vor allem auf den Transformationsprozess der chinesischen Wirtschaft hin zu einem stärker konsum- und dienstleistungsorientierten Wachstumsmodell zurückzuführen ist; der damit verbundene Rückgang der weltweiten Nachfrage nach Rohstoffen, der das Wachstum von rohstoffexportierenden Ländern wie Brasilien und Russland beeinträchtigt; die nach wie vor ungelöste Schuldenkrise der südeuropäischen Staaten; europäische Desintegrationstendenzen wie Brexit und weitere drohende Exit-Bestrebungen; zahlreiche geopolitische Konflikte und eine wachsende Terrorgefahr. Die damit verbundene Unsicherheit hinsichtlich zukünftiger Absatzchancen wirkt sich negativ auf die Investitionsbereitschaft privater Unternehmen aus. Kurzfristig schwächen nachlassende Investitionen das Wirtschaftswachstum nachfrageseitig. Mittelfristig lässt das Wachstum wegen der fehlenden Ausweitung der Produktionskapazitäten auch angebotsseitig nach.

Ein weiteres Unsicherheitsselement ergibt sich aus der seit Jahren anhaltenden expansiven Geldpolitik, die die weltweite Liquidität stark erhöht hat. In den Industriestaaten bleiben die Inflationsraten dennoch niedrig, weil die liquiden Mittel vor allem in die Vermögensmärkte fließen und dort Preisanstiege bewirken. Damit steigt die Gefahr eines Platzens von Spekulationsblasen. Gleichzeitig führen die niedrigen Zinsen zu einem weiteren Anstieg der Verschuldung von Staaten, Unternehmen und privaten Haushalten. Nach Berechnungen des Internationalen Währungsfonds erreichten die Schulden des »nonfinancial sectors« 2015 weltweit ein Ausmaß von 152 Billionen US-Dollar und damit eine Höhe von 225% des globalen Bruttoinlandsprodukts (vgl.

IWF 2016, S. 1). Parallel zu den Blasen an den Vermögensmärkten bauen sich somit Kreditblasen auf. Sollte eine Spekulationsblase platzen, würde dies gleichzeitig zu einem Platzen der Kreditblase führen. Auch die Angst vor dieser möglichen Entwicklung dämpft die Investitionen und mit ihnen das Wachstum.

Einkommensungleichheit dämpft Wachstum zusätzlich

Neben den außenwirtschaftlichen Unsicherheiten gibt es speziell mit Blick auf Deutschland eine binnenwirtschaftliche Wachstumsschwäche, die vor allem aus der steigenden Einkommensungleichheit resultiert (vgl. zu den nachfolgenden Ausführungen Petersen 2016). Diese Entwicklung hat zur Folge, dass immer größere Anteile des gesamtgesellschaftlichen Einkommens an einkommensreiche Haushalte fließen, die sich in der Regel durch eine überdurchschnittlich hohe Sparquote auszeichnen. Der daraus resultierende Kaufkraftentzug ist für sich genommen noch keine Wachstumsbremse, weil die fehlende Konsumgüternachfrage durch entsprechend hohe Investitionen ausgeglichen werden kann. In entwickelten Volkswirtschaften wie Deutschland ist der Kapitalbestand jedoch bereits sehr hoch, so dass der Investitionsbedarf tendenziell geringer ist als in wenig entwickelten Ländern. Wenn dann noch die Konsumnachfrage wegen einer hohen Ersparnisbildung nachlässt, gibt es kaum Anreize für weitere Investitionen. Die skizzierte labile Situation der Weltwirtschaft verstärkt diesen investitionsdämpfenden Effekt. Der Konsumnachfrageausfall wird folglich nicht durch Nettoinvestitionen kompensiert.

Dass eine hohe Einkommensungleichheit in einer Reihe von Industrieländern mittlerweile wachstumsschädliche Konsequenzen hat, wurde von verschiedenen Institutionen und Studien gezeigt. Negative Auswirkungen einer zunehmenden Einkommensungleichheit weisen u.a. Studien der OECD (vgl. Cingano 2014), des Internationalen Währungsfonds (vgl. Ostry, Berg und Tsangarides 2014), der Vereinten Nationen (vgl. UN 2013, S. 63–65) sowie Herzer und Vollmer 2012 (S. 489, 501) nach.

Eine nachfrageseitig ausgelöste Wachstumsschwäche lässt sich meiner Ansicht nach auch in Deutschland feststellen. Bereits Mitte der 1980er Jahre war die Summe aus gesamtwirtschaftlichen Ersparnissen und Abschreibungen größer als die Bruttoinvestitionen. Wiedervereinigungsbedingt nahm der Investitionsbedarf mit dem Beginn der 1990er Jahre zu. Seit 2002 wird der mit der Bildung von Ersparnissen verbundene gesamtwirtschaftliche Nachfrageausfall erneut nicht mehr durch die heimischen Investitionen ausgeglichen. Der wachsende gesamtwirtschaftliche Finanzierungsüberschuss erreichte 2015 mehr als 250 Mrd. Euro (vgl. Statistisches Bundesamt 2016, S. 24): Das heißt, dass die deutsche Volkswirtschaft im Jahr 2015 Güter und Dienst-

* Dr. Thieß Petersen ist Senior Advisor bei der Bertelsmann Stiftung in Gütersloh.

leistungen im Wert von 250 Mrd. Euro herstellte, für die es jedoch keine heimische Nachfrage gab. Noch werden diese überschüssigen Produkte vom Ausland absorbiert. Angesichts der schwächelnden Weltwirtschaft ist es jedoch fraglich, ob Exportüberschüsse langfristig die Lösung für die heimische Nachfrangelücke sind.

Grenzen der traditionellen Geld- und Fiskalpolitik

Bei einer wirtschaftlichen Wachstumsschwäche kann der Staat kurzfristig mit einer expansiven Fiskalpolitik und mit einer expansiven Geldpolitik entgegenwirken. Hauptinstrumente der expansiven Fiskalpolitik sind eine kreditfinanzierte Erhöhung der staatlichen Ausgaben für Güter und Dienstleistungen oder eine Senkung der Steuern und Abgaben. Für eine expansive Fiskalpolitik gibt es allerdings meiner Ansicht nach wegen des erreichten staatlichen Schuldenstands in Deutschland in Kombination mit der Schuldenbremse und der zukünftigen demographischen Entwicklung keine großen Spielräume. Eine höhere staatliche Güternachfrage halte ich zwar für ein wichtiges Instrument zur Stärkung des Wachstums, diese Ausgaben sollten jedoch steuerfinanziert werden.

Das traditionelle Instrument einer expansiven Geldpolitik besteht aus einer Erhöhung der Geldmenge, um durch billigere Kredite die Investitionstätigkeiten der Unternehmen und den kreditfinanzierten Konsum anzukurbeln. Die meisten Zentralbanken haben daher unmittelbar nach dem Ausbruch der Lehman-Pleite ihre Leitzinsen massiv gesenkt und damit die wirtschaftliche Entwicklung stabilisiert. Allerdings verliert dieses Vorgehen zunehmend an Wirksamkeit. Für Deutschland rechne ich zukünftig weder mit einer signifikanten Steigerung der kreditfinanzierten Konsumausgaben noch mit einem Anspringen der privaten Investitionen: Einkommens- und vermögensreiche Verbraucher verfügen bereits über ein hohes Einkommen. Sie sparen Teile ihres verfügbaren Einkommens und benötigen keine Kredite zur Finanzierung ihres Konsums. Einkommens- und vermögensarme Haushalte haben zwar noch Konsumwünsche, sie erhalten jedoch häufig keine Kredite, weil ihnen die dafür notwendigen Sicherheiten fehlen. Folglich ist auch bei diesen Personen mit keiner nennenswerten kreditfinanzierten Steigerung der Konsumnachfrage zu rechnen. Angesichts der fehlenden Zuwächse bei der Konsumnachfrage gibt es für die Unternehmen kaum Anreize, ihre Produktionskapazitäten auszuweiten. Zudem haben die Zinsen bereits seit Jahren ein extrem niedriges Niveau, so dass viele lohnende Investitionen bereits durchgeführt sein dürften. Schließlich ist es auch fraglich, ob eine weitere Verschuldung heimischer Wirtschaftssubjekte angesichts des erreichten Schuldenstands überhaupt noch tragbar ist. Ende 2015 erreichten die Verbindlichkeiten der nichtfinanziellen Sektoren (also Staat, private Haushalte und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften) in Deutschland fast 8 830 Mrd. Euro.

Hinzu kommen Verbindlichkeiten der finanziellen Kapitalgesellschaften in Höhe von rund 12 000 Mrd. Euro (vgl. Deutsche Bundesbank 2016, S. 19).

Wirtschaftspolitische Implikationen

Grundsätzlich steht Deutschland meiner Ansicht nach vor der Herausforderung, eine Abkehr von einer gesamtwirtschaftlichen Strategie zu finden, bei der das Wachstum und die Beschäftigung maßgeblich durch dauerhafte Exportüberschüsse stabilisiert werden. Dies setzt voraus, dass es im Rest der Welt genügend Länder gibt, die diese Exportüberschüsse absorbieren. Dies wird jedoch zunehmend fraglich: Vor dem Hintergrund der eingangs skizzierten Unsicherheiten gehe ich davon aus, dass sich die globale Wachstums- und Außenhandelsschwäche auch in den nächsten Jahren fortsetzen wird. Wenn dann noch im Zuge der wirtschaftlichen Entwicklung weitere Länder in eine Situation geraten, in der sie – so wie gegenwärtig Deutschland und Japan – einen gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsüberschuss generieren, wird es noch schwieriger, Abnehmer für Exportüberschüsse zu finden. Dann wird eine Erhöhung der heimischen Nachfrage notwendig.

Eine Stellschraube hierfür sind höhere private Investitionen. Allerdings sind die staatlichen Möglichkeiten hier begrenzt: Wenn Investoren die Renditeerwartungen als zu gering einstufen, kann der Staat in einer Marktwirtschaft keine höheren Investitionen verordnen. Hilfreich könnten Steuerermäßigungen für Investitionen sein. Steuererleichterungen führen jedoch zu sinkenden Staatseinnahmen, die einen Anstieg der Staatsverschuldung bewirken. Angesichts des erreichten gesamtstaatlichen Schuldenstands und der beschlossenen Schuldenbremse würden diese Steuererleichterungen also mittelfristig eine Gegenfinanzierung verlangen.

Zur Steigerung der Investitionen gehören auch die öffentlichen Investitionen, die in den vergangenen Jahren rückläufig waren, was vor allem auf die gesunkenen kommunalen Investitionen zurückzuführen ist (vgl. Lenk et al. 2016, S. 6). Es gibt jedoch eine Reihe von Bereichen, in denen gesellschaftliche Bedarfe bestehen, die wegen einer zu geringen privaten Rendite nicht von privaten Investoren berücksichtigt werden. Hierbei geht es um Investitionsaktivitäten, die den Charakter eines öffentlichen Gutes haben oder die positive externe Effekte aufweisen. In beiden Fällen kommt es bei einer reinen Marktlösung systematisch zu einer Unterversorgung, so dass ein staatliches Eingreifen notwendig wird. Beispiele für Bereiche, in denen es einen gesellschaftlichen Bedarf an staatlichen Investitionen gibt – der Begriff Investitionen wird hier umfassend als jede zukunftsbezogene Ausgabe verstanden und geht somit über das klassische Investitionskonzept hinaus –, sind u.a.: die Verkehrsinfrastruktur, die Netzinfrastruktur in den Bereichen Energie, Wasserversorgung, Abwasserentsorgung und Breitbandausbau, der

Umbau der Energieversorgung hin zu erneuerbaren Energien, der Ausbau des Bildungssektors in allen Bildungsbereichen, die Förderung von Forschungs- und Entwicklungsprojekten in Schlüsseltechnologien, Maßnahmen zum Umgang mit der globalen Erwärmung (z.B. der Küsten- und Hochwasserschutz) sowie eine Intensivierung der Anstrengungen zur Integration von Flüchtlingen in die Gesellschaft. Höhere staatliche Investitionen erhöhen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage und steigern über verbesserte Absatzchancen auch wieder die Investitionsbereitschaft privater Unternehmen. Zur Realisierung der entsprechenden Aktivitäten ist neben der Bereitstellung der finanziellen Mittel auch ein Ausbau der öffentlichen Beschäftigung notwendig.

Eine dritte Stellschraube besteht aus der Reduzierung der Einkommensungleichheit, um damit den skizzierten gesamtwirtschaftlichen Nachfrageausfall zu reduzieren. Eine zentrale Maßnahme dafür ist eine Neujustierung der Angebotspolitik der vergangenen 30 Jahre. Kern dieser Politik ist die Verbesserung der Angebotsbedingungen für Unternehmen durch Kosten- und Steuersenkungen, Flexibilisierungen der Arbeits- und Gütermärkte sowie die Beschränkung staatlicher Aktivitäten auf wenige Kernaufgaben (vgl. Adam 2014, S. 107). Dabei ist eine Einkommensumverteilung zu Gunsten der Einkommen aus Unternehmertätigkeiten eine beabsichtigte Konsequenz, denn eine Verbesserung der Einkommensbedingungen der Unternehmen gilt »als Voraussetzung, das wirtschaftliche Wachstum zu erhöhen und neue Arbeitsplätze zu schaffen« (Adam 2014, S. 107). Wenn jedoch der wachstumsfördernde Effekt dieser Einkommensumverteilung nicht mehr auftritt, gibt es für die daraus resultierenden Einkommensunterschiede auch keine ökonomische Rechtfertigung mehr. Umverteilung muss dabei keinesfalls nur über eine reine Einkommensumverteilung erfolgen. Denkbar ist auch eine modifizierte Angebotspolitik, bei der ein starker und handlungsfähiger Staat die Wachstumskräfte stärkt: durch einen Ausbau der Zugangschancen für Personen mit geringen Einkommen zu Bildung, Gesundheit und weiteren staatlichen Infrastrukturangeboten – also die bereits angesprochenen öffentlichen Investitionen. Dies setzt eine stabile Einnahmenbasis voraus, damit der Ausbau staatlicher Angebote nicht zu einem Anstieg der Staatsverschuldung führt.

Fazit

Zentrales Element für ein höheres Wirtschaftswachstum in Deutschland ist meiner Ansicht nach die Stärkung der Binnennachfrage. Sie lässt sich u.a. durch höhere steuerfinanzierte öffentliche Investitionen erreichen. Neben der Stärkung der heimischen Nachfrage hätte dies auch den Vorteil, dass solche Zukunftsinvestitionen die Voraussetzung für zukünftiges Wachstum in Deutschland verbessern. Zudem trägt die Stärkung der Binnennachfrage zum Abbau der Exportüberschüsse bei. Damit würde Deutschland einen Bei-

trag zur wirtschaftlichen Erholung in den Ländern mit Leistungsbilanzdefiziten leisten und so zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung Europas beitragen, denn ein Teil der höheren Investitionsnachfrage würde durch Importe aus dem Ausland bedient werden. Voraussetzung für alle diese Maßnahmen ist jedoch ein handlungsfähiger Staat mit einer soliden Einnahmenbasis.

Literatur

- Adam, H. (2014), »Die politische Ökonomie wachsender Ungleichverteilung der Einkommen«, *Wirtschaftsdienst* 94, 104–111.
- Cingano, F. (2014), »Trends in Income Inequality and its impact on Economic Growth«, OECD Social, Employment and Migration Working Paper No 163, Paris.
- Deutsche Bundesbank (2016), »Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung für Deutschland – 2010 bis 2015«, *Statistische Sonderveröffentlichung*, 4. Mai 2016, Frankfurt am Main.
- Herzer, D. und S. Vollmer (2012), »Inequality and growth: evidence from panel cointegration«, *The Journal of Economic Inequality* 10, 489–503.
- IWF (2016), *Fiscal Monitor – October 2016*, Washington DC.
- Lenk, T., M. Hesse, M. Kilian, O. Rottmann und T. Starke (2016), *Zukunftswirksame Ausgaben der öffentlichen Hand – Eine infrastrukturbezogene Erweiterung des öffentlichen Investitionsbegriffs*, Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.
- Ostry, J.D., A. Berg und C.G. Tsangarides (2014), »Redistribution, Inequality, and Growth«, IMF Staff Discussion Note 14/02, Washington DC.
- Petersen, T. (2016), »Säkulare Stagnation«, *Das Wirtschaftsstudium* 45, 52–54.
- Statistisches Bundesamt (2016), *Fachserie 18, Reihe 1.5: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen – Inlandsproduktberechnung, lange Reihen ab 1970, Ausgabe 2015*, Wiesbaden.
- UN (2013), *Inequality Matters – Report of the World Social Situation 2013*, New York.



Tom Krebs*



Martin Scheffel**

Lohnende Investitionen

Vor dem Hintergrund des demographischen Wandels ergibt sich die Notwendigkeit, die Zukunftsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft in den Mittelpunkt des wirtschaftspolitischen Handelns zu rücken (vgl. Sachverständigenrat 2015). Staatliche Investitionen sind eine politische Option, Wachstumspotenziale zu stärken und den Wohlstand kommender Generationen zu sichern. In der Vergangenheit hat der Ausbau des öffentlichen Verkehrsnetzes den Grundstein für ein rasantes Wirtschaftswachstum gelegt. Heute sind staatliche Investitionen in die digitale Infrastruktur ein entscheidender Faktor für Wachstum und Beschäftigung. Öffentliche Investitionen in Kitas und Schulen verbessern den Bildungserfolg der Kinder und steigern so die Arbeitsproduktivität zukünftiger Generationen. Der Ausbau von Ganztagschulen erzeugt durch eine Ausweitung der Erwerbstätigkeit von Frauen mit Kindern zusätzliche Wachstumsimpulse. Öffentliche Investitionen in die Hochschulen steigern langfristiges Wachstum, indem sie den Bildungserfolg der Studierenden verbessern und die Qualität der Forschung erhöhen.¹

Diese Überlegungen zeigen, dass öffentliche Bildungs- und Infrastrukturinvestitionen das langfristige Wachstum stärken können.² Eine umfassende Beurteilung staatlicher Investitionsprogramme muss auch die fiskalischen Konsequenzen mitberücksichtigen. Nur wenn ein staatliches Investitionsprogramm Wachstum fördert und fiskalisch nachhaltig ist, wird es den Wohlstand kommender Generationen steigern.

* Prof. Tom Krebs, Ph.D., ist Inhaber des Lehrstuhls für Volkswirtschaftslehre, Makroökonomik, an der Universität Mannheim.

** Prof. Dr. Martin Scheffel lehrt am Center for Macroeconomic Research der Universität zu Köln.

¹ Anfallende Kosten für den Ausbau von Kitas, Schulen und Hochschulen sind überwiegend Personalkosten und werden daher in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen nicht als Investitionen gebucht. Aus ökonomischer Sicht handelt es sich aber um Investitionen (=soziale Investitionen), denn die Ausgaben erhöhen das Humankapital der kommenden Generationen und stärken so das Produktionspotenzial der deutschen Wirtschaft.

² Aus theoretischer Sicht steigern schuldenfinanzierte öffentliche Investitionen das langfristige Wachstum, wenn die durch Produktionsgewinne verursachten positiven gesamtwirtschaftlichen Effekte größer sind als die durch Zinssteigerungen verursachten Verdrängungseffekte.

Fiskalische Nachhaltigkeit und die damit verbundene Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen erfordern, dass die fiskalischen Kosten der öffentlichen Investitionen durch Neuverschuldung kleiner sind als die fiskalischen Gewinne durch Mehreinnahmen aus Steuern und Sozialabgaben sowie gesunkenen Ausgaben für Transferleistungen. In diesem Fall reduzieren auch schuldenfinanzierte öffentliche Investitionsprogramme die langfristige Schuldenquote des Staates und verbessern so die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen.

Drei Investitionsprogramme

Die gegenwärtige Niedrigzinsphase bedeutet für die öffentliche Hand, dass die fiskalischen Kosten zusätzlicher staatlicher Investitionen auf einem historisch niedrigen Niveau liegen. Die günstigen Finanzierungsbedingungen in Verbindung mit dem Investitionsrückstand im Bildungs- und Infrastrukturbereich lassen vermuten,³ dass in dem aktuellen wirtschaftlichen Umfeld ein staatliches Investitionsprogramm einen Beitrag zur langfristigen Sicherung des Wohlstands in Deutschland leisten kann. In einer vom BMWi in Auftrag gegebenen Studie untersuchen wir mittels Simulationsanalyse eines mikroökonomisch fundierten makroökonomischen Modells der deutschen Volkswirtschaft, ob diese Vermutung für zielgerichtete öffentliche Investitionsprogramme zutrifft (vgl. Krebs und Scheffel 2016).⁴ Es werden die Auswirkungen der folgenden drei schuldenfinanzierten Investitionsprogramme auf die gesamtwirtschaftliche Produktion, die Beschäftigung, die öffentlichen Finanzen und die Verteilung untersucht:

1. Öffentliche Investitionen in Verkehrsinfrastruktur oder digitale Infrastruktur,
2. Öffentliche Investitionen in Ganztagschulen und Ganztagsbetreuung in Kitas,
3. Öffentliche Investitionen in Hochschulen.

Um einen Vergleich der verschiedenen Investitionsprogramme zu ermöglichen, werden die zusätzlichen Staatsausgaben für jede der drei Maßnahmen gleich gesetzt. Dabei werden öffentliche Investitionsprogramme betrachtet, die in den ersten fünf Jahren zusätzliche Staatsausgaben von 10 Mrd. Euro p.a. (rund 0,33% des BIP) und in den darauffolgenden Jahren zusätzliche Kosten von 6 Mrd. Euro p.a. erzeugen (rund 0,2% des BIP).

Gesamtwirtschaftliche und Fiskalische Effekte

Die wesentlichen Ergebnisse der Simulationsanalyse sind in Tabelle 1 dargestellt, die eine Übersicht über die Auswirkungen

³ Der Investitionsrückstand im Infrastrukturbereich wird in Expertenkommission (2015) diskutiert und der Nachholbedarf im Schulbereich ist in Brand und Steinbrecher (2016) dokumentiert.

⁴ Die Ergebnisse der Studie werden auch in BMWi (2016) diskutiert.

Tab. 1
Langfristige Effekte (nach 20 Jahren)

	Öffentliche Investitionen in ...		
	... Infrastruktur	... Kitas und Schulen	... Hochschulen
Produktion (Wohlstand) Reales Bruttoinlandsprodukt (Veränderung in %)	1,04	1,10	0,99
Arbeitsmarkt (Beschäftigung und Verteilung)			
Beschäftigung (Veränderung in vollzeitäquivalenten Stellen)	+ 48 783	+ 522 075	+ 43 212
davon			
Vollzeitbeschäftigung	+ 52 994	+ 741 023	+ 51 590
Atypische Beschäftigung ^{a)}	- 4 211	- 218 948	- 8 378
Arbeitslosigkeit (Veränderung in Personen)	- 32 296	- 222 940	- 21 935
davon			
Langzeitarbeitslosigkeit	- 19 078	- 153 485	- 12 187
Fiskalische Effekte (Generationengerechtigkeit)			
Fiskalische Amortisationszeit (in Jahren)	20	11	18
Fiskalische Rendite (in %)	7,0	14,3	8,7

^{a)} Geringfügige Beschäftigung und Teilzeitbeschäftigung.

Quelle: Krebs und Scheffel (2016).

gen der verschiedenen Investitionsprogramme auf das Bruttoinlandsprodukt, die Beschäftigung und die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen gibt. Dabei werden die Auswirkungen einer Maßnahme auf die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen durch die fiskalische Amortisationszeit gemessen.⁵ Die fiskalische Amortisationszeit definiert den Zeitpunkt, an dem die staatlichen Schulden ihr ursprüngliches Niveau wieder erreicht haben. Ein öffentliches Investitionspaket mit geringer fiskalischer Amortisationszeit verbessert die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen und reduziert die staatliche Schuldenquote für kommende Generationen. Zudem wird die fiskalische Rendite als zusätzlicher Indikator der fiskalischen Effizienz einer Maßnahme angegeben.

Die in Tabelle 1 dargestellten gesamtwirtschaftlichen und fiskalischen Effekte der verschiedenen Maßnahmen können wie folgt zusammengefasst werden:⁶

- Die untersuchten Investitionsprogramme führen zu einer erheblichen Steigerung der gesamtwirtschaftlichen Produktion – es sind volkswirtschaftlich sinnvolle Investitionen in die Zukunft der deutschen Gesellschaft.

- Die untersuchten Investitionsprogramme haben eine geringe fiskalische Amortisationszeit und reduzieren somit die staatliche Schuldenquote für kommende Generationen – es sind fiskalisch nachhaltige Investitionen in die Zukunft der deutschen Gesellschaft. Von den untersuchten Maßnahmen erzielen Investitionen in Kitas und Schulen die höchste fiskalische Effizienz.
- Die untersuchten Investitionsprogramme steigern die Beschäftigung. Staatliche Investitionen in Kitas und Schulen erzeugen einen starken Beschäftigungszuwachs, wohingegen die Beschäftigungseffekte der Investitionen in Infrastruktur oder Hochschulen eher moderat ausfallen.

Die hohe fiskalische Effizienz der öffentlichen Investitionen in Ganztagschulen und Ganztagskitas ist Folge der starken Beschäftigungsgewinne, die zu erheblichen Mehreinnahmen der öffentlichen Hand und zu signifikanten Einsparungen im Bereich der staatlichen Transferzahlungen führen. Haupt-sächliche Ursache für die Beschäftigungsgewinne in den ersten Jahren ist die verbesserte Kinderbetreuung und die damit verbundene Ausweitung der Erwerbstätigkeit der Frauen mit Kindern. Diese Beschäftigungsgewinne zeigen sich insbesondere in einem Rückgang der Langzeitarbeitslosigkeit bei Alleinerziehenden sowie einer Expansion der Vollzeitbeschäftigung relativ zur geringfügigen Beschäftigung für alle Frauen mit Kindern. Langfristig verringert der Bildungserfolg der betroffenen Schulkinder die Zahl der Erwerbspersonen ohne Schulabschluss oder Berufsausbildung, so dass weitere Beschäftigungszuwächse und Rückgänge der Langzeitarbeitslosigkeit zu verzeichnen sind.

Verteilungseffekte

Die Verteilung des Wohlstands innerhalb der Bevölkerung ist von zentraler Bedeutung und bestimmt die soziale Ak-

⁵ Die Berechnungen der fiskalischen Amortisationszeiten der verschiedenen Investitionsprogramme beruhen auf der Annahme, dass der Realzins für Neuverschuldung der öffentlichen Hand 1% beträgt. Entsprechend werden die mit den Investitionsprogrammen verbundenen Einnahmen und Ausgaben des Staates mit einem Realzins von 1% diskontiert. Angesichts der historisch niedrigen Zinsen für Neuverschuldung des Bundes ist dies eine vorsichtige Annahme.

⁶ Zusätzlich zu den in der Tabelle dargestellten Effekten führen die staatlichen Investitionsprogramme zu einer Stärkung der privaten Investitionen und einer Steigerung der Arbeitsproduktivität. Öffentliche Investitionen in Infrastruktur und Hochschulen erzeugen BIP-Zuwächse im Wesentlichen durch einen Anstieg der Unternehmensproduktivität und des privaten Kapitalstocks. Öffentliche Investitionen in Kitas und Schulen erhöhen das BIP aufgrund eines Anstiegs des privaten Kapitalstocks und der Beschäftigung sowie einer Verbesserung der Qualifikation der Erwerbstätigen (Zuwachs an Fachkräften). Vgl. Krebs und Scheffel (2016) für eine ausführliche Analyse.

zeptanz wirtschaftspolitischer Entscheidungen. In Deutschland manifestiert sich Ungleichheit unter anderem in einer relativ hohen Langzeitarbeitslosigkeit und einer großen Anzahl an atypischen Beschäftigungsverhältnissen. Entsprechend werden in Tabelle 1 die Verteilungseffekte der einzelnen Investitionsprogramme durch ihre Auswirkungen auf die Langzeitarbeitslosigkeit und den Anteil der atypischen Beschäftigung an der Gesamtbeschäftigung dargestellt. Die Ergebnisse der Analyse hinsichtlich der Auswirkung öffentlicher Investitionsprogramme auf die Verteilung können wie folgt zusammengefasst werden:

- Staatliche Investitionen in Kitas und Schulen führen zu einem erheblichen Rückgang der Langzeitarbeitslosigkeit und des Anteils der atypischen Beschäftigung an der Gesamtbeschäftigung.⁷ In diesem Sinne verbessert diese Maßnahme die Verteilungsgerechtigkeit.
- Staatliche Investitionen in Infrastruktur oder Hochschulen erzielen keine spürbaren Verteilungseffekte.

Unsicherheit der Analyse

Ergebnisse einer wissenschaftlichen Analyse sind allgemein mit Unsicherheit behaftet. Die vorliegende Untersuchung begegnet dieser Problematik, indem sie eine vorsichtige Abschätzung der positiven gesamtwirtschaftlichen Effekte von öffentlichen Investitionen als Basisszenario präsentiert. Das heißt, dass die in Tabelle 1 dargestellten Ergebnisse auf Renditeannahmen für einzelne Investitionsprojekte beruhen, die am unteren Ende des Spektrums der von der empirischen Literatur geschätzten Werte liegen. Zudem vernachlässigt die Studie kurzfristige Keynesianischen Nachfrageeffekte und die damit verbundenen konjunkturellen Impulse öffentlicher Investitionen.

Fazit

Die makroökonomische Analyse öffentlicher Investitionsprogramme in Deutschland ergibt zwei zentrale Ergebnisse. Erstens liefert jedes der untersuchten Investitionsprogramme einen wichtigen Beitrag zur Sicherung des Wohlstands kommender Generationen, wobei Investitionen in Kitas und Schulen die größte fiskalische Effizienz aufweisen. Zweitens führen Investitionen in Kitas und Schulen zu einer erheblichen Verbesserung der Verteilungsgerechtigkeit. Investitionen in Infrastruktur und Hochschulen erzielen hingegen keine spürbaren verteilungspolitischen Effekte. Diese Ergebnisse sprechen für eine Politik in Deutschland, die vorhan-

dene fiskalische Spielräume zur Stärkung der öffentlichen Investitionen nutzt.

Literatur

BMWi (2016), »Schlaglichter der Wirtschaftspolitik«, *Monatsbericht* 10, Berlin.

Brand, S. und J. Steinbrecher (2016), *Kommunaler Investitionsrückstand bei Schulgebäuden erschwert Bildungserfolge*, KfW Research, Kommunaler Investitionsrückstand September, Frankfurt am Main.

Expertenkommission (2015), *Stärkung von Investitionen in Deutschland*, Bericht im Auftrag des BMWi (»Fratzscher-Kommission«), Berlin.

Krebs, T. und M. Scheffel (2016), *Quantifizierung der gesamtwirtschaftlichen und fiskalischen Effekte ausgewählter Infrastruktur- und Bildungsinvestitionen in Deutschland*, Studie im Auftrag des BMWi, Berlin.

Sachverständigenrat (2015), *Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt*, Jahrgutachten 2015, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.

⁷ Die untersuchten Investitionsprogramme haben nur unwesentliche Nettoeffekte auf die Teilzeitbeschäftigung. Der durch die Investitionen in Kitas und Schulen verursachte Rückgang des Anteils der atypischen Beschäftigung ist vollständig auf eine Reduktion der geringfügigen Beschäftigung bei gleichzeitiger Ausweitung der Vollzeitbeschäftigung zurückzuführen (vgl. Krebs und Scheffel 2016).



Thomas Mayer*

Strukturbereinigung statt Nachfragestabilisierung

Nach Berechnungen des Internationalen Währungsfonds ist die Investitionsquote in den entwickelten Ländern seit den frühen 1980er Jahren auf dem Rückzug. Wie Abbildung 1 zeigt, fiel die Quote in jeder Rezession und erreichte in dem sich anschließenden Aufschwung nicht mehr oder nur noch knapp den Höhepunkt im vorherigen Konjunkturzyklus. Nach den Rezessionen von 1990–1991 und 2008–2009 pendelte sich die Investitionsquote auf deutlich geringerem Niveau ein. Nach der Rezession von 2001–2003 stieg die Quote zwar wieder, erreichte aber nur noch knapp ihren Hochpunkt im vorigen Aufschwung. Entsprechend nahm auch das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts im Verlauf des betrachteten Zeitraums ab (vgl. Abb. 2). Nach jeder Rezession stieg das Wachstum im sich daran anschließenden Aufschwung auf einen niedrigeren Höhepunkt als vorher, bevor die nächste Rezession einsetzte.

Von der »Großen Moderation« zur »säkularen Stagnation«

In den Aufschwüngen der 1990er und frühen 2000er Jahren fand die tendenzielle Abschwächung der Investitionsquote und des Wirtschaftswachstums deutlich weniger Beachtung als heute. Beiden Aufschwüngen ging eine relativ flache Rezession voran, so dass die jeweils schwächere Erholung im Vergleich zum vorherigen Aufschwung als natürlich angesehen wurde: Was weniger tief fällt, braucht danach auch nicht wieder so stark zu steigen. So erschien es nur folgerichtig, den Aufschwung in den frühen 2000er Jahren als Teil einer »Großen Moderation« zu betrachten, in der Konjunkturzyk-

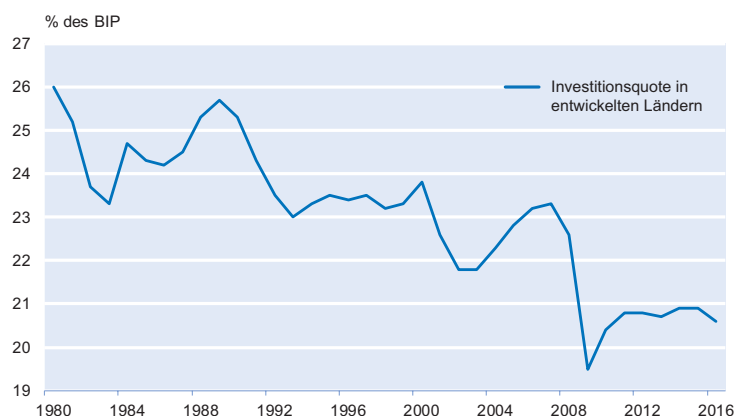
len nur noch flach verliefen. Gründe dafür wurden in der Moderation des Lagerzyklus dank moderner Logistik oder (weitaus häufiger) in der Fähigkeit der Geldpolitik zur Glättung der Konjunktur gesucht.

Der Glaube an das Ende des Konjunkturzyklus und das Zeitalter der Großen Moderation fand in der Rezession von 2008–2009 ein jähes Ende. Auf globaler Ebene und in den entwickelten Ländern brach die Wirtschaft in einem Umfang ein, wie er seit der Weltwirtschaftskrise in den 1930er Jahren nicht mehr gesehen worden war. Damit nicht genug, auch die Erholung verlief schwach und enttäuschend (wie in Abb. 1 und Abb. 2 deutlich zu sehen ist). Man sprach von einer »neuen Normalität«, die mit der früheren »Normalität« der Großen Moderation nichts mehr gemein hatte. Schließlich definierte man die »neue Normalität« genauer und holte den Begriff der »säkularen Stagnation« aus der Versenkung.

»Säkulare Stagnation« war und ist eine Fehldiagnose

Der amerikanische Ökonom Alvin Hansen hatte diesen Begriff in den 1930er Jahren geprägt, als die Erholung von der Großen Depression ähnlich enttäuschend verlief wie die gegenwärtige nach der »Großen Rezession« von 2008–2009. Hansen meinte, dass die US-Wirtschaft nie wieder so dynamisch wie in den 1920er Jahren wachsen würde, da sich sowohl technischer Fortschritt als auch Bevölkerungswachstum verlangsamt habe. Zur Überwindung der Wachstumsschwäche schlug er kontinuierliches »Deficit Spending« des Staates auf hohem Niveau vor. Im Jahr 2012 trat der bekannte US-Ökonom und frühere US-Finanzminister Larry Summers in Hansens Fußstapfen und diagnostizierte eine säkulare Stagnation in unserer Zeit. Wie Hansen berief sich auch Summers auf eine angeblich schwindende technische Innovationskraft der Wirtschaft und die Alterung der

Abb. 1
Investitionsquote in entwickelten Ländern

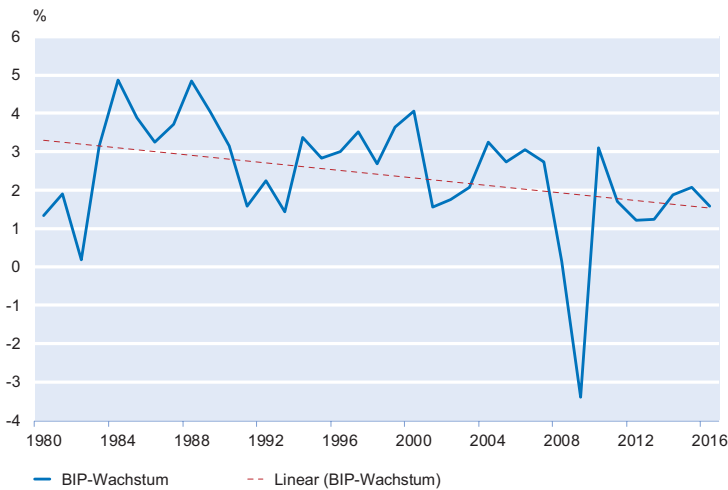


Quelle: IWF, World Economic Outlook Database.

* Prof. Dr. Thomas Mayer ist Gründungsdirektor des Flossbach von Storch Research Institute, Köln, und Honorarprofessor an der Universität Witten/Herdecke.

Abb. 2

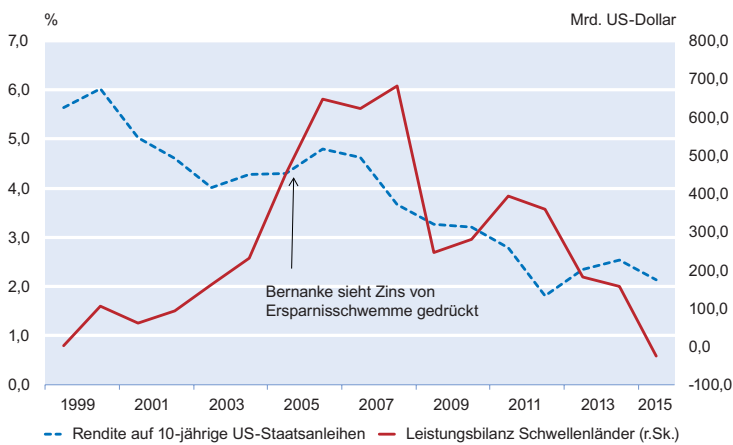
BIP-Wachstum in den entwickelten Ländern



Quelle: IWF, World Economic Outlook Database.

Abb. 3

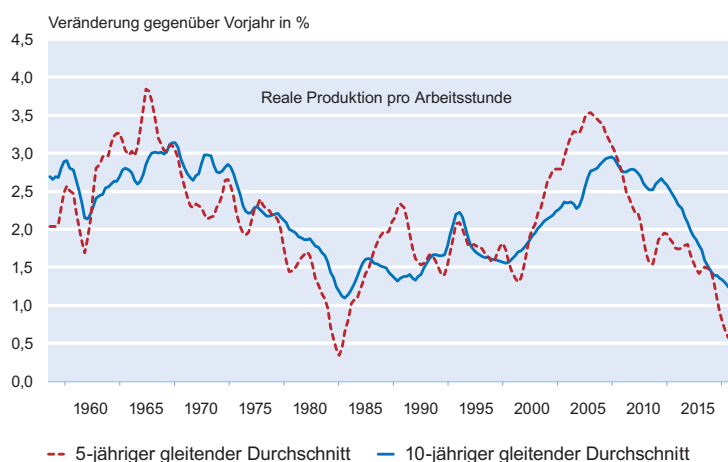
US-Zins und Leistungsbilanz der Schwellenländer



Quelle: IWF, World Economic Outlook Database.

Abb. 4

Arbeitsproduktivität in den USA



Quelle: US BLS; Haver Analytics.

Bevölkerung. Darüber hinaus berief er sich auf eine globale Ersparnisschwemme, die schon Ben Bernanke, der frühere Chef der Federal Reserve, im Jahr 2005 als Grund für die niedrigen Zinsen in den USA angeführt hatte.

Hansens im Jahr 1939 aufgestellte These wurde durch das hohe Wirtschaftswachstum in der Nachkriegszeit eindrucksvoll widerlegt. Eine entsprechende Widerlegung steht in unserer Zeit noch aus. Allerdings mehren sich Unstimmigkeiten, die gegen die Gültigkeit der These auch in unserer Zeit sprechen. Ben Bernanke verwies 2005 auf hohe Leistungsbilanzüberschüsse der Schwellenländer und behauptete, der sich darin widerspiegelnde Sparüberschuss würde auf die US-Zinsen drücken. In den darauffolgenden Jahren bildete sich der Leistungsbilanzüberschuss dieser Ländergruppe jedoch zurück, ohne dass die Zinsen stiegen. Im Gegenteil, die Zinsen fielen weiter (vgl. Abb. 3).

Auch für die Behauptung, die Innovationskraft der Wirtschaft sei erlahmt, so dass nun die Produktivität anhaltend stagniere, gibt es keine überzeugenden Belege. Tatsächlich weist der Rückgang des Produktivitätswachstums in den USA während der letzten Jahre Ähnlichkeiten mit der Entwicklung in den 1970er und 1980er Jahren auf (vgl. Abb. 4). Im ersten Halbjahr dieses Jahres lag sowohl der zehnjährige als auch fünfjährige gleitende Durchschnitt des jährlichen Wachstums der Produktion pro Arbeitsstunde auf dem Niveau von 1982. Damals begann der Rückgang des Produktivitätswachstums mit der Inflationierung und der Explosion der Ölpreise in den frühen 1970er Jahren. In der jüngeren Vergangenheit begann der Rückgang während des Aufblaus der Immobilien- und Kreditblase Mitte der 2000er Jahre.

Insgesamt spricht gegen die These von der säkularen Stagnation, dass der Rückgang der Investitionsquote und des Wirtschaftswachstum seit den frühen 1980er Jahren nicht kontinuierlich, sondern in Schüben kam, die von den in dieser Zeit aufgetretenen Rezessionen ausgelöst wurden. Dies ist inkonsistent mit einer Theorie, die den Rückgang mit vom Zyklus unabhängigen Faktoren wie demographischem Wandel und schwindender Innovationskraft erklärt.

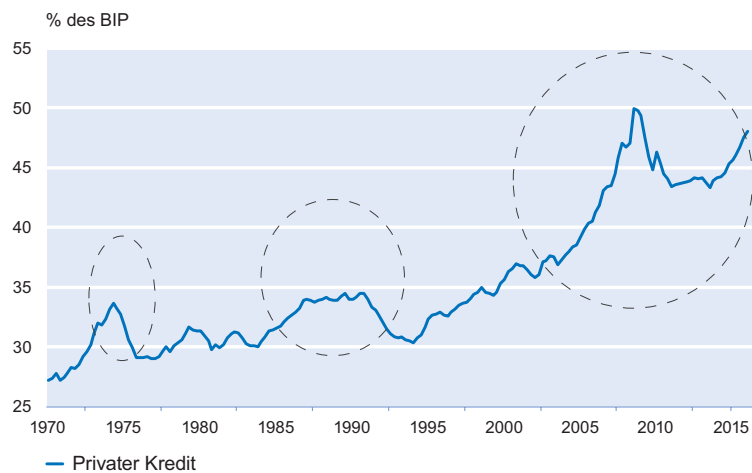
Der Zyklus in der österreichischen Konjunkturtheorie

Als Alternative zur Theorie der säkularen Stagnation für die Erklärung der gegenwärtigen Wachstums- und Investitionsschwäche bietet sich daher die österreichische Konjunkturtheorie nach Wicksell, von Mises und von Hayek an. Dort wird der Aufschwung als Folge der Zinspolitik der Zentralbank erklärt, die zu übermäßiger Kreditexpansion führt. Es kommt zu Überinvestitionen und Fehlallokation von Kapital. Steigt schließlich der Zins, weil das Kapital knapp wird, platzt die Kreditblase und der Abschwung setzt ein. Die Korrektur von Überinvestition und Fehlallokation von Kapital wird verhindert, wenn nun die Geldpolitik stabilisierend eingreift. Die unterlassene Bereinigung ineffizienter Strukturen führt zu Investitions- und Wachstumsschwäche sowie niedriger Inflation. Nach dieser Theorie ist die verschleppte Bereinigung der im Aufschwung des Kreditzyklus erzeugten strukturellen Verwerfungen und nicht die »säkulare Stagnation« die Ursache für die gegenwärtige Investitions- und Wachstumsschwäche.¹

Die in den Abbildungen 1 und 2 illustrierte, sich schubartig mit jeder Rezession entwickelnde Wachstums- und Investitionsschwäche seit den 1980er Jahren kann mit der österreichischen Konjunkturtheorie stimmig erklärt werden. Abbildung 5 zeigt die private Kreditvergabe in Prozent des Bruttoinlandsprodukts in den USA. Die Doppelrezession von 1981–1982 wurde von einem vergleichsweise bescheidenen Kreditaufschwung ab Mitte der 1970er Jahre eingeleitet. Dementsprechend brauchte es sehr hohe Zinsen (effektive Fed Funds Rate von bis zu 20%), um den Kreditaufschwung zu beenden und durch die Rezession die Inflation zu besiegen. Dies änderte sich in den Folgejahren mit der zunehmend pro-aktiven Politik der Federal Reserve zur Stabilisierung der Konjunktur. In der zweiten Hälfte der 1980er Jahre war der Kreditaufschwung stärker, und die Fed griff im Abschwung des Kreditzyklus Anfang der 1990er Jahre beherzt ein, um die Wirtschaft zu stabilisieren.

Die US-Zentralbank bekämpfte die durch das Platzen der Technologieblase am Aktienmarkt ausgelöste Rezession zu Anfang der 2000er Jahre so erfolgreich, dass es kaum zu einem Abschwung im Kreditzyklus kam. Im Gegenteil, vor dem Hintergrund der expansiven Politik der Fed baute sich im Verlauf der 2000er Jahre die bisher wohl größte Kreditblase aller Zeiten auf. Und wieder bekämpfte die Fed die Rezession im Abschwung des Kreditzyklus aggressiv

Abb. 5
US-Bankkredite an den privaten Sektor



Quelle: Haver Analytics.

und legte den Grundstein für einen neuen Kreditaufschwung, bevor die Fehlallokation von Ressourcen während des vorangegangenen Aufschwungs hätte beseitigt werden können. Nach der österreichischen Konjunkturtheorie sollte jede Phase der verschleppten Bereinigung zu einem Verfall des BIP-Wachstums und der Investitionstätigkeit geführt haben. Genau dies zeigen die Abbildungen 1 und 2.

Strukturbereinigung statt Nachfragestabilisierung

Aus der hier vorgestellten Analyse folgt, dass eine auf die Stärkung der Nachfrage abgestellte Therapie der Investitions- und Wachstumsschwäche, wie sie die Vertreter der These der säkularen Stagnation fordern, kontraproduktiv wäre. Die notwendige Strukturbereinigung würde nur weiter verschleppt, die Probleme dadurch größer und die nächste Wirtschaftskrise tiefer. Notwendig wäre es daher, die Strukturbereinigung zuzulassen. Die Aufgabe der Politik wäre es dabei, Insolvenzverfahren effizient zu gestalten und solche Verfahren einzuführen, wo es sie bisher noch nicht gibt (z.B. Staatsinsolvenzen im Euroraum). Darüber hinaus sollte sie die gesellschaftliche Akzeptanz von Insolvenzen erhöhen, indem sie die sozialen Folgen lindert. Die hier skizzierte Politik wäre eine Rückkehr zum Konzept der Sozialen Marktwirtschaft, wie es Ludwig Erhard verstand. Für Erhard bestand die soziale Komponente in der Marktwirtschaft nicht in der Umverteilung von Eigentum und Vermögen, sondern in der Unterstützung von Personen, die unverschuldet in eine wirtschaftliche Notlage geraten sind.

Da Prävention in jedem Fall das kostengünstigste Mittel im Umgang mit Wirtschafts- und Finanzkrisen ist, sollte die Politik das in ihrer Macht stehende tun, den Kreditzyklus zu

¹ Vgl. dazu auch A. Hoffmann und G. Schnabl, »Adverse Effects of Ultra-Loose Monetary Policies on Investment, Growth and Income Distribution«, CESifo Working Paper No. 5754, February 2016.

verstetigen. Der erste Schritt dahin wäre die Aufgabe des »Inflation Targeting« und die Rückkehr zu einer konjunkturneutralen Geldpolitik. Ob dies im bestehenden Kreditgeldsystem möglich ist oder wir dazu eine Geldreform brauchen, ist eine wichtige Frage, die ich allerdings im Rahmen dieses Aufsatzes nicht behandeln kann.



Steffen Elstner*



Christoph M. Schmidt**

Wachstum und Investitionen: Diagnosequalität und wirtschafts- politischer Handlungsbedarf¹

Schlüsselfaktor Diagnosequalität

Deutschland befindet sich zum Ausklang des Jahres 2016 inmitten eines anhaltenden konjunkturellen Aufschwungs. Doch diese günstige Entwicklung gibt nur unzureichend Auskunft über die langfristigen Wachstumsperspektiven der deutschen Volkswirtschaft. Es ist vielmehr zu erwarten, dass diese im historischen Vergleich gering bleiben werden, wenn – was sich aktuell nicht abzeichnet – nicht erhebliche neue Wachstumspotenziale erschlossen werden. Die mit diesen Aussichten verbundenen geringen Renditeerwartungen der Unternehmer führen offenbar dazu, dass sie nur verhalten in die Erweiterung und Modernisierung ihrer Produktionskapazitäten investieren. Diese Zurückhaltung trägt aber ihrerseits ebenfalls dazu bei, dass das Produktionspotenzial künftig nur mit moderatem Tempo wachsen dürfte.

Die Bestimmungsgründe für dieses verhaltene Wachstumspotenzial sind demnach vielfältig. Insbesondere sind die Unternehmensinvestitionen sowohl selbst ein Treiber der volkswirtschaftlichen Wachstumsleistung und ihrer Perspektiven als auch eine Ergebnisgröße, die vorhandene bescheidene Wachstumsperspektiven reflektiert. Die Wirtschaftspolitik ist daher auf ökonomisch fundierte Hinweise angewiesen, welche Weichen sie stellen könnte, um auf dieses komplexe Geflecht von unternehmerischen Einzelentscheidungen so einzuwirken, dass sich die langfristigen Wachstumsaussichten verbessern. Eine sorgfältige Analyse der Einflussfaktoren der Investitions- und Produktivitätsentwicklung sollte dabei an erster Stelle stehen.

* Dr. Steffen Elstner ist wissenschaftlicher Mitarbeiter beim Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.

** Prof. Dr. Christoph M. Schmidt ist Präsident des RWI – Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung, Essen, Professor an der Ruhr-Universität Bochum und Vorsitzender des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Wiesbaden.

¹ Wir bedanken uns für konstruktive Kommentare bei Sabine Schmax.

Doch leider hat sich der wirtschaftspolitische Diskurs in Deutschland in den vergangenen Jahren durch volkswirtschaftlich inhaltsleere Konzepte wie die »gesamtwirtschaftliche Investitionslücke« in die falsche Richtung leiten lassen.² Auf der gesamtwirtschaftlichen Ebene sind derartige Ansätze eines Benchmarking – die in der Unternehmensberatung durchaus hilfreich sein mögen – fruchtlos: Nur wenn die Volkswirtschaft sinnvoll als ein (zu beratendes) Unternehmen aufzufassen wäre, würde das Ausmaß der Investitionsaktivität eine Stellgröße darstellen, die von der hierarchisch allen anderen Akteuren im Unternehmen übergeordneten »Unternehmensleitung« mit dem Ziel eines besseren Gesamtergebnisses immer wieder neu justiert werden könnte.

Wenn überhaupt, dann könnte dieses Gedankenmodell in einem gesamtwirtschaftlichen Kontext nur sinnvoll für die Analyse von öffentlichen Investitionen eingesetzt werden. Und selbst wenn man bei der gesamtwirtschaftlichen Analyse diesem völlig abwegigen gedanklichen Ansatz folgen wollte, wäre das Benchmarking mit anderen Volkswirtschaften – bspw. im Hinblick auf die Investitionsquote, also den Anteil der Bruttoinvestitionen am BIP – mit großer Vorsicht zu genießen, denn die direkte Vergleichbarkeit solcher Kenngrößen zwischen Volkswirtschaften ist aus vielerlei Gründen eingeschränkt (vgl. Wissenschaftlicher Beirat 2015).

Tatsächlich stellen die gesamtwirtschaftlichen Investitionen jedoch eine Ergebnisgröße dar, die vor allem aus den Entscheidungen einer Vielzahl von privaten Unternehmen resultiert. Auf diese hat die Wirtschaftspolitik lediglich einen mittelbaren Einfluss. Der Sachverständigenrat mahnt daher seit Jahren an, dass die Politik mehr Augenmerk auf die Diagnose der möglichen Hemmnisse legen müsste, die aus den Rahmenbedingungen für privatwirtschaftliche Aktivität erwachsen, um daraus die richtige Therapie für ein besseres Wachstumspotenzial abzuleiten (vgl. SVR 2014; 2015; 2016). Doch aktuell liegt stattdessen der Fokus der Diskussion auf den öffentlichen Investitionen. Sie werden vielfach als zentraler Hebel für gesteigerte privatwirtschaftliche Investitionen angesehen. Doch das kann bei weitem nicht ausreichend sein.

Aufschwung ohne Investitionsboom

Die deutsche Volkswirtschaft befindet sich seit einigen Jahren im Aufschwung. So wird sie im Jahr 2016 preisbereinigt voraussichtlich mit 1,9% wachsen, im Jahr 2015 betrug die Wachstumsrate 1,7%. Wie die aktuelle Prognose des Sachverständigenrates für das Jahr 2017 ausweist, wird – wenn das Konjunkturbild nicht durch einschneidende, bislang noch nicht absehbare Ereignisse getrübt wird – die Wachs-

tumsdynamik auch im kommenden Jahr weitgehend erhalten bleiben.

So werden zwar Kalendereffekte dazu führen, dass das ausgewiesene Wachstum wohl lediglich bei 1,3% liegen wird. Doch sind rund 0,4 Prozentpunkte der Differenz der Wachstumsraten gegenüber dem Jahr 2016 der im Jahr 2017 vergleichsweise geringen Anzahl an Arbeitstagen geschuldet (vgl. SVR 2016). Diese Wachstumsraten führen angesichts eines Potenzialwachstums von 1,5% und 1,3% in den Jahren 2015 und 2016 sowie 1,0% im Jahr 2017 die deutsche Volkswirtschaft zunehmend in Richtung einer Überauslastung der Produktionskapazitäten.

Allerdings tragen die Bruttoanlageinvestitionen wenig zu diesem Wachstum bei. In den Jahren 2015 und 2016 lagen die Wachstumsbeiträge der Bruttoanlageinvestitionen insgesamt bei 0,3 bzw. 0,5 Prozentpunkten, im Jahr 2017 dürfte er bei 0,4 Prozentpunkten liegen. Dabei fallen gerade die Unternehmensinvestitionen im Vergleich zu früheren Aufschwüngen schwach aus. Nur ein Teil dieser Wachstumsbeiträge geht auf Ausrüstungsinvestitionen oder Investitionen in Forschung und Entwicklung zurück, eine weit größere Rolle spielen die Bauinvestitionen. Daher dürften die gegenwärtig getätigten Investitionen nur bedingt zu einer Ausweitung des künftigen Potenzialwachstums beitragen.

Dieser Befund wird noch bedenklicher, wenn man die stimulierenden Effekte berücksichtigt, die von der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank auf die Investitionen ausgehen. Die aktuell sehr expansive Geldpolitik erweist sich nach wie vor für die Realwirtschaft als bedeutsam (vgl. SVR 2016). Sie hat in erster Linie über eine höhere Auslandsnachfrage positiv auf die Unternehmensinvestitionen gewirkt und in den Jahren 2015 und 2016 mit jeweils 1,0 bis 2,0 Prozentpunkten zu deren Wachstum beigetragen. Die tatsächlichen Zuwachsraten für diese beiden Jahre lagen aber lediglich bei 2,0% beziehungsweise 1,4%: Ohne die expansive Geldpolitik hätte die Investitionstätigkeit in Deutschland also kaum mehr als stagniert.

Darüber hinaus findet die schwache Investitionsentwicklung ihren Niederschlag im Leistungsbilanzsaldo der deutschen Volkswirtschaft. Deutschland wird in diesem Jahr erneut einen sehr hohen Leistungsbilanzüberschuss aufweisen (vgl. SVR 2016). Wenngleich dies zu einem erheblichen Teil auf den niedrigen Ölpreis und die expansive Geldpolitik der EZB zurückzuführen ist, spiegelt sich darin ein hoher positiver Finanzierungssaldo der Unternehmen wider: Der Anstieg der Unternehmensersparnis geht Hand in Hand mit einer hohen Investitionstätigkeit im Ausland, also einem Kapitalexport. Deutsche Unternehmen kommen folglich bei ihren Investitionsentscheidungen häufig zu dem Schluss, dass ein Engagement in Deutschland nicht hinreichend attraktiv ist. Hier müsste die Wirtschaftspolitik in erster Linie ansetzen.

² Das Bundesministerium der Finanzen hat sich in einer Reihe von Publikationen beim Themenkomplex gesamtwirtschaftliche Investitionen um Aufklärung bemüht (BMF 2014a; 2014b; 2015; 2016), hat aber offenbar in der Politik bislang nicht durchgehend hinreichendes Gehör gefunden.

Bescheidenes Wachstumspotenzial und dessen Einflussfaktoren

Der demographische Wandel und das verhaltene Wachstum der Produktivität sind Entwicklungen, die langfristig nur bescheidene Wachstumsperspektiven erwarten lassen. Die Investitionen spielen bei der Einschätzung des künftigen Wachstumspotenzials allerdings aufgrund ihrer eingangs geschilderten janusköpfigen Natur eine weniger eindeutige Rolle. Die ökonomische Wachstumstheorie zeigt, dass eine Erhöhung der Wachstumsperspektiven, und hierüber ausgelöst ein Anstieg der Investitionen, im Wesentlichen anhand von drei übergeordneten Stellschrauben erfolgen kann. Dabei handelt es sich um:

- i) die Erhöhung des Arbeitsvolumens und seine verbesserte (berufsspezifische) Ausstattung mit produktiver Kapazität (»Humankapital«);
- ii) den Abbau von Wettbewerbshemmnissen auf den Produkt- und Faktormärkten sowie die Bereitstellung einer geeigneten Infrastruktur und förderlicher außenwirtschaftlicher Rahmenbedingungen (z.B. öffentliche Infrastruktur, Energiekosten, Stabilität des Euro-Raums) und
- iii) eine höhere Innovationstätigkeit sowie eine stärkere Diffusion von besseren Produktionstechnologien in die bestehenden Arbeitsprozesse.

Jede wirtschaftspolitische Maßnahme, die versucht, eine Erhöhung der Unternehmensinvestitionen zu erreichen, sollte an diesen Stellschrauben ansetzen.

- Maßnahmen, die der in den kommenden Jahrzehnten zu erwartenden Abnahme des Arbeitskräftepotenzials entgegenwirken können, etwa die Ermöglichung einer Erhöhung der Partizipationsquoten Älterer sowie der Frauen oder eine nach der Qualifikation gesteuerte Zuwanderung, sind dazu geeignet, die Investitionen in Produktivkapital in Deutschland zu erhöhen (vgl. SVR 2011).
- Maßnahmen, die die Arbeitnehmer befähigen, durch die entsprechende Qualifikation die Herausforderung der Digitalisierung zu meistern (vgl. Elstner et al. 2016), können die Grundlage für stärkere Investitionen der Unternehmen in verbesserte Maschinen und IT-Geräte bilden. Der Weiterbildung der alternden deutschen Bevölkerung kommt daher eine zunehmend höhere Bedeutung zu.
- Sollte es gelingen, jungen IT-Unternehmen dann, wenn sie bei der Entwicklung ihres Unternehmens eine Wachstumsfinanzierung in erheblicher Größenordnung benötigen, durch deren effiziente Bereitstellung in Deutschland zu halten und sie nicht durch eine Abwanderung bspw. ins Silicon Valley zu verlieren, würden die mit diesem Wachstum verbundenen Investitionen in Deutschland getätigt.
- Seit dem Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise haben sich der Welthandel und die Konjunktur in für Deutschland wichtigen Absatzmärkten nur mäßig entwickelt. Nur wenn es sich vermeiden ließe, dass protek-

tionistische Tendenzen weltweit mehr Gewicht erhalten, dürften inländische Exportunternehmen ihre Produktionskapazitäten stärker ausbauen, als jetzt abzusehen ist.

- Deutschland hat eine nationale Energiewende eingeleitet, deren wichtigstes Instrument der subventionierte Aufbau von erneuerbaren Energien im Stromsektor ist. Investitionen würden für die Unternehmen attraktiver, wenn es gelingen sollte, die im internationalen Vergleich bereits hohen Energiekosten einzuhegen und die Unsicherheit über die künftigen energiepolitischen Weichenstellungen zu mindern.

Diese wenigen konkreten Beispiele zeigen, wie groß die Herausforderung für die Wirtschaftspolitik ist. So klar es ist, dass sie grundsätzlich über eine Verbesserung der Rahmenbedingungen dazu beitragen kann, private Investitionen zu fördern, so unklar ist die tatsächliche Effektivität jeder einzelnen Stellschraube. Allerdings wird durch diese Diskussion ebenso deutlich, dass es aus wirtschaftspolitischer Sicht nicht sinnvoll sein kann, bestimmte Investitionen um ihrer selbst willen staatlich zu fördern, etwa durch Unternehmenssubventionen wie aktuell bei der Elektromobilität oder in Form verbesserter Abschreibungsmöglichkeiten.

Rahmenbedingungen für mehr öffentliche Investitionen

Die Bundesregierung hatte im Sommer 2014 eine Expertenkommission zur »Stärkung von Investitionen in Deutschland« eingesetzt. In ihrem Bericht vom April 2015 legte diese eine Reihe konkreter Handlungsempfehlungen vor (vgl. Expertenkommission 2015). Diesem Bericht soll Ende 2016 ein Bericht über die Umsetzung der Vorschläge aus dem Vorjahr folgen. Einige der bisherigen Vorschläge der Expertenkommission, etwa die Einrichtung einer staatlichen Infrastrukturgesellschaft für Bundesfernstraßen, erscheinen durchaus sinnvoll. Doch eine Reihe von Gründen lässt erwarten, dass die Kommissionsarbeit nicht viel zur Verbesserung der gesamten Investitionstätigkeit und der Wachstumsperspektiven wird beitragen können.

Denn der Fokus der Kommission liegt allzu sehr auf den öffentlichen Investitionen. Zwar liegt dies oberflächlich betrachtet nahe, da diese sich unmittelbar vom Staat steuern lassen. Doch machten im Jahr 2015 die öffentlichen Investitionen gerade einmal 64,4 Mrd. Euro aus, die gesamten nominalen Bruttoanlageinvestitionen beliefen sich einschließlich der privaten Investitionen hingegen auf 603,8 Mrd. Euro. Von einer Ausweitung öffentlicher Investitionen sind schon allein deshalb nur begrenzt direkte Wachstumsimpulse zu erwarten. Verstärkt wird diese Aussage dadurch, dass die deutsche Wirtschaft immer noch über eine sehr gute Infrastruktur verfügt und deshalb die Erhöhung der öffentlichen Ausgaben nur geringe positive Impulse auf die private Investitionstätigkeit ausüben dürfte.

Darüber hinaus sind der Nachholbedarf bei den öffentlichen Investitionen und ihr jeweiliger Nutzen schwer zu bestimmen: Unterschiede bei der Abgrenzung des staatlichen Investitionsbegriffs machen internationale Vergleiche problematisch, Angaben aus Politik und Verwaltung dürften von Eigeninteressen überlagert sein. Nach Einschätzung des Sachverständigenrates hat die Bundesregierung bereits mit dem im Jahr 2014 beschlossenen Investitionsprogramm in Höhe von 10 Mrd. Euro einen erheblichen Beitrag dazu geleistet, den Nachholbedarf zu verringern.

Schließlich stellt sich die Frage, warum die politisch Verantwortlichen in den Ländern und Kommunen nicht von sich aus mehr für die öffentlichen Investitionen tun. An Einnahmengenpässen der öffentlichen Haushalte kann es nicht liegen. Die gesamtstaatlichen öffentlichen Ausgaben werden mit voraussichtlich 3,8% in diesem Jahr erneut stärker steigen als das nominale Bruttoinlandsprodukt mit 3,4%, für den Staatskonsum wird ein Zuwachs von 5,4% erwartet. Um zusätzliche Investitionen zu finanzieren, würde es daher vollkommen ausreichen, die Prioritäten in den Haushalten zu verschieben, insbesondere auf der Ebene der Gemeinden.

Allerdings existieren große Unterschiede in der Finanzausstattung zwischen den Ländern und zwischen den Gemeinden. Eine Reform des Länderfinanzausgleichs, die den Ländern mehr Autonomie gäbe und gleichzeitig mehr Verantwortung zumutete, wäre daher eine Grundvoraussetzung, um geeignete Rahmenbedingungen für eine bessere öffentliche Investitionstätigkeit zu schaffen. Die Expertenkommission vermeidet dieses heiße Eisen und konzentriert sich auf politisch unverfänglichere Themen, wie etwa bessere verwaltungstechnische Unterstützung.

Rahmenbedingungen für mehr private Investitionen

Doch die von ihrer Tragweite noch drängenderen Fragen lauten: Warum investieren deutsche Unternehmen so stark im Ausland, und wie lassen sich private Investitionen in Deutschland beleben? Die öffentliche Debatte und Teile der Politik haben sich von intellektuell fruchtlosen Ansätzen wie der »gesamtwirtschaftlichen Investitionslücke« von dieser zentralen Frage ablenken lassen und überwiegend die öffentlichen Investitionen in den Blick genommen. Vielfach schwingt sogar ein tadelnder Unterton in der Bestandsaufnahme der hohen Sparquote der Unternehmen mit, so als ob die Investition im Ausland ein unpatriotischer Akt wäre und deutsche Unternehmen Deutschland – und mittelbar über die Wirkungen auf die Leistungsbilanz der ganzen Welt – dadurch Schaden zufügten, dass sie nicht in Deutschland investierten.

Statt sich hier in die Irre führen zu lassen, sollte die Politik viel (selbst-)kritischer hinterfragen, warum es für deutsche

Unternehmen offenbar sinnvoll ist, einen Großteil ihrer einbehaltenen Gewinne für die Investition in ausländische Finanz- und Sachlagen zu verwenden. Mit Erkenntnissen über diese Beweggründe ausgestattet, sollte es möglich sein, geeignetere Rahmenbedingungen für privatwirtschaftliches Handeln zu schaffen. So könnten etwa eine Besteuerung der Unternehmen, die die Eigen- nicht gegenüber der Fremdkapitalfinanzierung diskriminiert, eine Regulierung des Arbeitsmarkts, die die Funktionsfähigkeit des Niedriglohnssektors bewahrt oder eine Energiewendepolitik, die mehr auf Marktprozesse setzt, den Unternehmen die Perspektive geben, dass sich das Investieren in Deutschland lohnt. Investitionen in die öffentliche Infrastruktur können ein weiterer Baustein sein, um private Investitionen attraktiver zu machen, aber sie können attraktive Rahmenbedingungen für private Investitionen nicht ersetzen.

Literatur

BMF – Bundesministerium der Finanzen (2014a), »Investitionsschwäche in Deutschland?«, *BMF-Monatsbericht*, März, 26–33.

BMF – Bundesministerium der Finanzen (2014b), »Entwicklung der öffentlichen Investitionen in Deutschland«, *BMF-Monatsbericht*, November, 16–24.

BMF – Bundesministerium der Finanzen (2015), »Die Aussagekraft von Nettoinvestitionen in der wirtschaftspolitischen Diskussion«, *BMF-Monatsbericht*, Juni, 6–12.

BMF – Bundesministerium der Finanzen (2016), »Nachhaltige Stärkung der Investitionen in Deutschland«, *BMF-Monatsbericht*, September, 29–38.

Elstner, S., L.P. Feld und Chr.M. Schmidt (2016), »Bedingt abwehrbereit – Deutschland im digitalen Wandel«, *Wirtschaftspolitische Blätter (2)*, Wirtschaftskammer Österreich, 287–308.

Expertenkommission – Expertenkommission »Stärkung von Investitionen in Deutschland« (2015), *Bericht der Expertenkommission im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft und Energie*, Sigmar Gabriel, Berlin.

SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2011), *Herausforderungen des demografischen Wandels. Expertise im Auftrag der Bundesregierung*, Wiesbaden.

SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2014), *Mehr Vertrauen in Marktprozesse. Jahresgutachten 2014/15*, Wiesbaden.

SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2015), *Zukunftsfähigkeit in den Mittelpunkt. Jahresgutachten 2015/16*, Wiesbaden.

SVR – Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2016), *Zeit für Reformen. Jahresgutachten 2016/17*, Wiesbaden.

Wissenschaftlicher Beirat – Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium der Finanzen (2015), »Keine Rückkehr zur Schuldenpolitik der Vergangenheit! Zur Debatte über Investitionen und Staatsverschuldung in Deutschland, Brief des Wissenschaftlichen Beirats vom 23. November 2014 an Bundesminister der Finanzen, Dr. Wolfgang Schäuble«, *BMF-Monatsbericht*, Januar, 24–27.