

Lea Best, Benjamin Born und Manuel Menkhoff

Wie passen Unternehmen ihre Investitionen an die gestiegenen Zinsen an?

ifo Schnelldienst digital
ISSN 2700-8371

Herausgeber: ifo Institut, Poschingerstraße 5, 81679 München
Telefon (089) 92 24-0, Telefax (089) 98 53 69, E-Mail: ifo@ifo.de.
Redaktion: Annette Marquardt, Dr. Cornelia Geißler.
Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dr. h.c. Clemens Fuest, Prof. Dr. Chang Woon Nam.
Vertrieb: ifo Institut.

Erscheinungsweise: unregelmäßig.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise): Nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars. Kommerzielle Verwertung der Daten, auch über elektronische Medien, nur mit Genehmigung des ifo Instituts.

im Internet:
<https://www.ifo.de>

Gefördert durch:



aufgrund eines Beschlusses
des Deutschen Bundestages

Lea Best, Benjamin Born* und Manuel Menkhoff

Wie passen Unternehmen ihre Investitionen an die gestiegenen Zinsen an?

Deutsche Unternehmen standen in den vergangenen Jahren vor zahlreichen gesamtwirtschaftlichen Herausforderungen, angefangen von der Corona-Pandemie bis hin zu den geopolitischen Spannungen durch den Krieg in der Ukraine. Infolge der zurückkehrenden Nachfrage und bestehenden Lieferkettenstörungen kam es 2021 auch zu einem Anstieg der Inflation. Der russische Überfall auf die Ukraine und die damit verbundenen Verwerfungen auf dem Energiemarkt haben zu weiterem Preisdruck geführt. Als Reaktion erhöhte die Europäische Zentralbank (EZB) ab Sommer 2022 den Leitzins innerhalb weniger Monate in sechs Schritten von 0% auf 4,5%. Dies hatte entsprechende Auswirkungen auf die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen in Deutschland. Abbildung 1 zeigt, dass die Zinsen für Kredite im Neugeschäft an nicht finanzielle Kapitalgesellschaften bis Anfang 2022 noch bei 1–1,5% lagen. Im Einklang mit den Leitzinserhöhungen sind die Kreditzinsen für Unternehmen in den vergangenen eineinhalb Jahren jedoch auf über 5% gestiegen. In diesem Artikel analysieren wir auf Basis neuer Ergebnisse der ifo Konjunkturumfragen, inwieweit Unternehmen die Höhe ihrer ursprünglich geplanten Investitionen aufgrund der stark gestiegenen Kapitalkosten reduziert haben.

Die Unternehmensinvestitionen haben u.a. einen wichtigen Stellenwert für die langfristige Entwicklung in Deutschland: Zum einen sichern Investitionen in Forschung und Entwicklung (F&E) die langfristige Innovationskraft und Wettbewerbsfähigkeit. Das derzeit niedrig prognostizierte Produktivitätswachstum (SVR 2023) verstärkt die Bedeutung dieser Investitionen. Zum anderen hat sich Deutschland aufgrund des Klimawandels ehrgeizige Klimaziele im Bundes-Klimaschutzgesetz gesetzt. Die damit verbundene Transformation der Wirtschaft erfordert umfangreiche Investitionen in Energieeffizienz und erneuerbare Energien, im Folgenden als *grüne Investitionen* bezeichnet. Vor diesem Hintergrund analysieren wir im zweiten Schritt, inwieweit Unternehmen auch ihre Investitionen in F&E sowie *grüne Investitionen* aufgrund der gestiegenen Zinsen reduziert haben. Offene Fragen an die Unternehmen helfen, potenzielle Abweichungen von den allgemeinen Investitionsanpassungen strukturiert einzuordnen.

* Prof. Dr. Benjamin Born ist Associate Professor für Makroökonomie am Department of Economics & Law der Frankfurt School of Finance & Management und Forschungsdirektor am ifo Zentrum für Makroökonomik und Befragungen.

IN KÜRZE

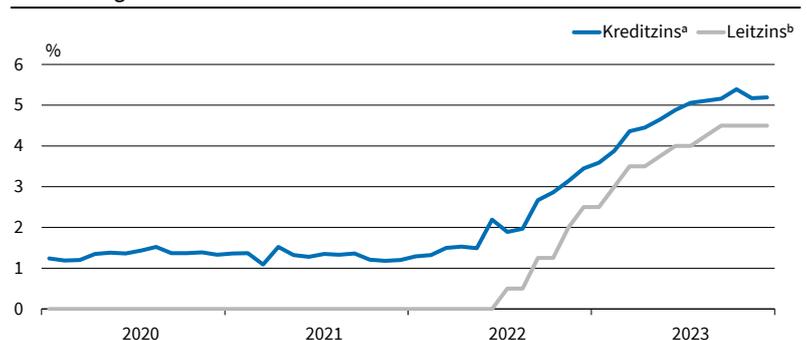
Die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen haben sich in den vergangenen zwei Jahren aufgrund der Leitzinserhöhungen der Europäischen Zentralbank deutlich verschlechtert. Dieser Artikel untersucht den Einfluss der gestiegenen Zinsen auf die Investitionen von deutschen Unternehmen. Im Durchschnitt haben die Unternehmen ihre ursprünglich geplanten Investitionen aufgrund des erhöhten Zinsniveaus um 8,4% reduziert. Dies geht aus den ifo Konjunkturumfragen hervor, in denen die Unternehmen direkt nach ihren zinsbezogenen Investitionsanpassungen befragt wurden. Auch die Investitionen in Forschung und Entwicklung haben die Unternehmen signifikant verringert, wenngleich etwas weniger stark, da für viele Unternehmen die daraus resultierenden langfristigen Produktivitätsgewinne weiterhin überwiegen. Bei Investitionen in Energieeffizienz und erneuerbare Energien ist ein ähnlich deutlicher Rückgang zu verzeichnen wie bei den Gesamtinvestitionen. Dies wird u. a. mit der zusätzlichen hohen politischen Unsicherheit begründet. Gezielte fiskalpolitische Maßnahmen können dazu beitragen, die langfristigen negativen Effekte der restriktiven Geldpolitik abzuschwächen.

GESAMTINVESTITIONEN

Im Dezember 2023 wurden die Unternehmen in den ifo Konjunkturumfragen explizit gefragt, ob sie in den

Abb. 1

Entwicklung des EZB-Leitzinses und der Unternehmenskreditzinsen



^a Durchschnittlicher Zinssatz für Kredite im Neugeschäft an nicht finanzielle Kapitalgesellschaften.

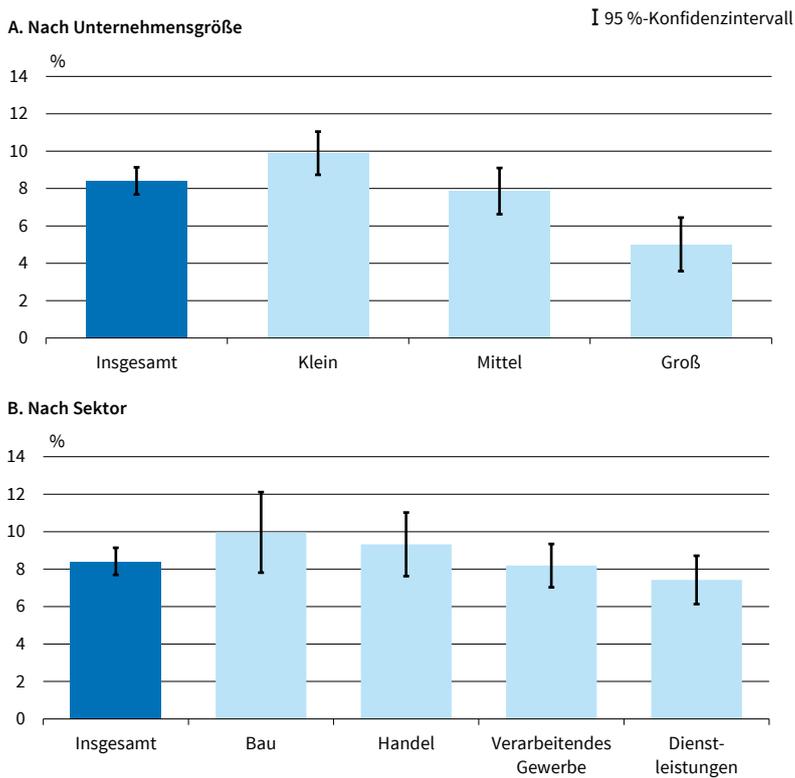
^b EZB-Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte.

Quelle: Deutsche Bundesbank.

© ifo Institut

Abb. 2

Durchschnittliche Reduzierung der Gesamtinvestitionen



Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

vergangenen eineinhalb Jahren aufgrund des gestiegenen Zinsniveaus und der verschärften Kreditbedingungen ihre Gesamtinvestitionen (durchgeführte und geplante) reduziert haben und, falls ja, wie stark die Verringerung prozentual ausgefallen ist (vgl. Abb. 2).

Im Durchschnitt haben die Unternehmen aufgrund des starken Zinsanstiegs 8,4% weniger investiert, als ursprünglich geplant. Zum Vergleich, in der Finanzkrise 2009 brachen die Unternehmensinvestitionen um etwa 15% ggü. dem Vorjahr ein. Hinter den durchschnittlichen Investitionsanpassungen zeigt sich allerdings eine beachtliche Heterogenität. Die In-

vestitionsanpassungen sind mit -9,9% sehr stark bei kleinen Unternehmen (weniger als 50 Mitarbeitende) ausgeprägt, während große Unternehmen (mindestens 250 Mitarbeitende) ihre Investitionen mit -5% weniger stark reduziert haben. Bei der Heterogenität nach Sektoren fällt auf, dass Unternehmen im Bausektor ihre Investitionspläne besonders stark reduziert haben. Dies könnte neben den höheren Kapitalkosten für die Bauunternehmen auch auf die durch das Zinsumfeld gedämpfte Nachfrage zurückzuführen sein.

Tabelle 1 zeigt eine weitere wichtige Zerlegung auf. Hier wird der Gesamteffekt daraufhin analysiert, ob Unternehmen ihre Investitionen überhaupt angepasst haben (grundsätzliche Anpassung oder »Extensive Margin«) und, wenn ja, in welchem Ausmaß die Investitionen reduziert wurden (Umfang der Reduzierung oder »Intensive Margin«).

Es zeigt sich, dass 80% der Unternehmen ihre Investitionspläne überhaupt nicht angepasst haben. Dies ist u. a. dadurch getrieben, dass das Zinsniveau für viele Unternehmen eine untergeordnete Rolle bei der Investitionsentscheidung spielt. Die aktuellen Zinsanstiege schlagen sich vor allem auf die Fremdkapitalkosten nieder und haben damit weniger Relevanz für Unternehmen, die ihre Investitionen vollständig aus Eigenmitteln finanzieren. Außerdem unterliegen Unternehmen gewissen Anpassungsfriktionen, die eine flexible Anpassung in der kurzen bis mittleren Frist erschweren. Wenn sich Unternehmen hingegen dazu entschieden haben, ihre Investitionspläne anzupassen, dann typischerweise in großem Umfang: Im Durchschnitt haben diese Unternehmen ihre ursprünglichen Pläne mit einer Reduktion von 41,5% beinahe halbiert. Dies lässt sich dadurch erklären, dass einzelne Investitionsprojekte oft ein großes Volumen haben und sich diese nur ganz oder gar nicht realisieren lassen. Die Unterschiede nach Firmengröße sind durch die grundsätzliche Anpassung und den Umfang der Reduzierung getrieben, während die Sektorunterschiede größtenteils durch die grundsätzliche Anpassung erklärt werden können.

Tab. 1

Gesamtinvestitionen: Grundsätzliche Anpassung und Umfang der Reduzierung

	Grundsätzliche Anpassung			Umfang der Reduzierung		
	Anteil (in%)	Standardfehler	N	Mittelwert (in%)	Standardfehler	N
Insgesamt	20,3	0,71	3 229	41,5	1,11	654
<i>Unternehmensgröße</i>						
Groß	14,9	1,68	450	33,7	3,14	67
Mittel	19,7	1,28	960	39,9	1,88	189
Klein	22,3	1,06	1 554	44,4	1,62	346
<i>Sektor</i>						
Bau	23,6	2,12	403	42,3	2,71	95
Dienstleister	17,8	1,25	940	41,8	2,26	167
Handel	23,3	9,32	643	40,0	2,39	150
Verarbeitendes Gewerbe	19,5	1,12	1 243	42,1	1,82	242

Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

F&E- UND GRÜNE INVESTITIONEN IM VERGLEICH

Neben der Anpassung ihrer Gesamtinvestitionen, wurden Unternehmen auch nach der Anpassung bei bestimmten Investitionstypen gefragt: Investitionen in F&E sowie *grüne Investitionen* in Energieeffizienz oder Nutzung erneuerbarer Energien. Im Folgenden werden nur Unternehmen betrachtet, die laut Befragung ursprünglich beide Investitionstypen geplant hatten, um die Anpassungen über die Typen hinweg vergleichen zu können.

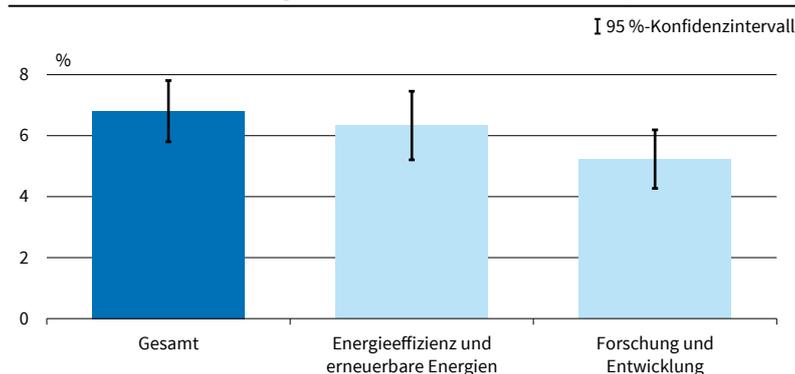
Abbildung 3 vergleicht den Rückgang der Gesamtinvestitionen mit den Reduzierungen der *grünen* und F&E-Investitionen. Mit – 6,8% fiel die Verringerung der Gesamtinvestitionen bei dieser Auswahl der Unternehmen geringer aus als bei der oben beschriebenen Grundgesamtheit. Es zeigt sich, dass die Unternehmen ihre *grünen Investitionen* mit – 6,3% etwas weniger stark reduziert haben. Ein stärkerer Unterschied zeigt sich bei den Investitionen in F&E, die um 5,2% und damit signifikant weniger reduziert wurden als die Gesamtinvestitionen.

Die Differenzen sind vor allem auf Unterschiede in der grundsätzlichen Anpassung zurückzuführen. Tabelle 2 zeigt, dass 16,8% der hier betrachteten Unternehmen mit einer Reduzierung ihrer Investitionen auf das Zinsumfeld reagierten. Der Anteil der Unternehmen, die explizit mit Anpassungen der *grünen* oder F&E-Investitionen reagierten, ist jeweils etwa 5 Prozentpunkte geringer, was darauf schließen lässt, dass im Durchschnitt Kürzungen bei anderen Investitionstypen bevorzugt wurden. Entschieden sich Unternehmen allerdings dazu, ihre *grünen* oder F&E-Investitionen zu verringern, so taten sie dies in höherem Umfang. Dies ist darauf zurückzuführen, dass Investitionen in diese Typen in den meisten Unternehmen ein verhältnismäßig kleines Volumen aufweisen dürften, wodurch sich die Streichung einzelner Projekte stärker bemerkbar macht.

Um die beschriebenen Abweichungen in den Investitionskürzungen der verschiedenen Typen besser zu verstehen, wurden die Unternehmen gebeten, ihre Entscheidungen in einem Freitextfeld zu begründen, wenn sie *grüne* oder F&E-Investitionen stärker oder weniger stark als ihre Gesamtinvestitionen reduziert haben. Tabelle 3 zeigt die Anteile der kategorisierten Antworten.

Abb.3

Durchschnittliche Reduzierung der Investitionen nach Investitionstypen



Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

Für die Mehrheit der Unternehmen, die ihre Investitionen in *grüne* oder F&E-Projekte weniger stark reduzierten als ihre Gesamtinvestitionen, standen Rentabilitätsgründe im Vordergrund. Etwa 40% der Unternehmen erhoffen sich durch *grüne Investitionen* Kosteneinsparungen, insbesondere aufgrund dauerhaft höherer Energiepreise, und hielten daher an diesen Projekten fest. Langfristige Produktivitätszuwächse sowie Wettbewerbsvorteile waren für etwa 60% der Unternehmen ein Grund, ihre F&E-Investitionen weniger stark zu reduzieren. Diese Entscheidungen unterstreichen, dass die Unternehmen im aktuellen Zinsumfeld den langfristig ausgerichteten Investitionsprojekten eine relativ höhere Bedeutung beimessen.

Dennoch entschied ein Teil der Unternehmen, vorrangig ihre geplanten *grünen* oder F&E-Investitionen zu kürzen. Bei beiden Investitionstypen spielten hierfür eine mangelnde Rentabilität, die oft auf hohe Kosten zurückzuführen ist, finanzielle Friktionen sowie eine höhere Notwendigkeit anderer Investitionen, wie beispielsweise Ersatzinvestitionen, eine Rolle. Für die Entscheidung, insbesondere Investitionen in Energieeffizienz und erneuerbare Energien zu kürzen, sticht ein zusätzlicher Grund hervor: 38% der Unternehmen begründen diese Entscheidung mit Unsicherheiten und den politischen Rahmenbedingungen. Davon hat knapp die Hälfte explizit Unsicherheiten über den zukünftigen politischen Pfad als Grund für eine stärkere Reduktion ihrer *grünen Investitionen* genannt.

Tab. 2

Grundsätzliche Anpassung und Umfang der Reduzierung nach Investitionstypen*

	Grundsätzliche Anpassung			Umfang der Reduzierung		
	Anteil (in %)	Standardfehler	N	Mittelwert (in %)	Standardfehler	N
Gesamt	16,8	0,10	1 399	40,5	1,88	235
Energieeffizienz und erneuerbare Energien	11,6	0,85	1 399	54,7	2,87	162
Forschung und Entwicklung	11,7	0,86	1 399	44,6	2,60	164

* Nur Firmen, die Investitionen für alle Typen geplant hatten.

Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

Tab. 3

Gründe für Investitionsanpassungen nach Investitionstypen*

	Rentabilität (in %)	Notwendig- keit (in %)	Unsicherheit/ politische Rahmen- bedingungen (in %)	Finanzielle Friktionen (in %)	Anpassungs- friktionen (in %)	Andere (in %)	N
<i>Grüne Investitionen</i>							
Stärkere Reduzierung	70,69	2,59	14,66	6,90	12,93	4,31	116
Weniger starke Reduzierung	35,14	13,51	37,84	22,97	1,35	4,05	74
<i>F&E-Investitionen</i>							
Stärkere Reduzierung	63,49	17,46	6,35	3,17	6,35	5,56	126
Weniger starke Reduzierung	41,30	26,09	15,22	13,04	6,52	4,35	46

* Mehrfachnennungen möglich. Rentabilität: langfristige Produktivität, Wettbewerb, Kosten(-einsparungen); Notwendigkeit: Notwendigkeit für die Produktion, Ersatzinvestition; Unsicherheit/politische Rahmenbedingungen: politische und ökonomische Unsicherheit, Subventionen; Finanzielle Friktionen: Kreditzugang, -kosten, finanzielle Einschränkungen; Anpassungsfriktionen: Bereits laufende/langfristig geplante Projekte.

Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Berechnungen des ifo Instituts.

IMPLIKATIONEN

Unsere Ergebnisse bestätigen, dass die Geldpolitik über den Zinskanal einen schnellen und signifikanten Einfluss auf die ökonomische Aktivität hat. Die Größe dieses Effekts ist vergleichbar mit der klassischen Evidenz von Christiano et al. (2005), die mittels Zeitreihenanalyse einen Investitionsrückgang von 7,5% vorhersagen würde, wenn der Leitzins um 4,5 Prozentpunkte steigt. Wenngleich das Abbremsen der Wirtschaft ein gewollter Effekt der EZB ist, um ihr Inflationsziel zu erreichen, stehen insbesondere die Rückgänge bei F&E- und den *grünen Investitionen* im Spannungsfeld mit den langfristigen Wachstumsaussichten und den klimapolitischen Zielen. Ein Lichtblick ist, dass der Investitionsrückgang bei F&E etwas geringer ausfällt, konsistent mit der Idee, dass die Geldpolitik nur einen kurz- bis mittelfristigen Einfluss auf die wirtschaftliche Aktivität hat und Unternehmen ihre Investitionsentscheidungen basierend auf einem langen Zeithorizont treffen. Besonders alarmierend für die Politik ist jedoch der starke Rückgang bei den *grünen Investitionen*.

Schlussfolgernd muss betont werden, dass hier keineswegs primär die Geldpolitik in der Verantwortung steht. Eher sollten in einem schwierigen Zinsumfeld flankierende fiskalische Maßnahmen ergriffen werden, um die Transformation der Wirtschaft sowie die langfristigen Wachstumsaussichten zu schützen. Dies könnte beispielsweise durch beschleunigte steuerliche Abschreibungen sowie mit gezielten Subventionen erreicht werden. Dabei ist es allerdings von zentraler Bedeutung, politische Unsicherheiten zu reduzieren, die in der Kombination mit höheren Zinsen oft einen Grund für die Reduzierung der Investitionen darstellen (Alfaro et al. 2024; Baker et al. 2016).

REFERENZEN

Alfaro, I., N. Bloom und X. Lin (2024), »The Finance Uncertainty Multiplier«, *Journal of Political Economy*, im Erscheinen.

Baker, S.R., N. Bloom und S.J. Davis (2016), »Measuring Economic Policy Uncertainty«, *Quarterly Journal of Economics* 131(4), 1593–1636.

Christiano, L.J., M. Eichenbaum und C.L. Evans (2005), »Nominal Rigidities and the Dynamic Effects of a Shock to Monetary Policy«, *Journal of Political Economy* 113(1), 1–45.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) (2023), *Wachstumsschwäche überwinden – In die Zukunft investieren*, Jahresgutachten 2023/24, Wiesbaden.