

VOLKSWIRTSCHAFT KOMPAKT

Wirtschaftspolitik, Finanzmärkte, Konjunktur

Herausgeber: Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken · BVR · Volkswirtschaft/Mittelstandspolitik
 Verantwortlich: Dr. Andreas Bley · Schellingstraße 4 · 10785 Berlin · Telefon: 030 2021-15 00 · Telefax 030 2021-1904
 Internet: <http://www.bvr.de> · E-Mail: volkswirtschaft@bvr.de

Deutsche Investitionszurückhaltung – Bessere Anreize werden gebraucht

Executive Summary

Deutschland braucht hohe Investitionen – in Digitalisierung, Transformation und Klimaschutz. Hinzu kommen seit dem Erwachensmoment des russischen Angriffs auf die Ukraine Investitionen in Sicherheit und geopolitische Resilienz von Liefer- und Produktionsketten. In der Praxis aber übertreffen aber konsumtive Ausgaben wie jene der Energiepreisbremse die Investitionsausgaben bei Weitem. Selbst bewilligte Mittel wie das Sondervermögen der Bundeswehr werden nicht eingesetzt.

Dieses Kompakt untersucht, wie zurückhaltend sich Investitionen in den Standort Deutschland in diesem Jahrtausend entwickelt haben. Es beschreibt, dass stagnierende Zukunftsperspektiven, hohe Regulierungsaufgaben und geringe Anreize diese Zurückhaltung verursachen, und benennt abschließend Auswege.

Die bestehen für die Politik darin, Hürden zu senken und Nutzen zu stiften. Ersteres erreichen einfachere, praxistaugliche und einheitlichere Regulierungen. Der Staat kann aber auch private Investitionen anlocken, indem er sie durch die noch immer ausstehenden Superabschreibungen für Forschung und Entwicklung vergünstigt. Steuersenkungen, etwa auf Grunderwerb, wirken ähnlich. Auch öffentliche Investitionen werden gebraucht, insbesondere in Bildung und Kinderbetreuung, um Fachkräftemangel und Überalterung zu begegnen.



Inhalt

Deutsche Investitionszurückhaltung – Bessere Anreize werden gebraucht	2
Dr. Alex Korff E-Mail: a.korff@bvr.de	
Finanzmärkte: Inflationsaussichten moderieren sich langsam	6
Dr. Alex Korff E-Mail: a.korff@bvr.de	
Konjunktur: Bevorstehende Belebung	7
Dr. Gerit Vogt E-Mail: g.vogt@bvr.de	

Deutsche Investitionszurückhaltung – Bessere Anreize werden gebraucht

Hoher Bedarf, zu wenig Geschehen

Deutschland bedarf hoher Investitionen. So ließ die Kreditförderbank KfW 2021 einen Investitionsbedarf von 5 Bio. Euro bis 2045 allein für die Klimaneutralität berechnen. Davon würden knapp 2 Bio. Euro zusätzlich zum normalen Geschehen benötigt. Der Bundesverband der Deutschen Industrie, BDI, kalkulierte bereits 2019 mit einem Bedarf von bis zu 2,3 Bio. Euro bis 2050. Das wären, mit Unschärfen aufgrund nötiger Inflationskorrekturen und Wachstumsanpassungen, rund 80 Mrd. Euro oder zusätzliche 2 % des gegenwärtigen Bruttoinlandsprodukts pro Jahr.

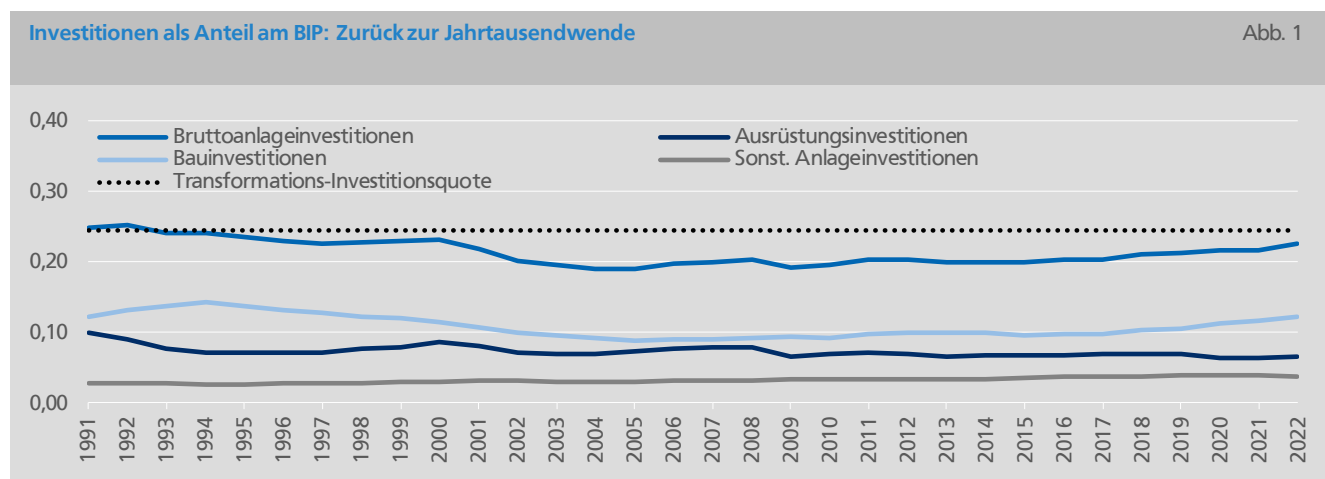
Der Investitionsbedarf dürfte seit diesen Schätzungen eher gestiegen sein. Zum einen setzte der Staat während der Coronapandemie viel Kapital ein, um die von Lockdowns betroffenen Wirtschaftssubjekte zu schützen, was Investitionen verzögerte. Zum anderen rückte Russlands Angriff auf die Ukraine die seit der Wiedervereinigung vernachlässigten Investitionen in die Sicherheit wieder in den Fokus. Neben der Aufrüstung gehören hierzu auch Projekte zur Sicherung strategisch wichtiger Sektoren sowie der Rohstoff- und Energieversorgung. All diese Vorhaben konkurrieren nun mit den Transformationsinvestitionen um Kapital, so dass insgesamt eine höhere Transformationsinvestitionsquote benötigt werden dürfte als 2019 oder 2021 prognostiziert.

Die zusätzlichen 2 % an BIP-Investitionen dieser Schätzungen entsprechen jedoch einer Bruttoanlageinvesti-

tionsquote von 25 %, die als untere Grenze gesehen werden kann. Sie entspräche dabei der Quote des Wiedervereinigungsbooms (siehe Abb. 1), die Deutschland seit den frühen Neunzigern nicht mehr erreichen konnte. Mit 23 % Bruttoanlageinvestitionsquote erreichte Deutschland 2022 gerade erst wieder das Niveau von 2000, bevor das Platzen der Dotcom-Blase eine nachhaltige Investitionsdelle erzeugte. Die verschärfte sich nach der Weltfinanzkrise Mitte der 2000er, in der vor allem die Ausrüstungsinvestitionen nachhaltig von 8 auf 7 % zurückgingen. Während sich die Bauinvestitionen in der Niedrigzinsphase zumindest auf das Niveau von 1999 erholten, blieben die Ausrüstungsinvestitionen auch dort zurückhaltend. Der nötige Investitionsschub fand und findet also nicht statt.

Investitionsvolumina deuten auf nicht hinreichend attraktiven Standort

Das Kapital wäre vorhanden, aber die Eigentümer scheinen Investitionen im Ausland zu bevorzugen. Seit Beginn der Bundesbank-Zeitreihen im Jahr 2010 übersteigen deutsche Nettodirektinvestitionen im Ausland die umgekehrten Ströme nach Deutschland (siehe Abb. 2). Der Saldo dieser Zahlen, also die Differenz aus abfließendem und zufließendem Investitionskapital, nahm seit 2013/ 2014 deutlich zu. Ein Zusammenhang mit dem parallelen Überwinden der Eurokrise und den niedrigeren Zinssätzen liegt nahe. Diese beiden Entwicklungen erhöhten das verfügbare Kapital und die



Quellen: Statistisches Bundesamt, BVR

Risikobereitschaft nach dem starken Sicherheitsstreben der Krise. Die höhere Rendite, um dieses Risiko zu rechtfertigen, boten außereuropäische Wachstumsregionen, aber auch die EU-Peripherie.

Diese hohen Auslandspositionen deutscher Investoren wären unproblematisch, würden ausländische Investitionen ausgleichend in den Standort Deutschland investieren. Dann handelte es sich um beiderseitige Diversifikationsbemühungen. Doch die Nettodirektinvestitionsflüsse nach Deutschland blieben, verglichen mit den Abflüssen aus Deutschland, durch die Zeit der Eurokrise und der Niedrigzinsen gering (siehe ebenfalls Abb. 2). Ausländische Investoren halten sich hinsichtlich des Standorts Deutschland also wie ihre deutschen Pendanten zurück. Der Saldo weitete sich zulasten inländischer Investitionen aus.

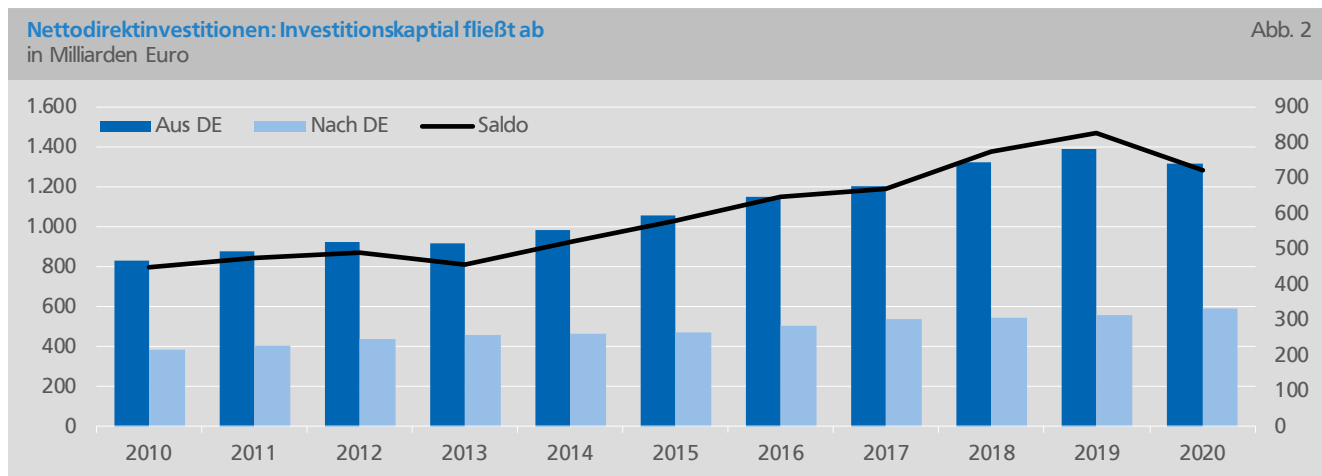
Auch der deutsche Staat selbst investiert zurückhaltend (siehe Abb. 3). Der Anteil der Investitionen in Relation zu den Gesamtausgaben des deutschen Staates rangiert seit 1997 bei niedrigen 10 %. Während des Wiedervereinigungsbooms waren noch 12 bis 14,5 % erreicht worden – bei einem geringeren Staatsanteil am BIP. An diesen höheren Werten sollte sich Deutschland orientieren, da es heute angesichts Nachhaltigkeits-, digitaler und Sicherheitstransformationen ähnlich herausgefordert ist wie damals.

Das Investitionskalkül fällt negativ aus

Investoren wägen immer zwischen Kosten und Nutzen

einer Investition ab. Ob ein Eigenheimbesitzer seine Heizung erneuert oder ein Großunternehmen eine Fabrik, die erwarteten Erlöse müssen die Kosten decken können. In Deutschland scheinen dabei zu oft die Kosten zu überwiegen. Einzig die privaten Bauinvestitionen zogen in den vergangenen Jahren als Anteil der Gesamtausgaben sichtbar an (siehe Abb. 3). Doch selbst diese überstiegen nur knapp das Niveau der Neunziger Jahre, und auch nur während der Ausnahmesituation Corona von 2020 bis 2022.

Schwer wiegt hinsichtlich der Investitionsentscheidung die demografische Alterung des Landes. Sie bedeutet ein geringeres Potentialwachstum, da eine alternde Gesellschaft zwar erstmal mehr für die Vorsorge spart, aber daher weniger konsumiert. Der Konsum schwächt sich in Zukunft noch weiter ab, wenn ein größerer Teil der Einwohner von den angesparten, Renteneinkünften leben wird. Denn diese werden unterhalb des vor der Rente erreichten Lohnniveaus liegen. Zugleich nimmt die Zahl der Arbeitskräfte ab, wodurch Investitionen erschwert werden, da der Produktionsfaktor Arbeit durch Mangel kostspieliger wird. Alternde Gesellschaften sind zudem risikoabgeneigter, da dann das Erreichte und Ersparte auf dem Spiel stünde. Aus diesen Gründen weichen auch deutsche Großunternehmen auf dynamischere Regionen wie die USA und China aus, zumal die nur noch schwach wachsende deutsche Nachfrage auch von dort aus befriedigt werden kann.



Quellen: Deutsche Bundesbank, BVR

Gleichzeitig steigen auch andere Kosten für Investitionen im Inland. Zwar sinken die Energiepreise gegenwärtig wieder und werden temporär staatlich subventioniert, sind aber weiterhin hoch und erwartbar volatil. Das gilt umso mehr, seit die USA wie zuvor schon China mit Subventionen um die Ansiedlung strategischer Branchen konkurrieren. Die Unternehmenssteuern gehören mit knapp 30 % zu den höchsten der OECD. Strenge Vorschriften erhöhen die Eintrittskosten in den deutschen Markt und behindern somit den Wettbewerb. Das gilt unabhängig von ihrer inhaltlichen Berechtigung. Zugleich neigt Deutschland jedoch zu einer bürokratischen Überregulierung, also einen zu hohen Detailgrad mit erheblichem Verwaltungsaufwand bei staatlichen und privaten Stellen.

Zuletzt setzt ausgerechnet der Staat, wie erwähnt, ein negatives Signal für private Investoren. Seine Investitionszurückhaltung stellt den Standort zusätzlich in Frage: Wenn schon der Staat nicht bedeutsam in Deutschland investiert, warum sollte ein Privatinvestor es wagen? Denn der Staat hat geringere Investitionshürden als ein Privatunternehmer: Er muss keinen positiven Deckungsbeitrag erwirtschaften und kann seine eigenen regulatorischen Hürden leichter überwinden.

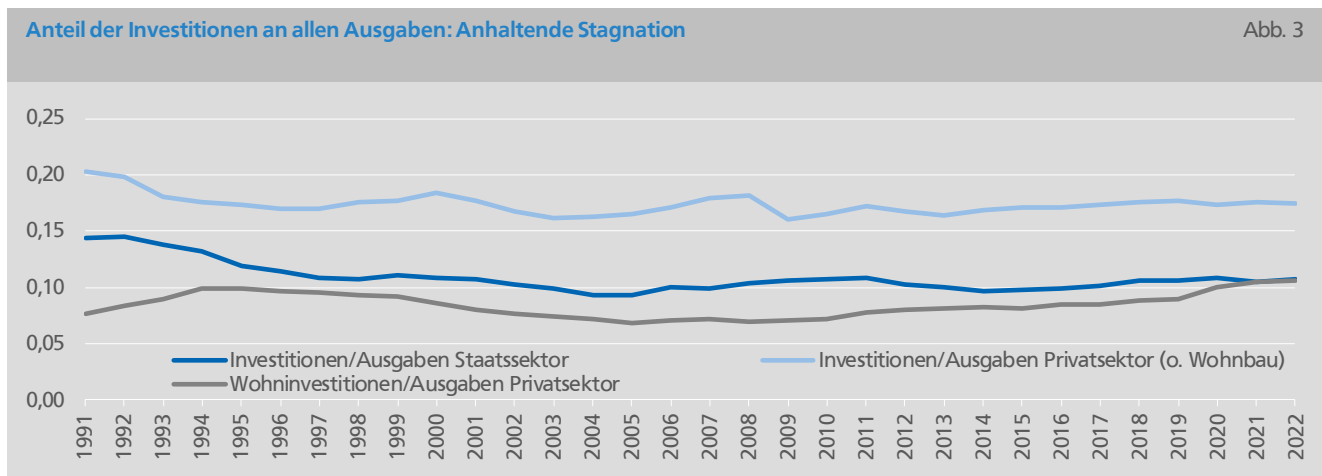
Erschwerend kommt hinzu, dass die öffentliche Infrastruktur aufgrund unzureichender Investitionen verfällt. Die zahlreichen Brückenschäden um prominente Beispiele wie Leverkusen oder Lüdenscheid und Bahnadelöhre wie die Rheintrasse demonstrieren das ein-

drücklich. Ein Abbau der hier bestehenden Investitionsstaus wird Jahre dauern. Gerade in einem Hochkostensland setzen private Investoren aber eine gute Infrastruktur voraus. Das gilt sowohl für staatseigene Netze wie Schiene, Auto- und Wasserstraßen als auch für politisch beeinflusste private Märkte wie die Stromerzeugung und -verteilung, wo Ausbauprojekte an politischen Widerständen scheitern.

Am bedeutendsten aber sind die Bereiche Bildung und Kinderbetreuung. Durch eine umfassendere Kinderbetreuung könnte dem Geburtenrückgang sowie der Unterbeschäftigung bei Eltern entgegengewirkt werden und das Arbeitsangebot sowohl in der Gegenwart als auch in der Zukunft erhöht werden.

Wie kann der Standort attraktiver werden?

Die Wirtschaftspolitik sollte bei den öffentlichen Investitionen ansetzen, die private Investitionen nach sich ziehen können. Gegen den Arbeitskräftemangel müssen neben Bemühungen zur Fachkräfteanwerbung die Ausgaben für Bildung und Betreuung steigen. Für eine höhere Erwerbstätigkeit der jetzt Erwachsenen und eine höhere Geburtenquote werden bessere, bezahlbare Kinderbetreuungsangebote benötigt. Die Heranwachsenden brauchen wiederum ein leistungsfähiges Schulsystem, damit Ausbildungsstätten und Universitäten nicht erst dessen Defizite ausgleichen müssen, um Fachkräfte auszubilden.



Quellen: Statistisches Bundesamt, BVR

Gleichzeitig werden höhere Investitionen in Infrastrukturnetze – Verkehr, Strom, Kommunikation – benötigt. Erfolge in diesen Bereichen senken die Betriebskosten investierender Unternehmen. Öffentliche Investitionen können zudem eine gesamtwirtschaftliche Dynamik ermöglichen, die private Investoren anzieht.

So wichtig wie vielversprechend sind Investitionen in erneuerbare Energien und deren Übertragungsnetze. Die Kapazitäten hier müssen deutlich wachsen, um Deutschlands Klimaziele zu erreichen. Hier könnte sich also eine für einen entwickelten Markt, wie es der deutsche ist, ungewohnt hohe Dynamik entfalten. Die vielfach kritisierten so genannten Übergewinne erneuerbarer Energieerzeuger erfüllen dabei jedoch eine wichtige marktwirtschaftliche Funktion. Sie stellen einen zentralen Anreiz für Investoren dar. Als solche treten sie nur temporär auf, bis genügend Investoren eingetreten sind, um die jetzt vorhandenen Kapazitätsknappheiten zu beseitigen, von denen die hohen Preise ausgehen.

Auch in den Bereichen der energetischen Sanierung und der Digitalisierung besteht ein hohes Wachstumspotential in Deutschland, das zum Teil jedoch von strengen, sehr detaillierten Regeln und Verboten ausgebremst wird. Diese binden Ressourcen für Ausgestaltung, Durchsetzung, Überwachung und lösen häufiger zur eigentlichen Regel widersinnige Reaktionen aus wie etwa gegenwärtig den kurzfristigen Einbau neuer Gasthermen infolge der Diskussionen um ein Verbot desselben.

Der Staat sollte sich in diesen und anderen Regulierungsfragen auf Grundlagen fokussieren, statt immer neue Forderungen und Lösungen für jeden Einzelfall festschreiben zu wollen.

Ein Beispiel hierfür wäre ein umfassender CO₂-Preis über alle Sektoren anstelle sektorspezifischer Preise und Regulierungen mit eng definierten Entwicklungspfaden. Die Beschlüsse der Koalition aus ihren Verhandlungen am 27. und 28. März gehen hier einen ersten Schritt. Wirksamer wäre aber die frühere Einführung des Emissionshandels in Wärme und Verkehr. Durch die Vereinheitlichung der Preise und Handelbarkeit der Emissionen würden die relativen Preise der Energieerzeugung und des -verbrauchs im Sinne der

Klimaziele angepasst. Damit entstünden leicht verständliche Preissignale für die Endverbraucher und Produzenten, auf die diese selbstständig durch Substitution reagieren könnten. Dadurch würden Emissionen über die Gesamtwirtschaft nach Substitutionsleichtigkeit eingespart, statt dass bisher jeder Sektor aufwändig separat überwacht und reguliert werden muss.

Mit den Einnahmen dieses CO₂-Preises könnten höhere staatliche Investitionen finanziert und bestehende Steuer- und Abgabenlasten ersetzt werden. Diese sollten zugunsten einer höheren Investitionsattraktivität und zum Ausgleich der CO₂-Preisbelastung wegfallen, ohne die Änderung der relativen Preise durch die CO₂-Preise zu kompensieren. Ein Beispiel sind z. B. die dringend benötigten steuerlichen Erleichterungen für Forschungs- und Entwicklungsausgaben. (Superabschreibungen). ■

Finanzmärkte: Inflationsaussichten moderieren sich langsam

Der Inflationsdruck nimmt im Euroraum, wie auch in Deutschland, ab. Der BVR-Indikator für die Inflationsaussichten liegt im März mit 53 Punkten zwar weiter oberhalb der neutralen Marke von 50 Punkten, ist aber nicht mehr weit entfernt. Im Vormonat hatte der Indikator bei 54 Punkten gelegen. Der Wert wurde aufgrund nachgelieferter Daten um +1 Zähler auf eben 54 Punkte korrigiert.

Konjunktur: Aufwärtskorrigiert und robust

Die Konjunkturlage trägt mit 54 Zählern weiterhin geringfügig zu einer Inflationsentwicklung oberhalb des Zweiprozentziels bei. Gegenüber den Vormonaten hat sie sich damit zwar abgeschwächt, jedoch wurden die Werte der Vormonate aufgrund aktualisierter Daten um +3 Punkte für Februar und +1 Punkt für Januar aufwärtskorrigiert. Der Konjunkturbeitrag ist damit stärker als zuvor erwartet.

Preise- und Kosten: Langsam rückläufig

Die Indikatorkomponente Preise und Kosten sank im März auf 52 Zähler, nachdem sie seit Dezember stabil bei 53 Zählern lag. Damit liegen die Preise und Kosten als Beitrag zu den Inflationsaussichten weiterhin leicht über dem für das Zweiprozentziel der EZB neutralen Niveau. Sie nähern sich ihm aber an. Dahinter verbirgt

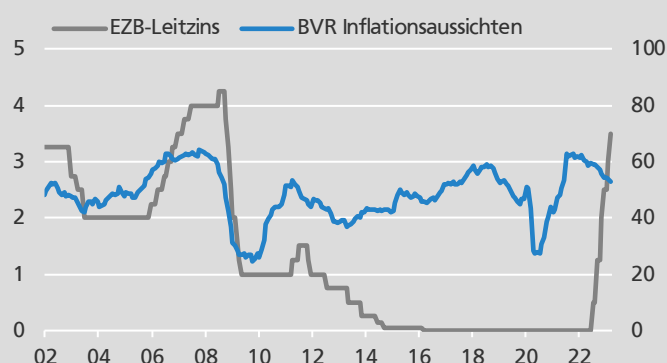
sich allerdings unter anderem, dass der einmalige extreme Anstieg im vergangenen Jahr in der künftigen Inflation keine Rolle spielt, weil betroffene Rohstoffe sich auf höheren Niveaus eingependelt haben – wengleich teilweise deutlich unterhalb ihrer Höchststände aus 2022.

Kreditdynamik: Auf neutrales Niveau gesunken

Die Kreditdynamik erreichte im März 50 Punkte und verhielt sich damit neutral gegenüber dem Zweiprozentziel der Inflationsaussichten. Die Geldpolitik in Form der späten, aber schnellen Zinsschritte, der TLTRO-Vertragsänderungen und des langsamen Abbaus der Anleihebestände zeigt hier ersichtlich Wirkung.

Die jüngsten Erschütterungen des Finanzsystems durch die Zahlungsunfähigkeit der Silicon Valley Bank und die Zwangsfusion der Credit Suisse mit der UBS spiegeln sich in den Daten aber noch nicht wider. Da diese Vorgänge das Vertrauen in US-Regionalinstitute beschädigt hat und auch die Finanzmärkte insgesamt übergriffen hat, ist ein weiterer Rückgang der Kreditdynamik nicht unplausibel. ■

BVR Inflationsaussichten
in Prozent, Euroraum



	Jan. 23	Feb. 23	Mrz. 23
BVR Inflationsaussichten	54	54	53
Konjunktur (50 %)	56	55	54
Preise/Kosten (40 %)	53	53	52
Kreditdynamik (10 %)	52	51	50

Die BVR Inflationsaussichten sind ein Indikator für die mittelfristige Inflationsentwicklung im Euroraum mit Werten zwischen 0 und 100. Der Indikatorwert von 50 ist mit dem Erreichen des impliziten Inflationsziels der EZB von 2 % verbunden. Geringere (höhere) Werte signalisieren eine geringere (höhere) mittelfristige Inflationstendenz. Die Konjunkturkomponente enthält die Industrieproduktion, den Auftragsbestand im Verarbeitenden Gewerbe, das Wirtschaftsklima und die Kapazitätsauslastung im Euroraum. Die Komponente für Preise/Kosten beinhaltet den HWWI-Energiepreisindex, die Lohnstückkosten und den handelsgewichteten Euro-Wechselkurs. Die Kreditdynamik wird anhand der Jahreswachstumsrate der Kredite an Unternehmen und Privathaushalte gemessen.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream



Konjunktur: Bevorstehende Belebung

BVR Konjunkturbarometer auf 55 Punkte gestiegen

Die ungünstige Gemengelage aus kräftigen Preisanstiegen, andauernden Material- und Personalengpässen, hohen Unsicherheiten und einem schwachen weltwirtschaftlichen Umfeld scheint langsam überwunden zu werden. Darauf deutet zumindest das BVR Konjunkturbarometer hin, das von 36 Punkten im Februar auf 55 Punkte im März steigen dürfte. Zwar ist im zu Ende gehenden 1. Quartal nach wie vor mit einem leichten Rückgang des preis-, kalender- und saisonbereinigten Bruttoinlandsprodukts (BIP) gegenüber dem Vorquartal zu rechnen. Im weiteren Jahresverlauf wird die Konjunktur aber voraussichtlich an Fahrt aufnehmen, im Zuge einer allmählich nachlassenden Preisdynamik, schwindender Lieferkettenprobleme und einer globalen Belebung.

Geschäftsklima hellt sich weiter auf

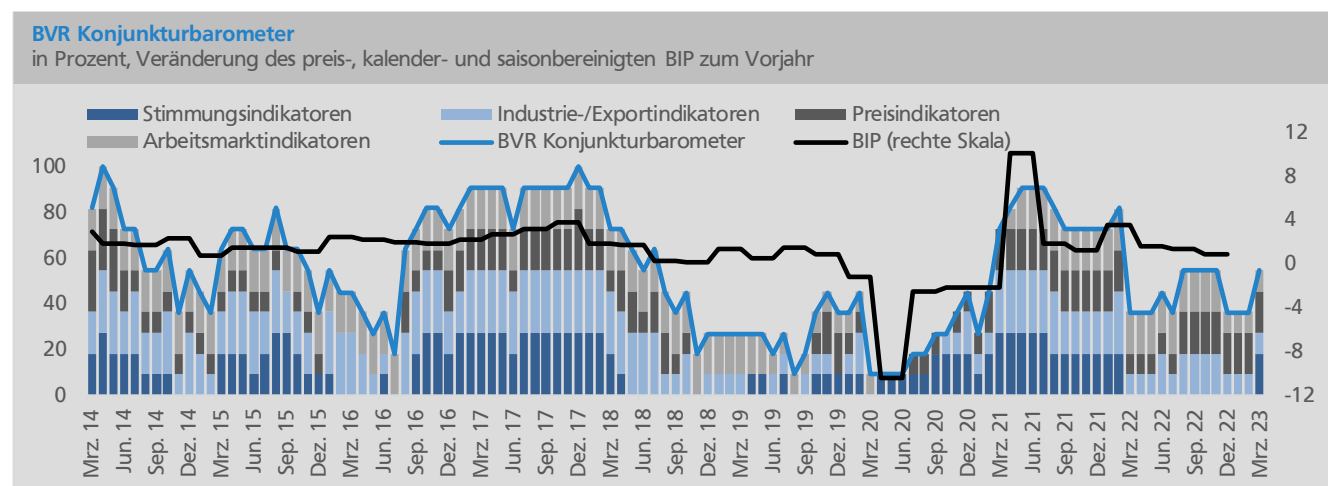
Ausgehend von niedrigen Niveaus haben sich die in das BVR Konjunkturbarometer einfließenden Stimmungskindikatoren zuletzt vielfach verbessert. Der ifo Geschäftsklimaindex ist von 93,1 Punkten im Februar auf 94,9 Punkten im März gestiegen, was vor allem aus einer Verbesserung der Erwartungskomponente resultierte. Im Gegensatz dazu haben sich die ZEW-Konjunkturerwartungen im März etwas eingetrübt, angesichts

der Turbulenzen um einige US-Banken und die Schweizer Credit Suisse. Sowohl der Geschäftsklimaindex als auch die ZEW-Konjunkturerwartungen befinden sich aber nun, erstmals seit längerem, wieder über ihren niedrigen Vorjahresmonatsständen und tragen damit maßgeblich zum jüngsten Anstieg des BVR Konjunkturbarometers bei.

Positiver Jahresauftakt für die Industrie

Trotz der noch anhaltenden Belastungen durch die Energiekrise fielen die amtlichen Daten zur Industriekonjunktur im Januar überwiegend positiv aus. Im Verarbeitenden Gewerbe ist die Produktion gegenüber dem Vormonat preis-, kalender- und saisonbereinigt um kräftige 1,9 % gestiegen; der Auftragseingang legte um 1,0 % zu. Damit verdichten sich die Signale für eine baldige Überwindung der milden gesamtwirtschaftlichen Rezession des Winterhalbjahres. Im Gegensatz zur Produktion und den Aufträgen des Verarbeitenden Gewerbes liegen die Ausfuhren der deutschen Wirtschaft binnen Jahresfrist weiterhin im Plus.

Eine Steigerungswirkung auf das BVR Konjunkturbarometer geht zudem noch immer von seiner Preiskomponente aus. So lagen der DAX und der Geldmarktzins jüngst weiterhin über ihren Vorjahresmonatswerten. ■



Das BVR Konjunkturbarometer ist ein Indikator für die konjunkturelle Entwicklung Deutschlands und kann Werte zwischen 0 und 100 annehmen. Es verdichtet die Signale von drei Stimmungskindikatoren (ifo Geschäftsklima, ZEW-Konjunkturerwartungen, Verbrauchervertrauen), drei Industrie-/Exportindikatoren (Industrie-Auftragseingang, Industrieproduktion, Ausfuhren), drei Preisindikatoren (DAX, Geldmarktzins, Rohölpreis) und zwei Arbeitsmarktindikatoren (Erwerbstätige, Offene Stellen). Als Diffusionsindex misst das BVR Konjunkturbarometer den prozentualen Anteil der Indikatoren an allen 11 einbezogenen Indikatoren, die gegenüber dem Vorjahresmonat gestiegen sind. Liegen für einen Indikator aktuell noch keine Werte vor, wird das Signal des Vormonats verwendet.

Quellen: BVR, Refinitiv Datastream