

## »» Unternehmensinvestitionen: Warten auf Godot?

Nr. 168, 27. April 2017

Autor: Dr. Klaus Borger, Telefon 069 7431-2455, klaus.borger@kfw.de

Die Unternehmensinvestitionen haben sich gegenüber dem Vorkrisenniveau des Jahres 2008 deutlich schwächer entwickelt als das BIP: Mit 370 Mrd. EUR investieren die Firmen aktuell (2016) lediglich noch 11,8 % des BIP in den Kapitalstock, nur unwesentlich mehr als in dem schweren Rezessionsjahr 2009. Im Jahr 2008 hatte die Investitionsquote noch bei 13,3 % gelegen. Der Rückgang um 1,5 Prozentpunkte entspricht rein rechnerisch einer Investitionslücke von rund 45 Mrd. EUR in 2016er-Preisen beziehungsweise einem Achtel des aktuellen Investitionsniveaus. Wie besorgt müssen wir deswegen sein?

Ein Teil des Rückgangs lässt sich auf Preiseffekte zurückführen: Die Preise von Investitionsgütern sind seit 2008 deutlich schwächer gestiegen als das allgemeine Preisniveau (BIP-Deflator). Investitionen werden relativ gesehen also immer billiger, sodass die Firmen heute für das gleiche preisbereinigte Investitionsvolumen einen spürbar geringeren Teil der Wirtschaftsleistung aufwenden müssen als vor acht Jahren. Zudem hat sich die Wertschöpfung seit 2008 tendenziell etwas zu Gunsten von Branchen verschoben, für die eine im Quervergleich unterdurchschnittliche Investitionsquote charakteristisch ist. Eine allein von Preis- und Brancheneffekten getriebene Verminderung der Unternehmensinvestitionsquote wäre ökonomisch kaum bedenklich, zumindest wenn die Marktmechanismen adäquat funktionieren.

Doch selbst wenn man beide Effekte analytisch eliminiert, verbleibt ein bereinigter Rückgang der Investitionsquote von noch immer erheblichen 0,8 Prozentpunkten des BIP seit 2008; aktuell entspricht dies rund 25 Mrd. EUR weniger an getätigten Investitionen. Angesichts der mittlerweile zahlreichen investitionsbegünstigenden Faktoren – hohe Kapazitätsauslastung, niedrige Zinsen, solide Konjunktur, Trendwende bei den öffentlichen Investitionen – verblüfft dieser Befund. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht bieten sich unseres Erachtens insbesondere zwei sich wechselseitig nicht ausschließende Erklärungsansätze an: (1.) das enorme Ausmaß an globalen politischen Unwägbarkeiten, das die Unternehmen mit neuen Projekten zögern lässt; und (2.) die sich im Zuge der Digitalisierung verändernde Zusammensetzung der Investitionsgüter. Während für die Digitalwirtschaft typische Investitionen wie Ausgaben für Geistiges Eigentum durchaus kräftig wachsen, bremsen die schrumpfenden Ausgaben für klassische Sachkapitalgüter wie Maschinen und Gebäude als Noch-Schwergewichte das gesamte Aggregat. Um die Unternehmensinvestitionen zu stärken, sollte die Wirtschaftspolitik deshalb die Unsicherheiten vor allem in Europa rasch abbauen und den digitalen Wandel effektiv fördern.

### Unternehmensinvestitionen langfristig entscheidender Wachstumsfaktor

Die Unternehmensinvestitionen sind „der“ zentrale Faktor für den nachhaltigen Wachstumserfolg Deutschlands, genauso wie jeder anderen Volkswirtschaft. Wir verstehen darunter die Investitionsausgaben der privaten Sektoren für Ausrüstungen (Maschinen, Geräte und Fahrzeuge), Wirtschaftsbauten und Sonstige Anlagen. Letztere umfassen im Wesentlichen die in der digitalen Welt zunehmend wichtigen Ausgaben für geistiges Eigentum, also Forschung und Entwicklung, Urheberrechte, Datenbanken und Software.<sup>1</sup> Die Unternehmensinvestitionen haben aktuell (2016)<sup>2</sup> einen Anteil von 59 % an den gesamtwirtschaftlichen Bruttoanlageinvestitionen, zu denen außerdem die Investitionen in private Wohnbauten (30 %) sowie die Investitionen des Staates (11 %) zählen. Nur wenn die Firmen ausreichend in den Kapitalstock investieren, wächst und erneuert sich dieser, was wiederum eine Voraussetzung für mehr Produktivität und Wirtschaftswachstum ist. Bleiben die Unternehmensinvestitionen hingegen hartnäckig schwach, setzt eine Volkswirtschaft ihren materiellen Wohlstand langfristig aufs Spiel.

### Investitionsquote verharrt auf Krisenniveau von 2009

Angesichts dieser fundamentalen Bedeutung ist es dringend geboten näher zu ergründen, warum die deutschen Unternehmensinvestitionen sich verglichen mit dem Vorkrisenniveau im Jahr 2008 deutlich schwächer entwickelt haben als das Bruttoinlandsprodukt (BIP). So weiteten die Firmen ihre nominalen Investitionsausgaben von 2008 bis 2016 nur um 9,0 % aus – ein ziemlich bescheidener Anstieg gemessen am nominalen BIP, das im gleichen Zeitraum auf ein Plus von 22,3 % kam und damit rund zweieinhalbmal so stark gewachsen ist. Infolgedessen investieren die Firmen mit 370 Mrd. EUR aktuell lediglich noch 11,8 % des BIP in den Kapitalstock, nur unwesentlich mehr als während der Großen Rezession im Jahr 2009 (11,7 %). Im Jahr 2008, hatte die Investitionsquote noch bei 13,3 % gelegen.<sup>3</sup>

Der Rückgang um 1,5 Prozentpunkte gegenüber dem Vorkrisenwert von 2008 entspricht rein rechnerisch einer Investitionslücke von rund 45 Mrd. EUR in 2016er-Preisen beziehungsweise einem Achtel des aktuellen Investitionsniveaus. Mit diesem statistisch unstrittigen Befund ist die bereits seit geraumer Zeit lebhaft diskutierte Frage unverändert aktuell: Wie besorgt müssen wir deswegen sein?

### Investitionsgüter werden relativ billiger

Relativieren lässt sich der Rückgang wenigstens teilweise mit Verweis auf erhebliche Preiseffekte, welche die in nominalen Größen definierte Unternehmensinvestitionsquote ebenso beeinflussen wie die Entwicklung der realen Volumina von

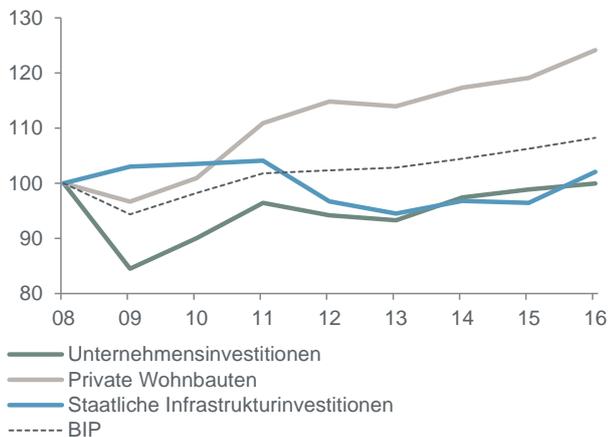
Investitionen und BIP. So sind die Preise von Investitionsgütern von 2008 bis 2016 mit 9,0 % spürbar schwächer gestiegen als das allgemeine Preisniveau (BIP-Deflator: +14,1 %). Investitionen werden also vergleichsweise immer billiger, sodass die Firmen aktuell für das gleiche Investitionsvolumen einen kleineren Teil der Wirtschaftsleistung aufwenden müssen als vor acht Jahren. Anders gewendet: Die nominale, an den Wertgrößen orientierte Investitionsquote wäre selbst dann gefallen, wenn das Volumen der Investitionen mit dem BIP-Volumen schrittgehalten hätten.

**Reale Stagnation seit acht Jahren**

Allerdings ist auch das nicht der Fall. Der nominale Anstieg der Investitionsausgaben der Firmen reicht gerade aus, um die steigenden Investitionsgüterpreise abzufangen – real ist das Investitionsvolumen 2016 nur genauso hoch wie acht Jahre zuvor, während das BIP seitdem um 8,3 % gewachsen ist. Damit bleibt die Entwicklung der Unternehmensinvestitionen inzwischen sogar hinter derjenigen der staatlichen Infrastrukturinvestitionen<sup>4</sup> zurück, die 2016 dank eines spürbaren Schubs das tiefe und lange Tal von 2012 bis 2015 hinter sich lassen konnten. Gleichwohl überschreiten die Infrastrukturinvestitionen das reale Niveau von 2008 damit am aktuellen Rand nur um magere 2,1 %. Der einzige große Investitionsbereich mit einer hohen Dynamik in den vergangenen acht Jahren sind die privaten Wohnbauten; sie kommen auf einen kräftigen realen Anstieg von 24,2 % (Grafik 1).

**Grafik 1: Preisbereinigte Bruttoanlageinvestitionen**

Volumenentwicklung 2008 bis 2016, Index 2008=100



Quellen: KfW Research, Destatis

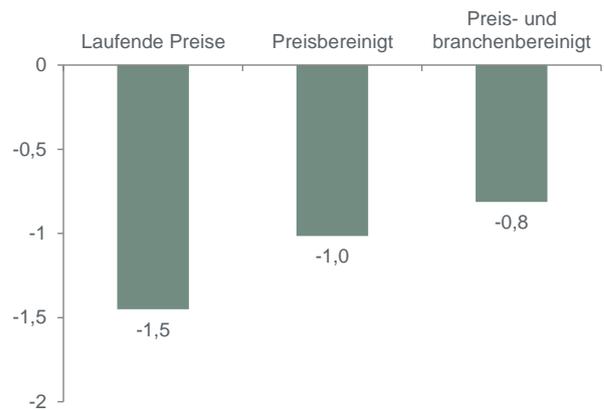
**Verschiebungen in der Wirtschaftsstruktur**

Ein weiterer relativierender Faktor neben dem Preiseffekt ist der Wandel der Wirtschaftsstruktur. Seit dem Jahr 2008 hat sich die Wertschöpfung tendenziell leicht zu Gunsten von Branchen verschoben, für die eine im Quervergleich unterdurchschnittliche Investitionsquote charakteristisch ist; zu nennen ist hier insbesondere das Baugewerbe. Wertschöpfungsanteile entsprechend etwas eingebüßt haben hingegen Wirtschaftsbereiche, die typischerweise einen überdurchschnittlichen Anteil ihrer Wertschöpfung für Investitionsausgaben aufwenden (Landwirtschaft, Bergbau, Energie- und Wasserversorgung).

Eine allein von Preis- und Brancheneffekten getriebene Verminderung der Unternehmensinvestitionsquote wäre ökonomisch kaum bedenklich, zumindest wenn die Marktmechanismen hinreichend gut funktionieren – die Märkte also Präferenzen, Produktionskosten und relative Knappheiten adäquat in den Preisen widerspiegeln. Hiervon gehen wir grundsätzlich aus. Doch selbst wenn man beide Effekte analytisch eliminiert, verbleibt ein bereinigter Rückgang der Investitionsquote von noch immer erheblichen 0,8 Prozentpunkten des BIP seit 2008 (Grafik 2).

**Grafik 2: Unternehmensinvestitionsquote**

Veränderung 2016 gegenüber 2008, Prozentpunkte



Quellen: KfW Research, Destatis

Der Preiseffekt „erklärt“ dabei, isoliert betrachtet, mit 0,5 Prozentpunkten einen deutlich größeren Anteil des Rückgangs der Quote in laufenden Preisen als der Brancheneffekt (0,2 Prozentpunkte<sup>5</sup>). Der moderate Brancheneffekt ist schlüssig, weil sich die Strukturanteile der beiden Schwergewichte unter den Hauptwirtschaftsbereichen, des Verarbeitende Gewerbes und der Dienstleistungen<sup>6</sup>, an der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung seit 2008 nur geringfügig verändert haben und sich ihre jeweiligen branchentypischen Investitionsquoten zudem kaum unterscheiden.

**Auch bereinigte Investitionslücke erheblich**

Der bereinigte Rückgang der Unternehmensinvestitionsquote von 0,8 Prozentpunkten zwischen 2008 und 2016 entspricht in aktuellen Preisen effektiv rund 25 Mrd. EUR weniger an getätigten Investitionen im Jahr 2016, verglichen mit dem Niveau vor der Finanz- und Wirtschaftskrise im Jahr 2008. Besonders angesichts der mittlerweile zahlreichen, für die Investitionen von Firmen an sich sehr günstigen Faktoren – wie der hohen Kapazitätsauslastung, der niedrigen Zinsen, der soliden Konjunktur sowie der Trendwende bei den häufig komplementären öffentlichen Investitionen – verblüfft dieser Befund. Ursächlich hierfür dürfte ein ganzes Bündel von Faktoren sein. Auf der Firmenebene reicht dies von der gelegentlich negativ wahrgenommenen Standortqualität bis hin zu der Alterung der Unternehmer, die unseren Erkenntnissen zufolge die Investitionsbereitschaft gerade im deutschen Mittelstand erheblich belastet.<sup>7</sup> Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht bieten sich hierfür insbesondere zwei Erklärungsansätze an, die sich gegenseitig nicht ausschließen. Die Einflüsse existieren vielmehr parallel und überlagern sich in ihrer Wirkung,

was – zusammen mit den zuvor herausgearbeiteten Preis- und Brancheneffekten – unserer Einschätzung nach im Ergebnis zu der in den letzten Jahren chronisch schwachen Investitionsquote führt.

## Enorme politische Unwägbarkeiten

An erster Stelle zu nennen ist das enorme Ausmaß an globalen politischen Unwägbarkeiten. So hat spätestens die Wahl des neuen US-Präsidenten Trump im November 2016 die bereits von dem Brexit-Votum im vergangenen Sommer ausgelöste Angst vor immer stärkerer nationaler Abschottung auf eine globale Dimension gehoben. Seither hängt das Damoklesschwert eines protektionistischeren Welthandelssystems über der Exportnation Deutschland, die zudem mit der schwierigen Lage in der Türkei, dem Nahost-Konflikt und der trotz ökonomischer Fortschritte weiter fragilen Situation in Europa konfrontiert ist. In Frankreich, in Deutschland und – vielleicht – auch in Italien stehen 2017 wichtige Wahlen an, aus denen europakritische Kräfte gestärkt hervorgehen könnten. Es ist deshalb verständlich, dass die Unternehmen unter solchen Rahmenbedingungen mit neuen Projekten zögern und trotz günstiger Finanzierungsbedingungen erst einmal abwarten, ob und in welche Richtung sich die bislang unübersichtliche Lage klärt.

## Grafik 3: Unsicherheit bremst Investitionen

Linke Skala: Unternehmensinvestitionen in Prozent des BIP  
Rechte Skala (invertiert): Unsicherheitsindex, Mittelwert 1993–2010=100



Quellen: KfW Research, Destatis, Economic Policy Uncertainty

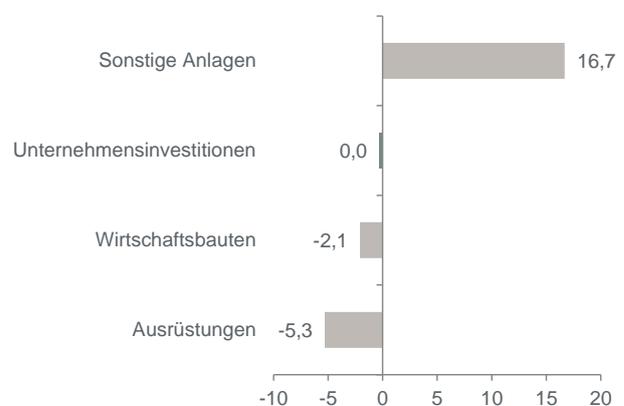
Grafik 3 zeigt dies empirisch, indem sie die Unternehmensinvestitionsquote einem systematisch aus Presseberichten abgeleiteten Index der wirtschaftspolitischen Unsicherheit<sup>8</sup> gegenüber stellt. Auffällig sind insbesondere die Zeiträume 2011/2012 sowie ab 2015. Beide Perioden zeichnen sich nicht nur durch einen spürbaren Rückgang der Investitionsquote trotz gleichzeitig ordentlichen Wirtschaftswachstums, sondern auch durch einen starken Anstieg der Unsicherheit aus. Spätestens ab 2011 stand die Integrität des Euroraums zunehmend in Frage, bis EZB-Präsident Draghi Mitte 2012 mit den drei Worten „whatever it takes“ ein klares Bekenntnis zum Euro abgab, während die Währungsunion gleichzeitig institutionell gestärkt wurde. Seit etwa 2015 türmen sich – teils vorweggenommen in Umfragen – die oben genannten aktuellen Herausforderungen auf, die den Index inzwischen sogar auf ein neues Allzeithoch gehoben haben.

## Digitalisierung verlangt andere Investitionen

Unser zweiter Erklärungsansatz für die Investitionsschwäche ist hingegen weniger düster. Danach ist die rückläufige Investitionsquote die vorübergehende Folge des Strukturwandels hin zu einer digitalen Wissensökonomie. Im Zuge der Digitalisierung verändert sich nämlich die Struktur der Investitionsgüterkomponenten, die zusammen das Aggregat der Unternehmensinvestitionen ausmachen. Zwar bremsen die schrumpfenden Ausgaben für klassische Sachkapitalgüter wie Maschinen und Gebäude das gesamte Aggregat. Die für die Digitalwirtschaft typischen „immateriellen“ Investitionen, die statistisch als Sonstige Anlagen erfasst werden, wachsen jedoch durchaus kräftig (Grafik 4).

## Grafik 4: Komponenten der Unternehmensinvestitionen

Preisbereinigte Veränderung 2016 gegenüber 2008, Prozent

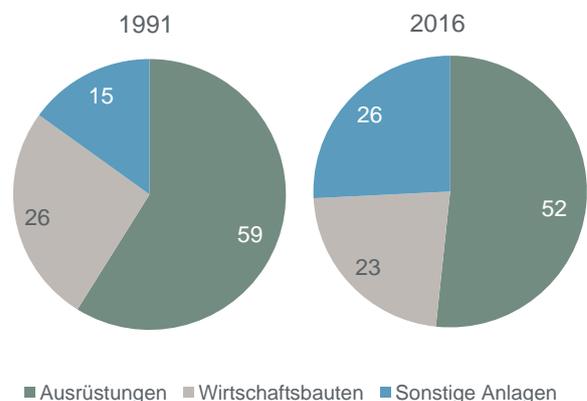


Quellen: KfW Research, Destatis

Diese gegenläufigen Veränderungen bei den einzelnen Investitionsgüterkomponenten haben sich von 2008 bis 2016 gerade neutralisiert, sodass das Volumen der Unternehmensinvestitionen in diesem Zeitraum stagniert. In dem Maße jedoch, wie die dynamisch wachsenden Sonstigen Anlagen weiter an Gewicht gewinnen, werden sie künftig den bremsenden Einfluss der bisherigen Schwergewichte auf das gesamte Aggregat mindern.

## Grafik 5: Struktur der Unternehmensinvestitionen

Prozent



Quellen: KfW Research, Destatis

Der Bedeutungszuwachs der Sonstigen Anlagen wird vor allem in der sehr langfristigen Betrachtung deutlich (Grafik 5). Hatten sie 1991 mit 15 % noch den kleinsten Anteil an den Unternehmensinvestitionen, haben sie seit dem Jahr 2004 die Wirtschaftsbauten mit zunehmendem Abstand auf den letzten Platz verdrängt. Aktuell stehen sie bereits für gut ein Viertel der Unternehmensinvestitionen. Die Ausrüstungen machen zwar weiterhin gut die Hälfte der Unternehmensinvestitionen aus, doch auch ihr Strukturanteil nimmt erkennbar ab. Wir gehen davon aus, dass der starke Digitalisierungstrend auch in den kommenden Jahren für überproportionale Zuwachsraten bei den „immateriellen“ Investitionsgütern sorgen wird – mit sich entsprechend verstärkendem, positivem Wachstumseffekt auf die Unternehmensinvestitionen insgesamt.

## Wirtschaftspolitik gefragt

Alles in allem: Warten wir auf die Erholung der Unternehmensinvestitionen ähnlich vergeblich wie auf Godot? Eine allzu pessimistische Antwort hierauf wäre unserer Einschätzung nach verfehlt, insbesondere wenn digitale Investitions-

güter künftig einen immer größeren Anteil am Investitionsgeschehen haben werden. Zudem macht der Schub bei den öffentlichen Investitionen im vergangenen Jahr Mut, denn diese sind in vielen Fällen komplementär zu privaten Projekten. Die Politik kann aber noch mehr tun, um die Unternehmensinvestitionen zu stärken. Die oberste Priorität sollte sie der Eindämmung der enorm gestiegenen globalen Risiken beimessen. Mit einer gemeinsamen und schlüssigen Antwort auf das Brexit-Votum und den neuen Isolationskurs der USA ließen sich die Unsicherheiten zumindest in Europa wohl relativ rasch mildern. Dies gilt umso mehr, wenn sich die verbleibenden Mitgliedsstaaten zugleich glaubhaft zu einer gemeinsamen Zukunft bekennen und eine überzeugende Strategie für die EU und die Währungsunion entwickeln. Unabhängig davon ist und bleibt es eine wichtige Aufgabe der Wirtschaftspolitik, den digitalen Wandel weiter aktiv voranzutreiben und zu erleichtern, nicht nur über eine flächendeckend adäquate Bereitstellung digitaler Infrastruktur. Zugleich müssen die komplementären Bildungsangebote ausgebaut und die Erwerbstätigen bei der Gestaltung des digitalen Wandels mitgenommen werden. ■

<sup>1</sup> Daneben zählen in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) konzeptionell auch Nutztiere, Nutzpflanzen sowie die Ausgaben für Suchbohrungen zu den Sonstigen Anlagen. Allerdings sind diese Investitionsbestandteile in Deutschland praktisch vernachlässigbar.

<sup>2</sup> Als Datenquelle verwenden wir hier und im Folgenden soweit nicht anders angegeben: Destatis (2017), Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Inlandsprodukt, Erste Jahresergebnisse 2016, Fachserie 18, Reihe 1.1 (Stand Januar 2017).

<sup>3</sup> Die Unternehmensinvestitionsquote des Jahres 2008 ist zugleich repräsentativ für die lange Periode von der Wiedervereinigung bis zum Ausbruch der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise: So betrug die durchschnittliche Quote der Jahre 1991 bis 2008 ebenfalls exakt 13,3 %.

<sup>4</sup> Als Indikator für die Infrastrukturinvestitionen verwenden wir aus pragmatischen Gründen der Datenverfügbarkeit die Investitionsausgaben des Sektors Staat für Nichtwohnbauten.

<sup>5</sup> Der Brancheneffekt auf die zeitliche Veränderung der Unternehmensinvestitionsquote lässt sich aus Datengründen nur näherungsweise bestimmen. Die im Rahmen der VGR angebotene Untergliederung der Bruttoanlageinvestitionen nach Wirtschaftsbereichen enthält nicht alle notwendigen Unterkategorien (Gütergruppen, institutionelle Sektoren), wie wir sie für die exakte Abgrenzung von Unternehmensinvestitionen, Privaten Wohnbauten und Investitionen des Staates auf der Ebene der Hauptwirtschaftsbereiche bräuchten. Um unserem Konzept der Unternehmensinvestitionen dennoch möglichst nahe zu kommen, lassen wir hilfsweise die beiden Hauptwirtschaftsbereiche Grundstücks- und Wohnungswesen (WZ 2008: L) sowie Öffentliche Dienstleister, Erziehung, Gesundheit (WZ 2008: O bis Q) bei den Berechnungen außen vor. Wir unterstellen mit anderen Worten, dass die privaten Wohnbauten ganz überwiegend dem Hauptwirtschaftsbereich Grundstücks- und Wohnungswesen zuzuordnen sind und dass die Investitionen des Sektors Staat ganz überwiegend im Hauptwirtschaftsbereich Öffentliche Dienstleister, Erziehung, Gesundheit anfallen. Zudem ist zu berücksichtigen, dass bei solchen sehr tief gegliederten Statistiken in den VGR wie der Aufteilung der Bruttoanlageinvestitionen nach Wirtschaftsbereichen (Tabellen 3.2.9 und 3.2.10 in der Fachserie 18, Reihe 1.4) die Daten typischerweise zeitlich hinterherhinken. Für unsere Analyse standen uns die relevanten Zeitreihen nur bis zum Jahr 2015 zur Verfügung, was weitere Annahmen nötig macht und ebenfalls zur Unschärfe bei der Berechnung des Brancheneffekts beiträgt.

<sup>6</sup> Ohne die beiden Hauptwirtschaftsbereiche Grundstücks- und Wohnungswesen sowie Öffentliche Dienstleister, Erziehung, Gesundheit.

<sup>7</sup> Vgl. Schwartz, M. und J. Gerstenberger (2015), Alterung im Mittelstand bremst Investitionen, Fokus Volkswirtschaft Nr. 85, KfW Economic Research, Frankfurt am Main.

<sup>8</sup> Als Unsicherheitsindex verwenden wir die monatliche Zeitreihe für Deutschland von Economic Policy Uncertainty ([http://www.policyuncertainty.com/europe\\_monthly.html](http://www.policyuncertainty.com/europe_monthly.html)). Um kurzfristige Schwankungen auszublenden sind in Grafik 3 gleitende Zwölfmonatsdurchschnitte abgebildet. Konzeptionell besteht der Index aus einer systematischen Auswertung von Presseartikeln zum Thema politik-induzierte ökonomische Unsicherheit in zwei für das betrachtete Land relevanten Leitmedien (Deutschland: Handelsblatt, Frankfurter Allgemeine). Um diese Artikel zu identifizieren, werden einschlägige Terme für die drei Konnotationen Wirtschaft („Wirtschaft“, „wirtschaftlich“), Politik („Regulierung“, „Zentralbank“, „Defizit“ und ähnliches) sowie Unsicherheit („unsicher“, „Unsicherheit“) in der jeweiligen Landessprache vorgegeben. Ein Artikel wird nur berücksichtigt, wenn darin mindestens ein Term aus jeder Teilgruppe vorkommt. Die Anzahl der so identifizierten Artikel wird gezählt und anhand der monatlichen Gesamtzahl der Artikel in den jeweiligen Medien standardisiert. Der Indexwert 100 entspricht für Deutschland dem Mittelwert der standardisierten Anzahl in der Periode von 1993 bis 2010. Weitere Details zur Methodik siehe <http://www.policyuncertainty.com/media/BakerBloomDavis.pdf>.