

»» Der lange Weg aus dem Krisentief: Investitionen im Euroraum setzen Erholung fort

Nr. 225, 2. Oktober 2018

Autoren: Dr. Philipp Ehmer, Telefon 069 7431-6197, philipp.ehmer@kfw.de

Sarah Frohnweiler, Stephanie Schoenwald, Telefon 069 7431-6446, stephanie.schoenwald@kfw.de

Investitionen haben für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung eine Schlüsselrolle inne. Wie keine andere der Verwendungskomponenten wirken sie gleichermaßen auf den gegenwärtigen und zukünftigen Wohlstand. Sie treiben maßgeblich konjunkturelle Auf- und Abschwünge und schaffen die Grundlage für das Wachstum von morgen. Die Finanzkrise 2008/2009 hatte der Investitionstätigkeit im Euroraum stark zugesetzt. Das liegt nun 10 Jahre zurück. KfW Research nimmt dies zum Anlass für eine detaillierte Bestandsaufnahme der Investitionstätigkeit im gemeinsamen Währungsraum. Noch immer liegt die Investitionsquote in der Eurozone deutlich unter dem Vorkrisenniveau und nähert sich diesem nur langsam an. Hinzu kommt, dass sich erhebliche Asymmetrien zwischen den großen Euroländern entwickelt haben. Zum Teil ist dies das Ergebnis notwendiger Korrekturen von Übertreibungen im Vorfeld der Finanzkrise, insbesondere bei den Bauinvestitionen. Aber auch die großen Differenzen bei den Zinskosten während der Krise am europäischen Staatsanleihemarkt und die Konsolidierungsbemühungen haben Spuren hinterlassen. Insbesondere Italien hinkt so deutlich hinterher, dass die Substanz des Kapitalstocks Schaden nimmt.

Immerhin ist der Ausblick freundlich. Für Investitionen bedeutsame Wirtschaftsindikatoren sprechen für eine Fortsetzung der Erholung. Gemäß unserer modellbasierten Prognose sollten die Investitionen 2018 real um 2,8 % und 2019 um 2,4 % zulegen. Die hohe politische Unsicherheit steht dabei einer stärkeren Dynamik entgegen. Europa selbst kann einiges dafür tun, um der Investitionstätigkeit noch mehr Schwung zu verhelfen. Dazu gehört nicht zuletzt die ins Stocken geratene Festigung der Architektur der Eurozone. Fortschritte auf diesem Gebiet könnten Freiräume für Zukunftsausgaben schaffen – im privaten wie im öffentlichen Sektor.

Investitionen mit hoher Bedeutung für Volkswirtschaften

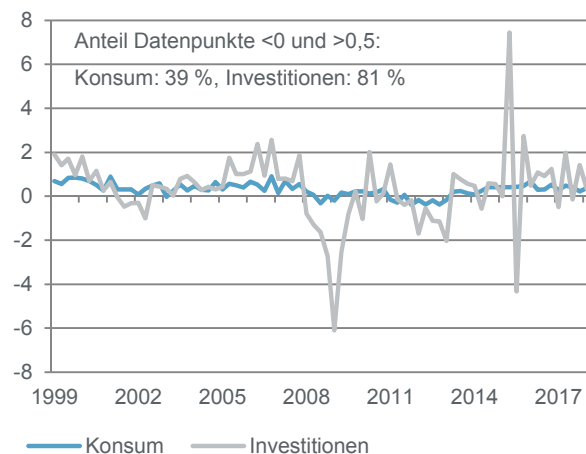
Investitionen haben eine hohe gesamtwirtschaftliche Bedeutung. Sie bilden eine von vier Komponenten des Bruttoinlandsprodukts. Anteilsmäßig liegen sie im Euroraum nach dem privaten Konsum, der 2017 einen Anteil von 54 % am BIP hatte, zwar nur auf Platz 2 (knapp 21 %), etwa gleichauf mit dem Staatsverbrauch (20 %) und deutlich vor dem Außenbeitrag (5 %). Während privater und staatlicher Konsum in der Regel stabile Zuwachsraten aufweisen, ist das Wachs-

tum von Investitionen wesentlich volatiler (Grafik 1). Zugleich ist es sehr konjunkturabhängig: In wirtschaftlichen Schwächephasen gehen Investitionen, insbesondere solche von Unternehmen, oft überproportional zurück und können so aus Schwächephasen Rezessionen machen. Ebenso sind sie nach einer Krise häufig die BIP-Komponente, die als erstes wieder ins Positive dreht. Ferner sind sie eine wichtige Zutat für einen sich selbst tragenden Aufschwung, also einen Konjunkturzyklus mit nachhaltigem Wachstum ohne zusätzliche fiskal- oder geldpolitische Impulse von außen. Insofern gibt die Investitionstätigkeit einen wertvollen Einblick in die aktuelle Konjunkturlage. Zudem bestimmen Investitionen durch ihren Beitrag zur gesamtwirtschaftlichen Nachfrage nicht nur die kurzfristige Wirtschaftsentwicklung. Sie vergrößern darüber hinaus den Kapitalstock, erhöhen so das Produktivitätswachstum und verbessern die langfristigen Wachstumsaussichten einer Volkswirtschaft.

Unser Untersuchungsgegenstand sind im Folgenden stets die Bruttoanlageinvestitionen, also Investitionen, die dem Erwerb von realen Vermögensgegenständen dienen (z. B. Gebäude, Maschinen oder auch Lizenzen und Patente) im Gegensatz zu reinen Finanzanlagen oder zu Veränderungen im Vorratsbestand von Unternehmen, die statistisch zu den Bruttoinvestitionen gerechnet werden.

Grafik 1: Investitionen mit großen Schwankungen

Reale Wachstumsraten gegenüber Vorquartal Eurozone, in Prozent



Quellen: Eurostat, KfW Research

Grafik 2: Unternehmensinvestitionen auf dem Vormarsch

Anteile an Bruttoanlageinvestitionen Eurozone, in Prozent



Quellen: AMECO, KfW Research

Unternehmen tätigen Großteil der Investitionen

Zuerst einmal stellt sich die Frage, wer in einer Volkswirtschaft überhaupt investiert. Im Euroraum sind das vor allem die Unternehmen. Fast zwei Drittel der Investitionen gehen inzwischen auf ihr Konto (Grafik 2). Seit der Finanzkrise steigt ihr Anteil wieder und war 2016 und 2017 so hoch wie nie zuvor in der Eurozone. Grund dafür ist die wirtschaftliche Erholung in den vergangenen Jahren. Mehr als die Hälfte der Unternehmensinvestitionen fließen in Ausrüstungsgüter, deren Anschaffung vor allem in Aufschwungsphasen sinnvoll ist. Jeweils knapp ein Viertel der Ausgaben finden im Segment Nichtwohnbauten (z. B. Fabriken, Lagerhallen, Bürogebäude) und sonstige Anlagen (z. B. Patente, Software) statt.

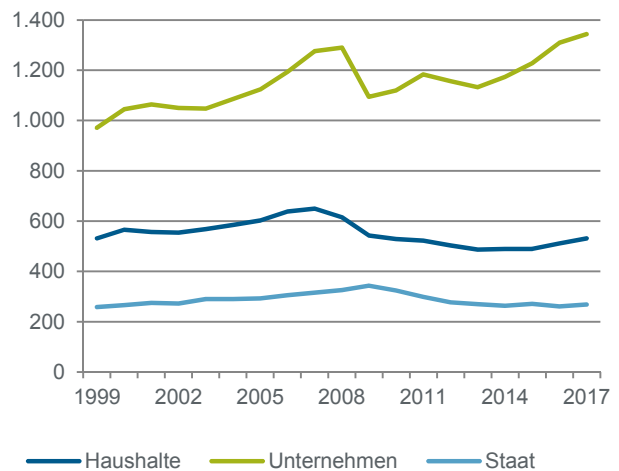
Private Haushalte sind für etwa ein Viertel der gesamtwirtschaftlichen Investitionen in der Eurozone maßgeblich. Sie investieren in Wohnimmobilien und weisen beim Anteil an den nominalen Investitionen im Euroraum einen klaren Negativtrend auf, der sich auf die Immobilienkrise und den Preisverfall nach 2008 zurückführen lässt. Erst seit zwei Jahren nimmt der Anteil der privaten Haushalte an den Investitionen nicht weiter ab. Von den staatlichen Anlagen geht etwas mehr als die Hälfte in Nichtwohnbauten, z. B. in Straßen, Schulen oder Flughäfen. Dahinter folgen sonstige Anlagen und Ausrüstungsinvestitionen, zu denen auch militärisches Gerät gehört. In Wohnbauten investieren Staaten nur einen sehr kleinen Betrag. Zuletzt nahmen die Eurostaaten in ihrer Bedeutung als Investoren ab, u. a. da einige von ihnen in der Schuldenkrise Sparzwängen unterworfen waren. Eine Analyse der preisbereinigten Daten zeigt die konjunkturellen Wirkungen von Investitionen noch deutlicher (Grafik 3).¹

So gingen die realen Anlageinvestitionen der Unternehmen 2009 in nur einem Jahr um 15 % zurück und erreichten das Vorkrisenniveau erst 2016 wieder. Neben konjunkturbedingten Rückgängen bei den Ausrüstungsinvestitionen kam es auch zu Investitionsstopps bei den Nichtwohnbauten, bei denen es vor der Krise wie bei den Wohnbauten zu Überinvestitionen gekommen war, z. B. im Hotelsegment. Zuvor hatten die Betriebe im Aufschwung vor der Finanzkrise ihre Investitionsausgaben in ähnlichem Maß hochgefahren wie in der derzeitigen Erholungsphase seit 2014.

Unter dieser Konsolidierung litten die Budgets für Investitionen überproportional: Ihr Anteil an den Gesamtausgaben der Eurostaaten sank von über 7 % (2009) auf zuletzt nur noch 5,5 %. Besonders drastisch waren die Einschnitte in den von der Schuldenkrise am stärksten betroffenen Ländern. So liegen die heutigen öffentlichen Investitionen in Spanien nur noch bei 42 % des Wertes von 2009, in Italien bei 62 %.

Grafik 3: Investitionen des Staates und von privaten Haushalten erholen sich nur langsam

Reale Bruttoanlageinvestitionen Eurozone, EUR Mrd. in Preisen von 2010



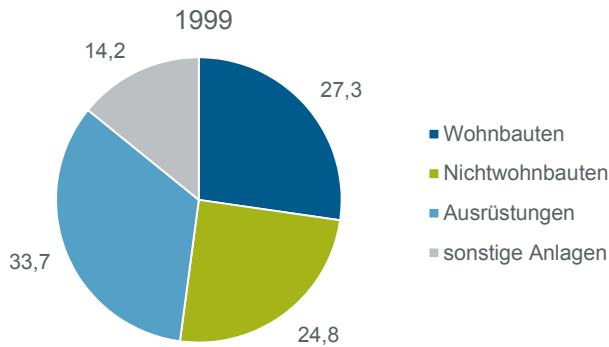
Quellen: AMECO, KfW Research

Talfahrt bei Bauinvestitionen gestoppt

In welche Güter wird investiert? Hier sind zwei Aspekte zu erwähnen: Erstens gibt es im Zuge der Digitalisierung einen grundlegenden Trend hin zu sonstigen Anlagen, zu denen immaterielle Vermögenswerte und geistiges Eigentum zählen. Seit Gründung der Währungsunion haben Investitionen in diese Anlagen nominal um 120 % zugelegt. Die anderen drei Anlagearten haben dagegen etwa gleichmäßig an relativer Bedeutung eingebüßt (Grafik 4).² Zweitens existieren je nach Anlageklasse sehr unterschiedliche Preistrends: So steigen die Preise für Ausrüstungsgüter jedes Jahr nur sehr moderat, seit Bestehen der Eurozone um durchschnittlich 0,3 %. Demgegenüber kam es sowohl bei Wohn- als auch bei Nichtwohnbauten insbesondere vor der Finanzkrise zu einer merklichen Teuerung von über 3 % p. a. Entsprechend

Grafik 4: Immaterielle Vermögenswerte immer wichtiger

Anteile an Bruttoanlageinvestitionen Eurozone, in Prozent



Quelle: AMECO

groß war der Anteil reiner Preissteigerungen an den Zuwächsen von Bauinvestitionen (Grafik 5 – die gepunkteten Linien weisen eine wesentlich steilere Steigung auf als die durchgezogenen, auf realen Werten basierenden Linien). Während nominale Daten also eine deutliche Zunahme der Bauaktivität vor der Finanzkrise suggerieren, zeigen die realen Daten, dass dies primär den dynamisch wachsenden Preisen geschuldet war. Preisbereinigt übertraf das Wachstum bei Ausrüstungsinvestitionen dasjenige der Bauinvestitionen. Ausrüstungsinvestitionen sind ferner das am stärksten von der Konjunktur abhängige Segment mit der engsten Korrelation zum BIP-Wachstum.³ Daher führte dieses Segment die Erholung bei den Investitionen in den letzten Jahren an. Im Bausektor ist die Bodenbildung nach sechs Jahren schrumpfender Investitionen inzwischen abgeschlossen. Da die Auftragsbücher im Baugewerbe überproportional gefüllt sind und sich Bauaufträge z. T. auf Allzeithochs befinden, dürfte auch der Wendepunkt erreicht sein und Bauinvestitionen künftig weiter zunehmen.⁴

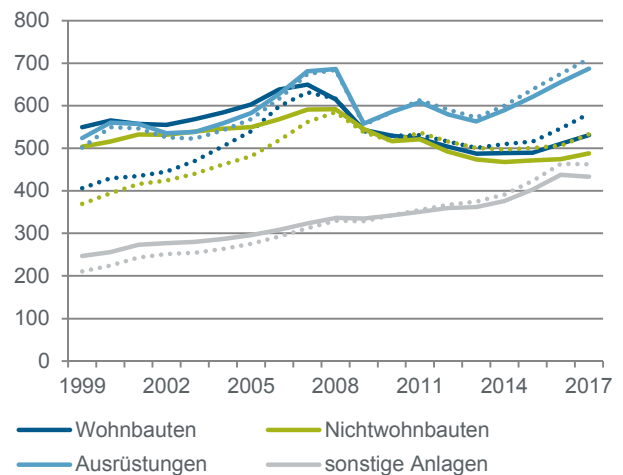
Asymmetrische Investitionstätigkeit im Euroraum

Die Analyse der Investitionstätigkeit nach Ländern macht große Unterschiede innerhalb der Währungsunion deutlich. Unter den großen vier Volkswirtschaften erholte sich Deutschland nach der Finanzkrise am schnellsten und die realen Investitionen erreichten schon im dritten Quartal 2011 wieder das Vorkrisenniveau (Grafik 6). In Frankreich verlief die Erholung schleppender und die Rückkehr zum alten Niveau gelang erst im letzten Jahr.

Demgegenüber ging es in Italien und Spanien nach der Finanzkrise nochmals fast ebenso stark bergab wie 2008/2009. Die asymmetrisch wirkende Schuldenkrise bedingte, dass Investitionen nur in der südlichen Peripherie des Währungsraums einbrachen, während sich der Norden aufwärts entwickeln konnte, wenn auch gedämpfter als zuvor. In Spanien und Italien liegen die realen Investitionen auch heute noch – zehn Jahre nach der Finanzkrise – um über 20 % unter dem vorher erreichten Level. Im Euroraum insgesamt beträgt das Minus derzeit noch 4 %.

Grafik 5: Starker Preisaufrtrieb im Bausektor

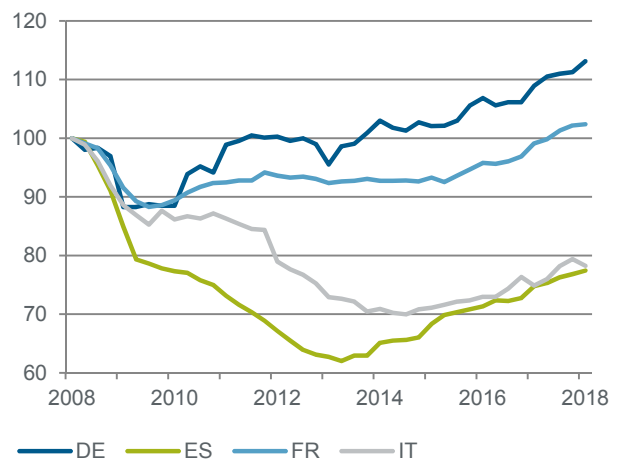
Reale Bruttoanlageinvestitionen Eurozone, EUR Mrd. in Preisen von 2010
gepunktete Linien: nominale Bruttoanlageinvestitionen Eurozone, EUR Mrd.



Quelle: AMECO

Grafik 6: Weniger Investitionen in Südeuropa

Reale Bruttoanlageinvestitionen, saisonbereinigt, Index Q1/2008=100



Quellen: Eurostat, KfW Research

Dagegen übertreffen die Investitionen in den USA, in denen die Finanzkrise zur gleichen Zeit auftrat, das Niveau von 2008 schon wieder um 13 %. Aufgrund eines zügigeren und kraftvolleren Einsatzes von Geld- und Fiskalpolitik zur Konjunkturstabilisierung gelang dort eine wesentlich schnellere Erholung. Dabei profitierten die USA im Vergleich zur Eurozone davon, dass dort Zwänge zur fiskalischen Konsolidierung weniger stark ausgeprägt waren und es zu keiner Schuldenkrise kam. So konnten die klassischen Instrumente der Konjunktursteuerung dort besser antizyklisch wirken.

Das Muster aus Grafik 6 besteht auch bei den Investitionen des Staates und der privaten Haushalte. Die Unternehmensinvestitionen entwickelten sich jedoch anders: Erstens liegt Frankreich hier sogar knapp vor Deutschland. Zweitens ist vor allem der Verlauf in Spanien deutlich dynamischer. Dort befinden sich betriebliche Investitionen seit 2017 wieder auf dem Niveau von 2008 (Tabelle). Zum Vergleich: In Italien sind es bis dahin noch 13 Prozentpunkte. Insgesamt sind die Schlussfolgerungen für Spanien also positiver als es Grafik 6 vermuten lässt. Denn der Einbruch staatlicher Investitionen war eine nicht vermeidbare Folge der dringend erforderlichen Haushaltskonsolidierung. Dazu waren die niedrigen Investitionen privater Haushalte in Wohnbauten nach den vorherigen Übertreibungen in diesem Segment sogar wünschenswert. Somit rückt vor allem Italien in den Fokus. Es ist unter den größten vier Volkswirtschaften im Euroraum das einzige Land, in dem die Investitionstätigkeit weiter Grund zur Sorge bietet.

Tabelle: Italien fehlen Unternehmensinvestitionen

Reale Bruttoanlageinvestitionen, 2017 im Vergleich zu 2008, in Prozent

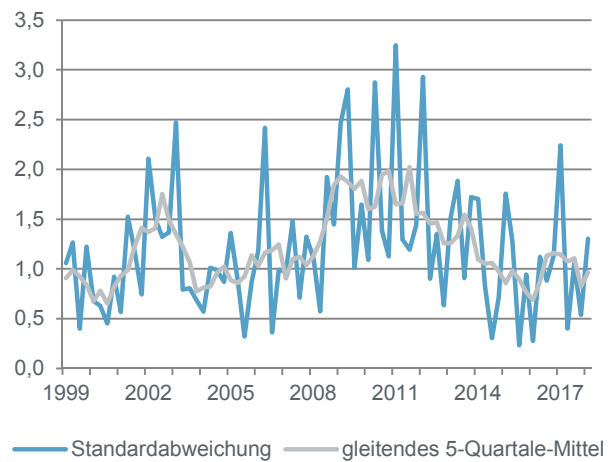
	Haushalte	Unternehmen	Staat	Investitionen gesamt
Deutschland	+24,6	+6,0	+16,0	+11,7
Frankreich	-6,3	+9,3	-8,3	+1,3
Euroraum	-13,7	+4,2	-17,4	-4,2
Italien	-28,3	-12,7	-36,3	-20,5
Spanien	-38,7	-0,2	-54,2	-21,4

Quellen: AMECO, KfW Research

In den letzten Jahren glich sich das Wachstum der Investitionen in den Euroländern wieder stärker aneinander an. Besonders in der Schuldenkrise war die Diskrepanz zwischen den Volkswirtschaften groß. Der 2013/2014 einsetzende breite Wirtschaftsaufschwung erhöhte innerhalb der Währungsunion jedoch wieder die Symmetrie (Grafik 7). Eine Konvergenz der Investitionen zwischen Euroländern bringt eine Annäherung der mittelfristigen Wachstumsperspektiven der Volkswirtschaften mit sich und erleichtert so die gemeinsame Geldpolitik in der Währungsunion.

Grafik 7: Wieder mehr Konvergenz im Aufschwung

Standardabweichung im Wachstum der realen Bruttoanlageinvestitionen in den vier großen Euroländern, saisonbereinigt, in Prozent gg. Vq.



Quellen: Eurostat, KfW Research

Investitionsquote tendiert wieder – langsam – nach oben

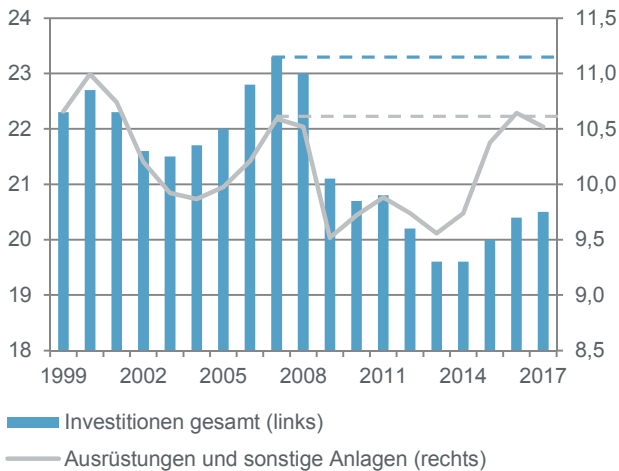
Die Kombination aus konjunkturellem Abschwung und vorherigen (Preis-)Übertreibungen im Bausektor haben die Investitionen als Anteil an der Wirtschaftsleistung nach der Finanzkrise sinken lassen. Im Vergleich zu ihrem Maximum 2007 lag die Investitionsquote zwischenzeitlich fast 4 Prozentpunkte niedriger und hat sich inzwischen bei 20,5 % stabilisiert (Grafik 8). Der Abstand zum Vorkrisenniveau beträgt jedoch immer noch knapp 3 Prozentpunkte. Mit den fehlenden Investitionen geht ein niedrigeres mittelfristiges Wachstumspotenzial einher.

Allerdings ist der Höhepunkt der Investitionsquote 2007 aufgrund der nicht nachhaltigen Investitionen vor allem in Wohnbauten nicht unbedingt eine geeignete Benchmark, die es wieder zu erreichen gilt.⁵ Klammert man beispielsweise die Jahre 2006 und 2007 aus, als sich die Immobilienpreise ihrem Höhepunkt näherten, betrug die durchschnittliche Investitionsquote vor der Krise 22 %. Berücksichtigt man alternativ nur die Investitionen in Ausrüstungsgüter und sonstige Anlagen, bei denen es im Vorfeld nicht zu Übertreibungen gekommen war, hat die Investitionsquote ihr Vorkrisenniveau bereits wieder erreicht – und das obwohl der Boom von 2005 bis 2008 kräftiger war als die derzeitige Aufschwungphase.

Insgesamt lässt sich nur schwer ein „angemessenes“ Niveau für die Investitionsquote identifizieren. Im Licht der Entwicklungen vor der Finanzkrise erscheint das erhebliche Absinken der Quote nach 2008 weniger dramatisch. Gleichwohl bleiben Investitionen für die Sicherung mittelfristiger Wachstumsperspektiven im Euroraum unerlässlich und ihr Anteil am BIP sollte sich dem alten Niveau zumindest wieder schrittweise annähern. Besonders in einzelnen Ländern besteht dabei noch Nachholbedarf.

Grafik 8: Vorkrisenniveau in weiter Ferne

Investitionsquote Eurozone, in Prozent des BIP



Quellen: Eurostat, KfW Research

Nur kleiner Teil der Investitionen erweitert Kapitalstock

Aus Investitionsquoten kann jedoch nicht direkt auf den tatsächlichen Kapitalstock geschlossen werden, der für die Erzielung künftiger Produktivitäts- und Wachstumsfortschritte einer Volkswirtschaft zur Verfügung steht. Dafür ist zum einen eine Preisbereinigung notwendig. Dies ist umso wichtiger, da sich die Preise von Investitionsgütern deutlich anders entwickeln können als die allgemeinen Verbraucherpreise. So sinken etwa die Preise von Gütern der Informations- und Kommunikationstechnik (qualitätsbereinigt) jedes Jahr merklich. Dieser Trend zeigt sich auch in der wenig dynamischen Preisentwicklung der Ausrüstungsinvestitionen insgesamt, zu denen diese Güter zählen (vgl. Grafik 5). Bei IKT-Gütern resultiert also bereits eine seitwärts laufende Investitionsquote in einer Zunahme des realen Kapitalstocks.⁶ Zum anderen bildet die Investitionsquote üblicherweise das Verhältnis aus Bruttoanlageinvestitionen zum BIP ab. Um die Entwicklung des Kapitalstocks einer Volkswirtschaft nachzeichnen zu können, sind aber Nettogrößen erforderlich, es müssen also die jährlichen Abschreibungen berücksichtigt werden.

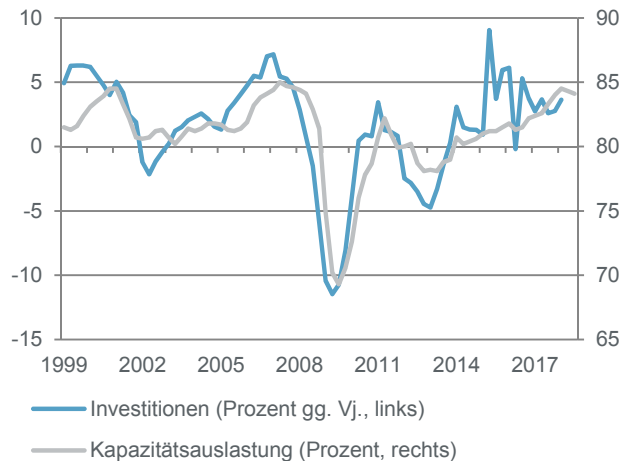
Der reale Kapitalstock beläuft sich in der Eurozone etwa auf das Dreifache der jährlichen Wirtschaftsleistung, also knapp 31 Bio. EUR (in Preisen von 2010). Mit der Krise nahm die Kapitalintensität zu, da der Kapitalstock zu einem großen Teil aus langlebigen Gütern besteht und daher relativ beständig ist, das BIP in der Krise aber kurzfristig einbrach. Üblicherweise werden knapp 6 % des Kapitalstocks jedes Jahr abgeschrieben. Von den jährlichen Bruttoanlageinvestitionen flossen nach der Krise etwa 90 % in den Ersatz alter Kapitalgüter, nur gut 10 % blieben durchschnittlich, um den Kapitalstock zu erweitern. In Italien reichten die zuletzt niedrigeren Investitionen nicht mehr aus, um die Substanz zu erhalten. Dort sinkt der reale Kapitalstock seit 2013 jedes Jahr, inzwischen um insgesamt 71 Mrd. EUR bzw. 1,4 %. Auch wenn dies noch kein gravierender Rückgang ist, ist es seit Gründung der Eurozone unter den großen Volkswirtschaften doch einmalig, dass der Kapitalstock sinkt.

Gute Bedingungen für Investitionen, aber nicht sehr gute

Im Euroraum insgesamt ist das Umfeld für Investitionen weiterhin überwiegend freundlich. Unternehmen können mit steigender Nachfrage nach ihren Produkten rechnen, die Arbeitslosigkeit sinkt und Haushalte profitieren von Zuwächsen bei den Realeinkommen, die Haushaltslage im Staatssektor hat sich entspannt und die Finanzierungsbedingungen bleiben günstig mit Realzinsen teilweise im negativen Bereich. Der aktuelle Aufschwung läuft bereits fünf Jahre lang und die Auslastung der industriellen Kapazitäten ist stetig gewachsen. Seit Beginn der Datenerfassung lag sie nur zweimal höher als zu Beginn des Jahres 2018: einmal 1990 und einmal 2007. Die Kapazitätsauslastung ist dabei eng mit der Investitionstätigkeit (der Unternehmen) verbunden (Grafik 9).

Grafik 9: Kapazitätsauslastung birgt Investitionsbedarf

Eurozone, saisonbereinigt



Quellen: Eurostat, EU Kommission

Zwei hemmende Faktoren begrenzen jedoch das Wachstum der Investitionen und könnten dies auch in der näheren Zukunft tun: Erstens herrscht in Europa eine latente politische Unsicherheit. Dazu trägt u. a. der Brexit bei. Noch immer kann ein harter Brexit nicht ausgeschlossen werden. Selbst für die Zeit nach der Frist Ende März 2019, zu der Großbritannien die EU offiziell verlassen wird, sind die künftigen Handels- und Wirtschaftsbeziehungen der beiden Volkswirtschaften noch unklar, daher halten sich Unternehmen mit Investitionen zurück. Das dürfte sich auch im kommenden Jahr nicht schlagartig ändern. Weitere politische Unsicherheiten betreffen die Eurozone selbst. Durch die Finanz- und später die Schuldenkrise sind Schwächen in der Architektur der Eurozone zum Vorschein gekommen, die vorher nicht erkannt oder ignoriert wurden. Um die Probleme anzugehen passte man einige Rahmenbedingungen inzwischen zwar an; in den letzten Jahren hat sich das Reformtempo aber wieder deutlich verlangsamt und wichtige Schritte, z. B. zur Vollendung der Bankenunion oder zur Abfederung asymmetrischer Schocks, stehen noch aus. Zudem schwelen ungelöste politische Konflikte, z. B. in der Frage der Migration, und die neue italienische Regierung schwenkte zuletzt auf einen europapolitischen Konfrontationskurs ein. In diesem Umfeld dürfte die politische Unsicherheit in Europa so schnell nicht auf das Niveau vor der Finanzkrise zurückgehen (Grafik 10).

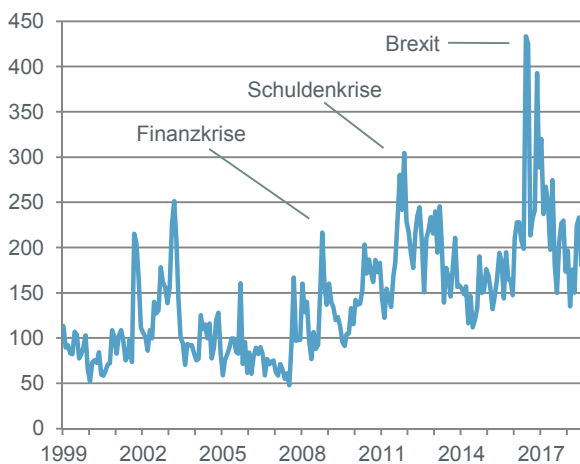
Der zweite Faktor, der das Wachstum von Investitionen in Zukunft abmildern könnte, ist die Konjunktur. Zwar ist der Aufschwung noch stabil, jedoch hat sich das Tempo der wirtschaftlichen Expansion in diesem Jahr verringert. Ein Teil dieser Entwicklung ist lediglich dem Umstand geschuldet, dass das Wachstum 2017 ungewöhnlich dynamisch war und insofern unbedenklich. Einen Einfluss könnte aber auch das Risiko eines Handelskrieges gehabt haben und diese Gefahr besteht angesichts der zuletzt schnellen Politikwechsel in den USA nach wie vor. KfW Research schätzt, dass der Aufschwung zwar anhält, das Wirtschaftswachstum in der Eurozone sich 2018 und 2019 jedoch leicht verlangsamt.

Wirtschaftswachstum bei der Prognose von Investitionen Haupteinflussfaktor

Bei einer Einschätzung, wie sich in diesem Umfeld die Investitionen im Euroraum entwickeln, hilft ein statistisches Prognosemodell. Dieses basiert auf wichtigen Einflussfaktoren auf die Investitionstätigkeit und berechnet aus diesen das voraussichtliche Wachstum im Jahr 2018 und 2019 (s. Kasten). Natürlich unterscheiden sich die Einflussgrößen je nach Investor: So hängen Wohnbauinvestitionen z. B. von den Einkommenserwartungen der privaten Haushalte ab und öffentliche Investitionen sind mit der Einnahme- und Ausgabesituation des Staates verbunden. Beides ist wiederum mit der Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage verknüpft, die der hauptsächliche Treiber für Unternehmensinvestitionen ist. Daher kann das BIP-Wachstum als guter Indikator für die Investitionen sämtlicher Sektoren dienen.⁷

Grafik 10: Weiterhin erhöhte politische Unsicherheit

Wirtschaftspolitische Unsicherheit in Europa, Index



Quellen: Baker / Bloom / Davis, KfW Research

Zu den weiteren Variablen mit Prognosekraft für Investitionen zählt die Unternehmensverschuldung. Mikroökonomische Untersuchungen haben gezeigt, dass hoch verschuldete Betriebe weniger investieren.⁸ Dies gilt insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen sowie besonders für die Zeit nach der Finanzkrise, in der im Privatsektor die Priorität häufig auf der Rückführung sehr hoher Verschuldungsgrade lag.⁹ Des Weiteren sind die Fremdkapitalkosten für Anlageentscheidungen von Bedeutung, da Investitionen oftmals fremdfinanziert werden. Gleichzeitig bildet der in das Modell einfließen-

de Realzins Opportunitätskosten von Investitionen ab: Bei hohen Realzinsen bevorzugen Unternehmen die (nahezu) sichere Finanzanlage in Staatsanleihen anstelle von risikobehafteten Investitionen. Um Unsicherheit und daraus resultierende Zurückhaltung bei Investoren abzubilden, verwendet das Modell die Volatilität des Aktienmarktes.

Im Prognosemodell ist vor allem das BIP-Wachstum bedeutend für die Entwicklung der Investitionen.¹⁰ In den letzten knapp 20 Jahren konnte das Modell die Investitionstätigkeit im Euroraum gut vorhersagen (Grafik 11). Abweichungen in der jüngsten Vergangenheit lassen sich zum Teil mit massiv verzerrten Investitionsdaten aus Irland erklären, die aus Veränderungen in der Steuergesetzgebung resultierten.

Prognosemodell

Zur Prognose künftiger Investitionen in der Eurozone verwenden wir ein statistisches Modell und greifen auf Paneldaten aus der Eurozone zurück. Gestützt auf Beobachtungen aus den vier größten Euroländern Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien im Zeitraum von 1999 bis 2018 (zum Teil erste Datenpunkte verfügbar) schätzen wir ein Modell für die jährliche Veränderungsrate der realen Bruttoanlageinvestitionen. Die Schätzung verwendet fixe Ländereffekte, um länderspezifische Besonderheiten in der Investitionstätigkeit aufzugreifen sowie nach Ländern geclusterte robuste Standardfehler.

$$GFCF_{it} = \beta_1 + \alpha_i + \beta_2 GDP_{it} + \beta_3 DEBT_{it-2} + \beta_4 IR_{it-1} + \beta_5 VSTOXX_{it-1} + \beta_6 CRISIS + \epsilon_{it}$$

In der Gleichung steht i für die Länder, t für die Zeitperioden, β für die zu schätzenden Koeffizienten und α für die fixen Ländereffekte. Die Schätzung der Investitionen basiert auf dem realen BIP-Wachstum, der Unternehmensverschuldung als Anteil am BIP, den Realzinsen für fünfjährige Staatsanleihen, der Aktienmarktvolatilität und einer Dummy-Variable, die im Krisenjahr 2009 den Wert eins annimmt. Um eine Vorhersage für den Euroraum insgesamt treffen zu können, unterstellen wir, dass die Zusammenhänge zwischen den Variablen für die Währungsunion und die vier großen Einzelländer identisch sind.

Das Modell verwendet Jahresdaten. Sind unterjährige Daten verfügbar, aggregiert das Modell diese zu Jahreswerten. So können möglichst aktuelle Beobachtungen verwendet und Einflussfaktoren mit einer kürzeren Zeitverzögerung im Modell genutzt werden. Prognosen für die Wachstumsrate der Bruttoanlageinvestitionen können so für das laufende und kommende Jahr abgeleitet werden. Beispiel: Aus den heute verfügbaren monatlichen Realzinsen berechnet das Modell einen Wert für 2018 und nutzt diesen zur Prognose der Investitionen 2019.

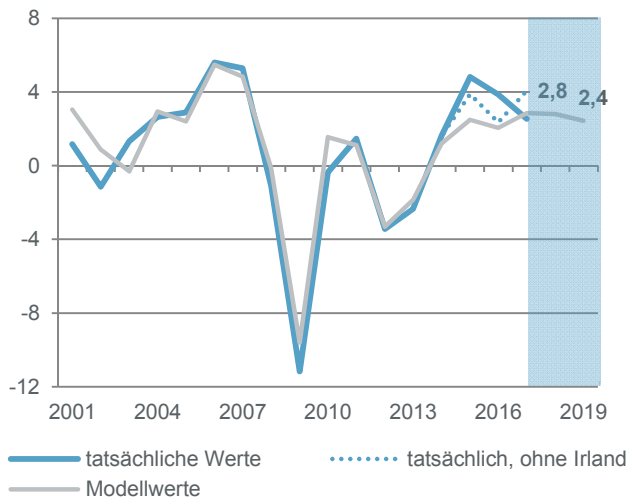
Ausblick: Wachstum der Investitionen bleibt konstant

Auf Basis der KfW Research BIP-Prognosen für 2018 und 2019 für die vier größten Euroländer ist für das laufende Jahr ein Wachstum der realen Investitionen im Euroraum von 2,8 % zu erwarten. Im kommenden Jahr könnte das Plus

2,4 % betragen. Damit blieben die Zuwächse etwa auf dem Niveau wie in den letzten beiden Jahre (+3,9 % und +2,5 %). Im Vergleich zu den anderen BIP-Komponenten würden die Investitionen damit voraussichtlich leicht überdurchschnittlich wachsen. Dies ist konsistent mit einer graduellen konjunkturellen Abkühlung nach einem mehrjährigen Aufschwung und sehr gut ausgelasteten Industriekapazitäten. Die Investitionen sind dabei sensitiv gegenüber Änderungen in den Annahmen zur gesamtwirtschaftlichen Nachfrage: Würde sich das BIP im Euroraum um 0,5 Prozentpunkte schlechter entwickeln als von uns erwartet, läge das Wachstum der Investitionen lediglich bei 1,9 und 1,5 % in den Jahren 2018 und 2019.

Grafik 11: Modell nah am tatsächlichen Werten

Reale Bruttoanlageinvestitionen Eurozone, in Prozent gg. Vj.



Quelle: KfW Research

Für die Investitionsquote bedeuten die vorhergesagten Zuwächse weiter moderate Fortschritte. Die Quote stiege basierend auf den Prognosen von KfW Research zu Investitionen, BIP und Inflation 2018 auf nominal 20,7 % des BIP und 2019

auf 20,8 % – nach 20,5 % im Vorjahr. Um die Investitionsquote wieder auf ihr mittleres Niveau der Jahre 1999 bis 2005 zu heben, kann es bei diesem Tempo bis zu 10 Jahren dauern.

Um ein noch dynamischeres Wachstum hervorzurufen, könnte die Politik an einigen strukturellen Faktoren ansetzen. Diese bestimmen neben den makroökonomischen Einflüssen das wirtschaftliche Umfeld, setzen die regulatorischen Rahmenbedingungen und beeinflussen darüber Investitionsentscheidungen von Unternehmen. Um Potenziale für zusätzliche Investitionen zu heben, sollten etwa übermäßige bürokratische Belastungen für die Wirtschaft vermieden werden, Verwaltung und Justiz schnell und effizient arbeiten, um den Unternehmen Planungssicherheit zu geben, und Korruption bekämpft werden. Ferner hängen einige betriebliche Investitionsentscheidungen von der Qualität der bereitgestellten öffentlichen Infrastruktur ab, also z. B. den Verkehrswegen, der Energiesicherheit oder den Bildungseinrichtungen.¹¹

Eine gezielte Förderung von Investitionen setzt häufig an den Finanzierungsengpässen der Unternehmen an. So lassen sich etwa Ausgaben für Forschung und Entwicklung steuerlich begünstigen oder Abschreibungsregelungen für Kapitalgüter anpassen, um deren Anschaffung attraktiver zu machen. Für viele Unternehmen in der Eurozone stellt die Finanzierung von Investitionen derzeit aber nicht die höchste Hürde dar. Vielmehr beklagen sie eine erhöhte Unsicherheit und entsprechend weniger stabile Geschäftserwartungen. Um hier zu unterstützen, sollte die Politik bemüht sein, bei einigen Themen Klarheit zu schaffen. Dazu gehört beispielsweise der Brexit, bei dem Firmen möglichst frühzeitig die Rahmenbedingungen für künftigen Handel aber auch den Personenverkehr kennen müssen. Zudem würde das wirtschaftliche Umfeld für Investitionen durch eine weitere Stabilisierung der Eurozone verbessert. Seit der Finanzkrise wurden mit dem ESM oder der Bankenunion bereits verschiedene Sicherheitsmechanismen geschaffen. Um den Währungsraum noch krisenresistenter zu machen, sind diese Ansätze zu stärken und noch weiter zu entwickeln. ■

Wenn Sie keine Publikation von KfW Research verpassen wollen, abonnieren Sie unseren kostenlosen E-Mail-Newsletter.
Zur Anmeldung

¹ Es erfolgte eine eigenständige Berechnung der sektorspezifischen Deflatoren zur Preisbereinigung der nominalen Investitionen anhand der verfügbaren Deflatoren nach Anlageart. Dabei wurde die Annahme getroffen, dass Haushalte ausschließlich in Wohnimmobilien investieren und Unternehmen sowie die Staaten im Euroraum zu den gleichen Teilen in Ausrüstungen, Wohn- und Nichtwohnbauten und sonstige Anlagen investieren wie es in Deutschland der Fall ist (für Deutschland waren die Daten vollständig gegeben).

² Freilich haben hier die nominalen Investitionen dennoch zugenommen und zwar um jeweils gut 40 % seit 1999.

³ Vgl. UBS 2018, Eurozone investment: What does the hard data say?, European Economic Perspectives, 9 May 2018.

⁴ Vgl. Deutsche Bank Research 2018, Investing in the future, but which future?, Focus Europe Special, 7 March 2018.

⁵ Vgl. EU Kommission 2017, Investment in the EU member states: An analysis of drivers and barriers, Institutional Paper 062, October 2017.

⁶ Vgl. Bundesbank 2016, Zur Investitionstätigkeit im Euro-Raum, Monatsbericht Januar 2016.

⁷ Andere mögliche Variablen, wie die Kapazitätsauslastung, die ebenfalls eng mit der Investitionstätigkeit zusammenhängt, sind gleichzeitig mit dem BIP-Wachstum korreliert und daher zur simultanen Verwendung im Modell nicht geeignet. Für das Modell haben wir uns für das BIP entschieden und verwenden KfW Research-Prognosewerte am aktuellen Rand. Dies hat den Vorteil, dass so zusätzlich eine Erwartungskomponente über die künftige Wirtschaftsentwicklung Berücksichtigung findet.

⁸ Vgl. IWF 2016, Investment, firm size, and the corporate debt burden: A firm-level analysis of the euro area, Euro Area Policies Selected Issues, IMF Country Report No. 16/220.

⁹ Freilich ist die Unternehmensverschuldung vor allem ein Indikator für Unternehmensinvestitionen. Diese sind jedoch auch für den größten Teil der gesamtwirtschaftlichen Investitionen maßgeblich.

¹⁰ Dies deckt sich mit den Ergebnissen anderer Modelle zur Erklärung der Investitionstätigkeit, vgl. Kopp, E. 2018, Determinants of U.S. business investment, IMF Working Paper, WP/18/139 sowie EU Kommission 2017, a. a. O.

¹¹ Für eine detaillierte Ableitung von Politikempfehlungen zur Steigerung von Investitionen, vgl. ebd. und EZB 2016, Business investment developments in the euro area since the crisis, Economic Bulletin, Issue 7.