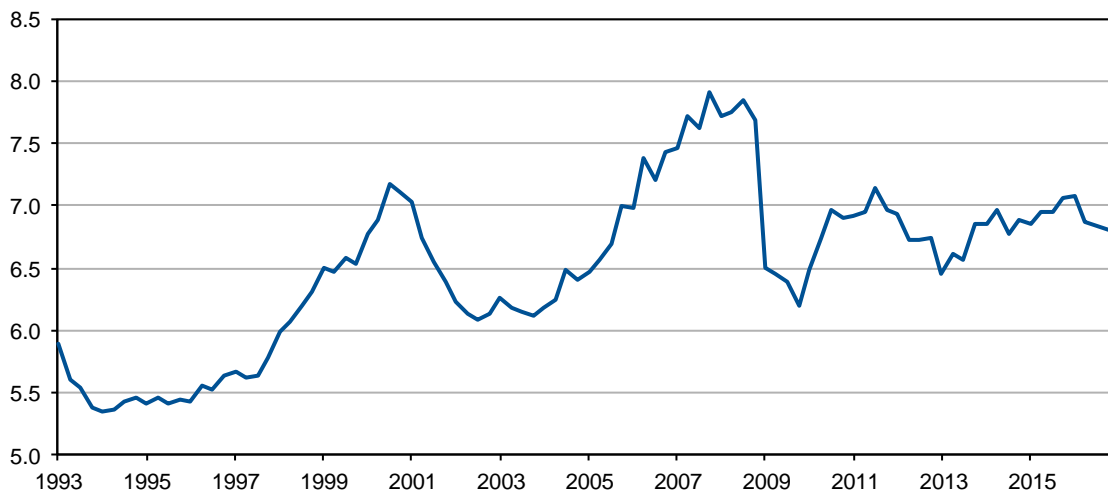


Ausrüstungsinvestitionen und aktuelle Stimmung

Seit Jahren wird von einem Investitionsstau in Deutschland gesprochen. Gemeint ist, dass auf Basis fundamentaler Aspekte wie Wachstum, Zinsen und angestrebtem Wachstumspotenzial die Investitionsquote zu niedrig ist. Es wurden bereits viele Gründe für die mutmaßliche Investitionszurückhaltung diskutiert. Eine Ursache scheint vor allem die anhaltende Unsicherheit zu sein; denn seit der Finanzkrise besteht nicht nur ein Konjunkturrisiko, sondern es mehren sich auch grundsätzliche Zweifel an der Nachhaltigkeit des mittelfristigen Wachstumspfad vieler Länder. Das Vertrauen in anhaltendes Wachstum als Grundlage für Investitionsentscheidungen ist erschüttert und hat viele Unternehmen zu einem eher reaktiven Verhalten bewogen. Unternehmen investieren, wenn die Auftragsbücher gefüllt sind und nicht auf Grundlage von Erwartungen und Opportunitäten.

Abb. 1: Ausrüstungsinvestitionen zum BIP, in %



Quelle: Statistisches Bundesamt

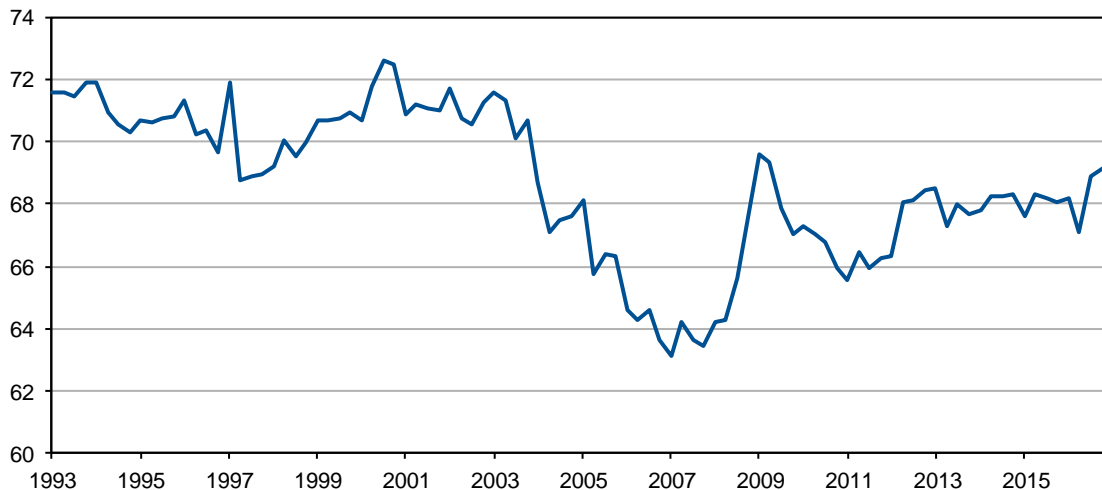
Am aktuellen Rand scheint sich das Bild etwas aufzuhellen. So sind im ersten Quartal 2017 die realen Ausrüstungsinvestitionen um 1,2 % zum Vorquartal angestiegen, nachdem sie in den drei Quartalen zuvor um insgesamt fast 3 % zurückgegangen waren. Gemessen am Rekordniveau des Ifo-Index sind die Unternehmen extrem optimistisch, was den kurzfristigen Ausblick angeht. Die Eigenkapitalquote im deutschen Mittelstand steigt schon seit Jahren an, während Kreditzinsen anhaltend niedrig sind. All dies versetzt Unternehmen in die gute Lage, durch Fremd- oder Eigenmittelfinanzierung Investitionen zu tätigen. Doch hat das zur Folge, dass das Investitionsvolumen auf gesamtwirtschaftlicher Ebene deutlich ansteigen wird. Oder gibt es neben den üblichen Risikoeinschätzungen auch fundamentale Risiken, die das Investitionsverhalten beeinflussen könnten?

Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen und Wirtschaftswachstum – entscheidende Treiber für Investitionen

Empirische Analysen (Kausalitätstests) deuten darauf hin, dass eine Veränderung der Arbeitnehmerquote (Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen) zu einer Veränderung in der Investitionsquote (Ausrüstungsinvestitionen relativ zum BIP) führt. Sprich: Steigt der Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen und reduziert sich damit der relative Anteil des Unternehmer- und Vermögenseinkommens, so belastet dies die Perspektive für Ausrüstungsinvestitionen. Empirische Analysen zeigen auch, dass die Arbeitnehmerquote vor allem seit 2003 einen zunehmend negativen Einfluss auf die Investitionsquote hat. Ein weiterer, wenn auch nicht überraschender Treiber ist das BIP-Wachstum. Auch hier scheint die Kausalität eindeutig: Stärkeres

Wachstum führt zu einer höheren Investitionsquote. Dabei ist es weniger die Investitionszurückhaltung, die das Wachstum belastet, sondern eine schwache Wirtschaftsdynamik dämpft die Investitionsbereitschaft. Wie Keynes grundsätzlich argumentiert, wird das Wachstum vor allem durch die Nachfrage bestimmt. Allerdings spielt das Investitionsverhalten eine entscheidende Rolle in der Bestimmung des Potenzialwachstums.

Abb. 2: Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen in Deutschland, in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Berechnungen

Zwei entscheidende Treiber der Investitionsquote beeinflussen diese in den letzten Jahren negativ: Das relativ niedrige Wirtschaftswachstum in Deutschland und der steigende Anteil der Arbeitnehmer am zu verteilenden volkswirtschaftlichen Kuchen. Die Arbeitnehmerquote ist in Folge von Reformen und Rezession zwischen 2003 und 2007 von rund 71 % des BIP auf unter 64 % gesunken. Die Investitionsquote ist in dieser Zeit von rund 6 % auf fast 8 % des BIP angestiegen. Seitdem ist der Arbeitnehmeranteil wieder auf rund 69 % geklettert – im Schnitt einen halben Prozentpunkt pro Jahr. Gemäß IKB-Schätzungen hat der Anstieg der Arbeitnehmerquote von fast 5 % die Investitionsquote um ca. 1 Prozentpunkt belastet. Hätte der Arbeitnehmeranteil bei unter 64 % verharrt und wäre nicht auf das aktuelle Niveau gestiegen, so wäre die Investitionsquote rund einen Prozentpunkt höher und damit auf dem Niveau von 2006/2007. Allerdings ist fraglich, ob das BIP-Wachstum in diesem Fall nicht schwächer gewesen wäre, da der private Konsum durch niedrigere Lohnsteigerungen belastet gewesen wäre.

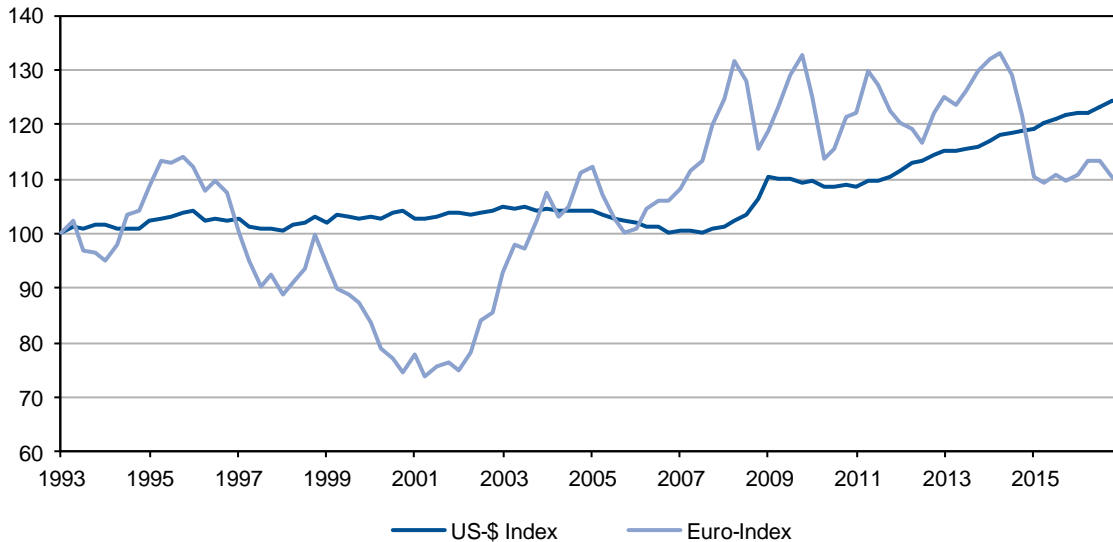
Die Rolle steigender Lohnstückkosten

Während viele Aspekte das BIP-Wachstum beeinflussen, ist der Anstieg des Arbeitnehmeranteils am Volkseinkommen vor allem auf Entwicklungen am Arbeitsmarkt zurückzuführen. Zwischen 1993 und 2007 sind die Lohnstückkosten um 0,4 % angestiegen. Zwischen 2010 und 2017 lag der Anstieg bei fast 14%. Steigende Löhne und relativ moderates Produktivitätswachstum sind seit 2010 offensichtliche Gründe für den Anstieg des Arbeitnehmeranteils am Volkseinkommen. Allerdings kann ein moderates Produktivitätswachstum auch damit zusammenhängen, dass eine höhere Wertschöpfung durch Dienstleistungen, die eher arbeitsintensiv sind, erfolgt. So würde eine Volkswirtschaft, die vor allem durch Dienstleistungen wächst, notgedrungen eine niedrigere Produktivität von Arbeit bzw. steigende Lohnstückkosten ausweisen. Dann wäre eine niedrigere Investitionsquote auch nicht unbedingt ein Indiz für ein schwächeres Potenzialwachstum. Allerdings beinhalten Ausrüstungsinvestitionen auch Ausgaben für Forschung und Entwicklung, die im Dienstleistungssektor eine bedeutende Rolle spielen. Der Beitrag des Dienstleistungssektors zur Wirtschaftsleistung ist allerdings in Deutschland seit 20 Jahren relativ stabil (zwischen 68 % und 70 % der Bruttowertschöpfung).

Der Niedriglohnsektor erlaubt Menschen mit relativ niedriger Produktivität den Zugang zum Arbeitsmarkt. Inzwischen hat Deutschland einen der größten Niedriglohnsektoren (Schätzungen gehen von über 20 % des lokalen Arbeitsmarktes aus) in der EU. Dies wird oftmals negativ bewertet. Da jedoch der Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen seit der Finanzkrise ebenfalls tendenziell ansteigt, kann nicht pauschal argumentiert werden, dass Kapital bzw. Unternehmen einen immer größeren Teil des Volkseinkommens auf Kosten des Niedriglohnsektors erhalten. Es scheint sich eher um ein Verteilungsprob-

lem bei den Arbeitnehmern zu handeln. Trotz des wachsenden Niedriglohnssektors gilt für die gesamte Wirtschaft, dass die durchschnittlichen realen Löhne seit 2010 kontinuierlich steigen. Angesichts eines moderaten Produktivitätswachstum hat dies deutliche Erhöhungen der Lohnstückkosten und damit auch einen zunehmenden Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen zur Folge. Investitionszurückhaltung und Wettbewerbsverluste sind die Kehrseite. Allerdings konnte zumindest die sinkende Wettbewerbsfähigkeit gegenüber Nicht-Euro-Ländern in den letzten Jahren durch einen relativ schwachen Euro-Devisenkurs kompensiert werden, sodass das Exportwachstum bis dato weniger stark von der Lohnentwicklung beeinflusst wurde.

Abb. 3: Lohnstückkosten in Deutschland: Index 1993=100



Quellen: Statistisches Bundesamt; IKB-Berechnungen

Fazit: Die Investitionen in die Kapazitätsausweitung der deutschen Wirtschaft werden in den letzten Jahren generell als zu niedrig angesehen. Auch wenn die Unsicherheit über den mittelfristigen Konjunkturverlauf die Investitionsentscheidungen beeinflusst, ist sie nicht der alleinige Grund für ausbleibende Investitionen. Ein wachsender Arbeitnehmeranteil am Volkseinkommen sowie das eher moderate Wirtschaftswachstum sind weitere bestimmende Faktoren, die die Dynamik der Ausrüstungsinvestitionen negativ belasten. Der schwache Euro neutralisiert aktuell noch die daraus resultierenden internationalen Wettbewerbsverluste. Doch darauf sollte sich die deutsche Wirtschaft nicht dauerhaft verlassen. Ein weiterer Anstieg des Arbeitnehmeranteils am Volkseinkommen – auch womöglich aufgrund politischer Entscheidungen in Folge der Bundestagswahl – würde die Arbeitsmarktreformen von 2003 bis 2007 gänzlich neutralisieren und damit die Investitionsquote weiter belasten.

Disclaimer:

Diese Unterlage und die darin enthaltenen Informationen begründen weder einen Vertrag noch irgendeine Verpflichtung und sind von der IKB Deutsche Industriebank AG ausschließlich für (potenzielle) Kunden mit Sitz und Aufenthaltsort in Deutschland bestimmt, die auf Grund ihres Berufes/ Aufgabenstellung mit Finanzinstrumenten vertraut sind und über gewisse Erfahrungen, Kenntnisse und Sachverstand verfügen, um unter Berücksichtigung der Informationen der IKB Deutsche Industriebank AG ihre Anlage- und Wertpapier(neben)dienstleistungsentscheidungen zu treffen und die damit verbundenen Risiken unter Berücksichtigung der Hinweise der IKB Deutsche Industriebank AG angemessen beurteilen zu können. Außerhalb Deutschlands ist eine Verbreitung untersagt und kann gesetzlich eingeschränkt oder verboten sein.

Die Inhalte dieser Unterlage stellen weder (i) eine Anlageberatung (ii) noch eine individuelle Anlageempfehlung, (iii) noch eine Einladung zur Zeichnung (iv) noch eine Willenserklärung oder Aufforderung an den Kunden ein Angebot zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten abzugeben oder einen Vertrag über eine Wertpapier(neben)dienstleistung zu schließen, dar. Die Unterlage wurde nicht mit der Absicht erarbeitet, einen rechtlichen, steuerlichen oder bilanziellen Rat zu geben. Empfehlungen und Prognosen stellen unverbindliche Werturteile zum Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage dar. Die Angaben beziehen sich ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Unterlage. Eine Änderung der Meinung des Verfassers ist daher jederzeit möglich, ohne dass dies notwendigerweise publiziert wird. Die in der Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln nicht zwangsläufig die Meinung der IKB wider. Prognosen zur zukünftigen Entwicklung geben Annahmen wieder, die sich in Zukunft als nicht richtig erweisen können; für Schäden, die durch die Verwendung der Unterlage oder von Teilen davon entstehen, wird nicht gehaftet.

Bei der Unterlage handelt es sich auch nicht um eine Finanzanalyse im Sinne des WpHG. Sie unterliegt daher nicht den aufsichtsrechtlichen Anforderungen an eine Finanzanalyse. Die inhaltlichen und organisatorischen Vorgaben an eine Finanzanalyse sind nicht anwendbar. Ein Verbot des Handelns vor Veröffentlichung besteht nicht.

Die vorliegende Unterlage ist urheberrechtlich geschützt. Das Bearbeiten oder Umarbeiten der Unterlage ist untersagt. Eine Verwendung der Unterlage für gewerbliche Zwecke, auch auszugsweise, ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der IKB Deutsche Industriebank AG zulässig.

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

40474 Düsseldorf
Wilhelm-Bötzkens-Straße 1
Telefon +49 211 8221-0

Volkswirtschaft und Research
Telefon +49 211 8221-4118

30. Juni 2017
Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG
Rechtsform: Aktiengesellschaft
Sitz: Düsseldorf
Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Karl-Gerhard Eick
Vorsitzender des Vorstands: Dr. Michael H. Wiedmann
Vorstand: Claus Momburg, Dr. Jörg Oliveri del Castillo-Schulz, Dirk Volz