

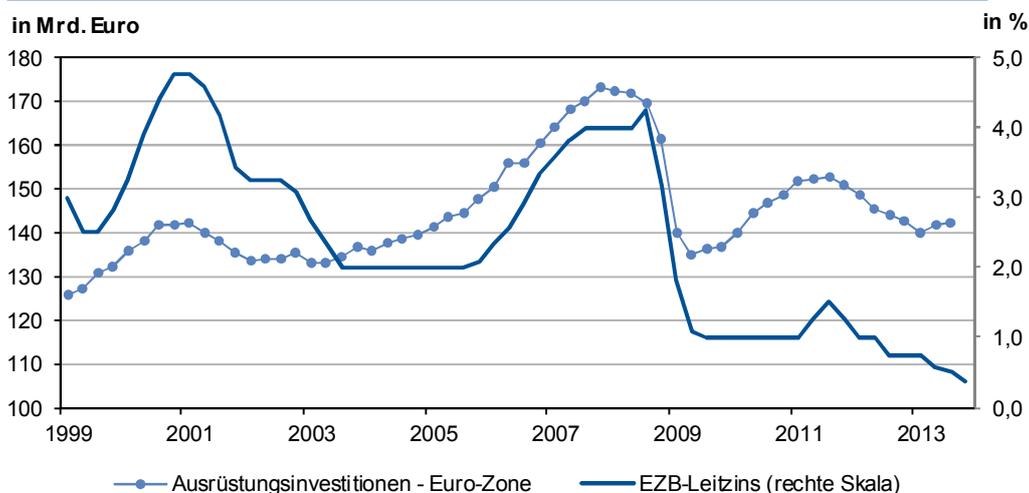
Dr. Klaus Bauknecht  
[klausdieter.bauknecht@ikb.de](mailto:klausdieter.bauknecht@ikb.de)

Der Investitionszyklus in Deutschland und der Euro-Zone zeigt erste Anzeichen einer Wende. Oftmals wird darauf verwiesen, dass die Ausrüstungsinvestitionen generell zu niedrig sind, insbesondere gemessen am Produktionsniveau. Dies hat wiederum Erwartungen geschaffen, dass sich die erholende Investitionstätigkeit der Unternehmen zum wichtigen Wachstumstreiber entwickeln sollte, vor allem in Deutschland, wo sich das BIP sehr deutlich über dem Niveau von 2007 bewegt, die Ausrüstungsinvestitionen dagegen immer noch zurückliegen. In Südeuropa, wo das BIP noch spürbar unterhalb des Vorkrisenniveaus liegt, wäre eine zurückhaltende Investitionsbereitschaft weniger überraschend, scheint es doch deutliche Überkapazitäten zu geben.

Gibt es einen Investitionsstau in Deutschland, der trotz wachsender Produktion ein zögerliches Investitionsverhalten verursacht? In welchem Maße ist die aktuelle Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen anders als in vorherigen Erholungsphasen, und hat sich die Investitionsdynamik seit der Finanz- bzw. Eurokrise grundsätzlich verändert? Um den Zusammenhang zwischen Ausrüstungsinvestitionen und BIP näher zu beleuchten, hat die IKB empirische Schätzungen für Deutschland und die Euro-Zone durchgeführt. Der Fokus der Analyse liegt nicht auf dem Versuch, das Investitionsverhalten vollständig zu erklären, sondern festzustellen, ob es seit der Krise grundlegende Veränderungen gegeben hat, bzw. ob sich die Elastizität/Sensitivität der Ausrüstungsinvestitionen zum BIP-Wachstum verändert hat und was daraus für den Investitionsausblick für 2014 folgt.

Investitionen bestimmen die Kapitalbasis und somit das potenzielle BIP. Ein höheres BIP-Wachstum benötigt somit zum einen eine höhere Kapitalbasis, auch wenn Technologie und der Produktionsfaktor Arbeit ebenfalls berücksichtigt werden müssen. Zum anderen ist es aber auch eine höhere Nachfrage, welche die Investitionen vorantreibt, wenn Kapazitäten ausgelastet sind und die steigende Nachfrage das Unternehmerv Vertrauen stärkt. Empirische Ergebnisse zeigen allerdings eindeutig, dass in Deutschland der BIP-Anstieg Anstoß für höhere Ausrüstungsinvestitionen ist und nicht anders herum. Wirtschaftswachstum ist entscheidend, was sich auch im Verhältnis zwischen Zinsen und Investitionen sehr deutlich zeigt. Erwartet wird ein negativer Einfluss: Steigen die Zinsen, erhöhen sich die Kapitalkosten, wodurch sich die Nachfrage nach Investitionsgütern reduziert. Abbildung 1 veranschaulicht jedoch ein positives Verhältnis. Der Grund hierfür ist, dass steigende Zinsen die wirtschaftliche Erholung widerspiegeln. Erholt sich die Konjunktur, steigen Investitionen und Zinsen.

Abb. 1: Ausrüstungsinvestitionen und Leitzins - Euro-Zone



Quellen: Eurostat; EZB; IKB

Im Klartext: **Ausrüstungsinvestitionen werden primär durch Wirtschaftswachstum und damit ansteigendes Unternehmerv Vertrauen getrieben – und nicht durch niedrigere Zinsen.** Steigt die Nachfrage nach Gütern, werden Unternehmen selbst bei höheren Zinsen ihre Kapazitäten erweitern. Dies bestätigt die Einschätzung, dass die Fiskalpolitik durch ihren direkten Einfluss auf das BIP-Wachstum einen deutlich höheren Einfluss auf die Konjunktur hat als die Geldpolitik. Negative Konsequenzen aus der Konsolidierungspolitik lassen sich durch Geldpolitik kaum neutralisieren. Zudem wird die Konjunktur nicht dadurch angetrieben, dass die Zinsen um ein paar Basispunkte gesenkt werden. Vielmehr erhöht sich die Nachfrage nach Gütern durch zurückkehrendes Vertrauen und zunehmenden Wettbewerb.

Die Ergebnisse für Deutschland können auch für die Euro-Zone bestätigt werden. Deswegen ist **ein schwächerer Euro** in diesem Zusammenhang **deutlich sinnvoller für die Stimulierung der Nachfrage und damit letztendlich für die Ausweitung der Investitionen als eine weitere Zinssenkung der EZB um 10 oder 25 Basispunkte**. Eine weitere Zinssenkung sollte daher primär vor dem Hintergrund ihrer Implikationen für den Wechselkurs beurteilt werden.

Sind die deutschen Ausrüstungsinvestitionen gemessen am BIP zu niedrig? Empirische Analysen zeigen, dass sich das Verhältnis zwischen BIP und Ausrüstungsinvestitionen seit der Finanzkrise in der Tat verändert hat. So ist eine höhere Sensitivität der Ausrüstungsinvestitionen zum aktuellen BIP-Wachstum ersichtlich. Zudem hat das aktuelle BIP einen deutlich höheren Erklärungsgrad als in den Vorkrisenjahren. So scheint die Investitionsentscheidung von Unternehmen seit der Finanzkrise zunehmend durch die aktuelle Produktion bzw. Lageeinschätzung bestimmt zu sein. Im Umkehrschluss heißt dies, dass die Erwartungen aktuell eine untergeordnete Rolle spielen. Zuerst muss die Erholung in den Auftragsbüchern **nachhaltig** ersichtlich sein, bevor die Kapazitäten ausgeweitet werden und Unternehmen womöglich ihre Verschuldung anheben. Dies gilt für die Euro-Zone als Ganzes, aber auch für Deutschland. Der Einfluss des aktuellen BIP-Wachstums auf die Veränderung der Ausrüstungsinvestitionen hat sich für beide deutlich erhöht. Tabelle 1 zeigt ausgewählte, von der IKB ermittelte empirische Ergebnisse. Obwohl das deutsche BIP-Wachstum seit der Finanzkrise insbesondere im Vergleich zur Euro-Zone relativ hoch war, scheint die Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung der Euro-Zone die deutschen Investitionsentscheidungen ähnlich beeinflusst zu haben wie die der gesamten Euro-Zone.

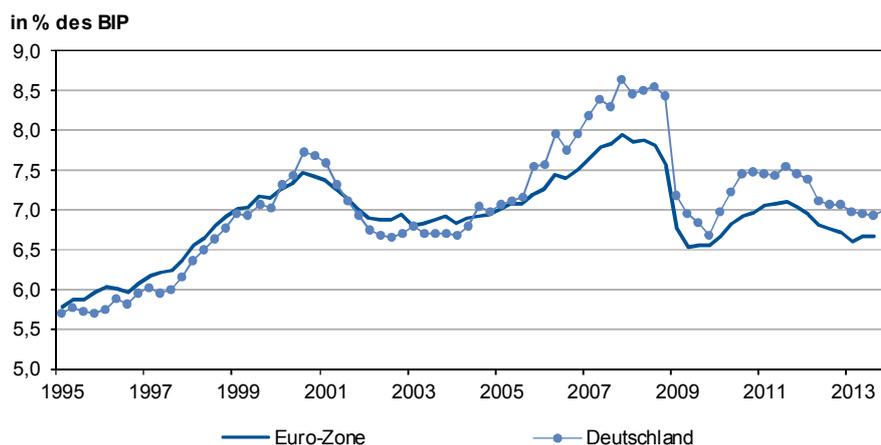
**Tabelle 1: Ausgewählte empirische Ergebnisse**

	1995 – 2008 Q3	2008 Q4 – 2013
Elastizität der Veränderung der Ausrüstungsinvestitionen zum BIP-Wachstum		
Euro-Zone	2,2	4,1
Deutschland	1,5	3,5
Erklärungsgrad des BIP-Wachstums		
Euro-Zone	0,32	0,91
Deutschland	0,16	0,75

Quelle: IKB

Grundsätzlich werden Investitionen infolge von technologischem Fortschritt oder erwarteten Marktopportunitäten nur dann getätigt, wenn die Auftragsbücher (BIP-Wachstum) voll sind. Dies begründet den hohen Erklärungsgrad in Tabelle 1, den das aktuelle BIP-Wachstum seit der Krise für die Bestimmung der Ausrüstungsinvestitionen aufweist. Generell ist diese Entwicklung jedoch nicht verwunderlich. In Phasen von allgemeinem Optimismus basieren Investitionsentscheidungen oftmals auf zu positiven Erwartungen. Der daraus resultierende Investitionsboom ist häufig nicht nachhaltig bzw. viele Investitionen entlarven sich im Nachhinein als Kapitalverlust. In einer Rezession sind die Unternehmen eher pessimistisch und zögern mit ihren Investitionen bis der Nachfrageanstieg die Produktion an ihre Grenzen treibt. Deshalb ist auch der Arbeitsmarkt ein Nachzügler der konjunkturellen Erholung. Die Auf- und Abwärtsphasen lassen sich in Abbildung 2 erkennen. Allerdings deuten die in Tabelle 1 dargestellten Strukturbrüche auf eine deutlich einflussreichere Rezessionsphase hin, als dies früher der Fall war, was auf das Ausmaß der Finanz- und Eurokrise zurückzuführen ist.

**Abb. 2: Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen in Relation zum BIP**



Quellen: Eurostat, Statistisches Bundesamt, IKB

Sollte das BIP in der Euro-Zone deutlich ansteigen, ist von einem nennenswerten Wachstum der Investitionen auszugehen – allerdings von einem immer noch niedrigen Niveau. **So kann sehr wohl im aktuellen Umfeld von einem Investitionsstau ausgegangen werden, der wegen der Finanz- und Eurokrise deutlich größer ausfällt als in vorherigen konjunkturellen Erholungsphasen.** Das gilt für die Euro-Zone und Deutschland. Ein deutsches BIP-Wachstum von 2 % in 2014 würde zu einem Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen um gut 6 % führen. Es ist allerdings damit zu rechnen, dass sich mit einer nachhaltig aufhellenden Konjunktur der Einfluss des aktuellen BIP-Wachstums auf die Ausrüstungsinvestitionen erneut relativieren sollte: Das grundsätzliche Investitionsniveau/Unternehmervertrauen steigt, der Einfluss des aktuellen BIP reduziert sich.

Aktuell sollten sich die Ausrüstungsinvestitionen in der Euro-Zone weiter erholen, unterstützt sowohl durch erhöhte Sensitivität zum BIP als auch ein positives BIP-Wachstum in 2014 und 2015. Allerdings ist auf Basis der Größe des erwarteten Wachstums sowie des aktuellen Niveaus der Ausrüstungsinvestitionen in der Euro-Zone mit einem überschaubaren absoluten Anstieg zu rechnen, was durch möglicherweise vorhandene Überkapazitäten zu erklären ist.

### **Fazit**

Die Höhe der Ausrüstungsinvestitionen wird in der Euro-Zone und in Deutschland primär von der konjunkturellen Entwicklung beeinflusst – und weniger durch die Höhe der Zinsen. Unternehmen bauen dann Kapazitäten auf, wenn die Auftragsbücher voll sind. Nach mehreren Krisenjahren ist die Höhe der Investitionen gegenwärtig weniger von Erwartungen abhängig, als von der aktuellen Lage. So benötigt die Euro-Zone in erster Linie eine direkte Stimulierung ihrer Nachfrage. Weitere marginale Zinssenkungen sind weniger entscheidend für das Investitionsverhalten und damit letztendlich den Arbeitsmarkt. Eine Abwertung des Euro könnte vor diesem Hintergrund deutlich effektiver sein. Basierend auf einer BIP-Wachstumserwartung von ca. 2 % in 2014 sowie einer erhöhten Sensitivität der Ausrüstungsinvestitionen zur aktuellen Konjunkturerwartung ist 2014 von einem Investitionswachstum in Deutschland von rund 6 % auszugehen. Das deutet einen aktuellen Investitionsstau an, der sich mit dem Eintreten der erwarteten konjunkturellen Belebung relativieren sollte, insbesondere wenn das deutsche BIP-Wachstum über mehrere Quartale deutlich zulegen sollte.

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

12. März 2014

Herausgeber: IKB Deutsche Industriebank AG

Rechtsform: Aktiengesellschaft

Sitz: Düsseldorf

Handelsregister: Amtsgericht Düsseldorf, HR B 1130

Vorsitzender des Aufsichtsrats: Bruno Scherrer

Vorsitzender des Vorstands: Hans Jörg Schüttler

Vorstand: Dr. Dieter Glüder, Claus Momburg, Dr. Michael H. Wiedmann