



WIRTSCHAFTSPOLITISCHER KOMMENTAR 27/3/2015

## Was ist die richtige Investitionshöhe?

von NORBERT F. TOFALL

- Die derzeitige Investitionsschwäche beruht auf dem Fehlen eines Marktpreises für die intertemporale Kapitalallokation. Die daraus folgende Verunsicherung der Investoren führt zur Investitionszurückhaltung. Kredite können dann noch so günstig sein, die Investitionstätigkeit wird nicht nachhaltig angeregt werden.
- Zum Teil ausgeglichen, wenn auch nicht gänzlich durchbrochen werden können diese Wirkungen durch unternehmerische Innovationen, die so überzeugend sind, daß Investoren auf jeden Fall in sie investieren. In Deutschland wird die Umsetzung derartiger Innovationen indes von vornherein durch zahlreiche Auflagen und Interessengruppen erschwert und verhindert. Zukünftige Meldungen über eine anhaltende Investitionsschwäche in Deutschland sollten uns deshalb nicht verwundern.

An diesem Mittwoch brachte die Bundesregierung ihr Investitionspaket von zusätzlich 15 Mrd. Euro für die Zeit bis 2018 auf den Weg. Wolfgang Schäuble betont, „daß das eine ganz entscheidende Maßnahme für die wirtschaftliche Entwicklung“ sei. Das arbeitgebernahe Institut der deutschen Wirtschaft (IW) Köln stellte im Januar 2015 fest, daß die deutsche Wirtschaft unter ihren Möglichkeiten bleibe, was vor allem für Investitionen gelte. Das gewerkschaftsnahe Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) der Hans Böckler Stiftung sieht das genauso. Im November 2014 warnte das DIW Berlin, daß die Investitionsschwäche den Wirtschaftsstandort Deutschland gefährde. Und schon im Sommer 2014 stellte der DIHK eine Investitionsschwäche in Deutsch-

land fest. Das Bundesfinanzministerium trat vorsorglich bereits im März 2014 dem Bundeswirtschaftsministerium entgegen und bestritt, daß es in Deutschland eine Investitionsschwäche gebe. Das hielt den Bundeswirtschaftsminister jedoch nicht davon ab, Ende August 2014 eine Expertenkommission aus Wissenschaftlern, Unternehmens- und Gewerkschaftsvertretern und Vertretern von Verbänden einzuberufen, welche seitdem die Behebung der deutschen Investitionsschwäche erörtern. Doch was ist die richtige Investitionshöhe?

Unstrittig dürfte sein, daß die öffentliche Infrastruktur in Deutschland marode ist, weil es in den vergangenen Jahren versäumt wurde, sie zu erhalten. Da eine intakte Infrastruktur wie z.B.



intakte Kölner und Leverkusener Rheinbrücken allgemein wünschenswert sind, kann in diesem Sinne von einer öffentlichen Investitionslücke gesprochen werden. Der Maßstab, an dem diese Investitionslücke zu messen ist, sind die subjektiven Präferenzen der Menschen, die sich eine intakte Infrastruktur wünschen. Eine ganz andere Frage ist, ob die Schließung dieser Lücke durch neue Schulden, Steuererhöhungen oder durch Einsparungen in anderen öffentlichen Bereichen finanziert werden soll, ob man sogar Straßenprivatisierungen mit entsprechender privater Finanzierung in Erwägung zieht oder ob man die notwendigen Infrastrukturinvestitionen aufgrund wichtigerer anderer Projekte weiterhin zurückstellt.

Wesentlich komplexer wird unsere Ausgangsfrage bei Betrachtung der Bruttoanlageinvestitionen in Deutschland. Diese sind für die zukünftige ökonomische Entwicklung unseres Landes entscheidend, weil sie die Höhe, Zusammensetzung und intertemporale Struktur des Kapitalstocks bestimmen. Dabei darf man sich Kapital und den Kapitalstock nicht als ein homogenes Aggregat vorstellen, sondern als einen Fluß von Kapitalgütern und Leistungen.

Zur Erinnerung: Kapital sind die von Individuen subjektiv mit Marktpreisen bewerteten Kapitalgüter. Kapitalgüter sind jene Produktionsfaktoren, die in jeder Zwischenetappe eines konkreten Produktionsprozesses benötigt werden. Die Zwischenetappen der Produktionsprozesse ergeben sich aus dem vom Akteur verfolgten Produktionsziel und seiner subjektiven Perspektive, seinen individuellen Präferenzen und Einschätzungen sowie seinem individuellen Wissen. Nicht alle Vermögensgegenstände sind Kapitalgüter, sondern nur jene, die nach subjektiver Einschätzung und individueller Präferenz eines Akteurs in einem Produktionsprozeß zur Erreichung des Produktionszieles benötigt wer-

den. Entsprechend ist die Bewertung dieser Kapitalgüter höchst subjektiv und kann nur durch Marktpreise bewertet werden, welche die subjektiven und individuellen Ziele und Präferenzen der Menschen und ihre subjektiven und individuellen Einschätzungen über die zukünftigen Zahlungen, die durch die Endprodukte auf dem Markt vielleicht erzielt werden, widerspiegeln. Die Höhe des Kapitals, der Kapitalwert, ergibt sich deshalb aus den zukünftigen, diskontierten Erwartungen der handelnden Menschen. Darüber hinaus unterscheiden sich reiche und arme Gesellschaften nicht dadurch, daß reiche Volkswirtschaften mehr Güter und Arbeit einsetzen und einen höheren technologischen Wissensstand haben. Reiche und arme Volkswirtschaften unterscheiden sich hauptsächlich durch den Grad und die Art und Weise der Verknüpfung und Verflechtung von Kapitalgütern.

Unter Berücksichtigung dieser grundlegenden Zusammenhänge sind Aussagen über die richtige Investitionshöhe besonders problematisch. Denn die richtige Investitionshöhe hängt von den zukünftigen Erwartungen der Menschen und ihren subjektiven Bewertungen der zukünftigen Zahlungen aus möglichen Investitionen ab. Und obwohl niedrigste Zinsen *ceteris paribus* höhere Kapitalerwartungswerte der möglichen Investitionen bedeuten, bleibt die Investitionstätigkeit in unserer derzeitigen ökonomischen Situation schwach. Offensichtlich unterscheiden heutige Investoren sehr genau, ob die derzeitigen Zinsen auf dem Markt wirkliche Marktzinsen sind, welche die subjektiven und individuellen Ziele und Präferenzen der Menschen und zukünftige wirtschaftliche Möglichkeiten widerspiegeln, oder ob es staatlich manipulierte Zinsen sind. Würden die Investoren diese Unterscheidung nicht treffen und den niedrigen, staatlich manipulierten Zins für den Marktzins halten, bestünde für sie die Gefahr, in die Falle der Überinvestition zu laufen, die



Friedrich August von Hayek beschrieben hat. Da die Investoren heute nicht in diese Falle laufen, probieren es die Zentralbanken sogar mit Negativzinsen.

Die derzeitige Investitionsschwäche beruht also auf dem Fehlen eines Marktpreises für die intertemporale Kapitalallokation. Die daraus folgende Verunsicherung der Investoren führt zur Investitionszurückhaltung. Kredite können dann noch so günstig sein, die Investitionstätigkeit wird nicht nachhaltig angeregt werden. Sie verschiebt sich aber wahrscheinlich in konsumnähere, weil leichter zu kalkulierende Bereiche, woraus abermals zukünftige Wachstumseinbußen folgen werden.

Zum Teil ausgeglichen, wenn auch nicht gänzlich durchbrochen werden können diese Wirkungen nur durch unternehmerische Innovationen, die so überzeugend sind, daß Investoren auf jeden Fall in sie investieren. In den USA ist dies in den letzten Jahren z.B. im Energiesektor, aber nicht nur dort, gelungen. Ob in der richtigen Investitionshöhe kann natürlich auch niemand sagen. In Deutschland wird die Umsetzung derartiger Innovationen indes von vornherein durch zahlreiche Auflagen und Interessengruppen erschwert und verhindert. Zudem wendet man sich gegen das Freihandelsabkommen TTIP, führt Frühverrentungen, Mindestlöhne und Geschlechterquoten ein und belastet vor allem Familienunternehmen durch eine Reform der Erbschaftssteuer. Die negativen Effekte eines fehlenden Marktpreises für die intertemporale Kapitalallokation werden dadurch nicht ausgeglichen, sondern verstärkt. Zukünftige Meldungen über eine anhaltende Investitionsschwäche in Deutschland sollten uns deshalb nicht verwundern.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2015 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Norbert F. Tofall; *Redaktionsschluss* 27. März 2015