

markt:aktuell

Kapitalmarktausblick KW 49

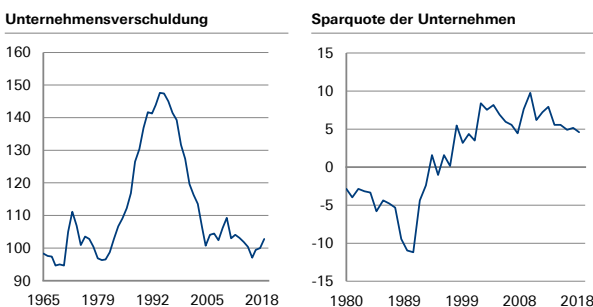
29. November 2019

Zinsen haben kaum Einfluss auf die Unternehmensinvestitionen – Beispiel Deutschland

In den Lehrbüchern wird eine idealtypische Volkswirtschaft so beschrieben, dass die privaten Haushalte ihre Konsummöglichkeiten nie völlig ausschöpfen, sondern einen Teil ihres Einkommens sparen. Der Konsumverzicht ist notwendig, damit Ressourcen frei werden für Investitionen, die die Basis für Produktivitätswachstum bilden. Idealtypisch leihen sich daher die Unternehmen die Ersparnisse der privaten Haushalte zum Gleichgewichtszins. Lange Zeit war dies eine adäquate Beschreibung der Realität.

Einen ersten Riss bekam dieses Modell jedoch mit den Entwicklungen in Japan in den 1990er-Jahren. Eine Dekade zuvor spekulierten japanische Unternehmen in erheblichem Umfang kreditfinanziert mit Aktien und Immobilien, sodass die Unternehmensverschuldung von 96,5 % des BIP 1980 bis auf 147,6 % des BIP im Jahr 1993 stieg. Die Finanzblase platzte, und der gesamte japanische Unternehmenssektor war de facto pleite. Als eine Reaktion darauf wurden die Investitionen auf das absolut notwendige Minimum reduziert und jeglicher überschüssiger Cashflow zum Schuldenabbau verwendet. Die Sparquote der Unternehmen verzeichnete vor diesem Hintergrund einen dramatischen Umschwung von -11,2 % des BIP 1991 bis auf +8,4 % des BIP 2002. Die japanischen Unternehmen fingen nun auch an zu sparen. In diesem Umfeld war die Geldpolitik wirkungslos und die Nullzinsen hatten keinerlei stimulative Wirkung. Dieses Phänomen wird heutzutage oft als „Balance Sheet Recession“ bezeichnet.

In Japan sparen die Unternehmen schon seit Mitte der 1990er Jahre in % des BIP

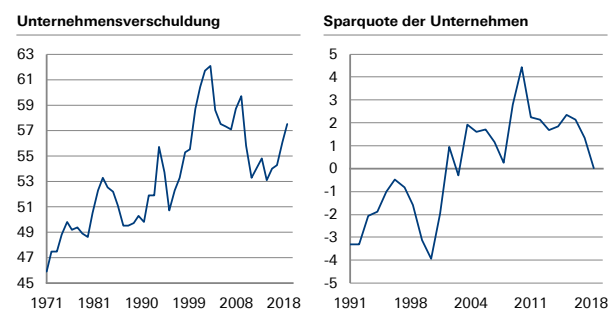


Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 31.12.2018

Inzwischen ist die Unternehmensverschuldung in Japan seit 2004 wieder auf das Niveau der Zeit vor 1980 zurückgefallen – die „Balance Sheet Recession“ ist also überwunden – trotzdem ist die Sparquote der Unternehmen immer noch positiv. Die japanische Wirtschaft ist also immer noch nicht zu einem „normalen“ Zustand zurückgekehrt.

Interessanterweise ist das gleiche Phänomen auch in Deutschland zu beobachten. Dabei erlitten deutsche Unternehmen zu keinem Zeitpunkt seit dem Zweiten Weltkrieg eine „Balance Sheet Recession“ – mussten also nie Schulden abbauen. Trotzdem ist auch in Deutschland seit 2004 eine positive Sparquote der Unternehmen und eine strukturelle Investitionsschwäche zu beobachten. Der Seitwärtstrend der realen Auftragsgänge (Donnerstag) für Investitionsgüter aus dem Inland seit 2004 bestätigt dies.

In Deutschland sparen die Unternehmen seit 2004 in % des BIP



Quelle: Thomson Reuters Datastream; Stand: 31.12.2018

Eine positive Sparquote bei gleichbleibender Verschuldung bedeutet, dass die Unternehmen in Japan und Deutschland in ihren Bilanzen kontinuierlich Liquidität aufbauen. Der Grund dafür ist sicherlich nicht, dass Unternehmen keine Liquidität an den Finanzmärkten bekommen könnten. Im Gegenteil: Es war wahrscheinlich noch nie so einfach wie heute für ein Unternehmen, an Liquidität mit jeglicher gewünschten Laufzeit zu kommen. Die Negativzinsen, die eigentlich weniger zum Sparen und mehr zum Investieren führen sollten, scheinen somit völlig wirkungslos zu sein.

Eine Gruppe von Volkswirten leitet nun daraus ab, dass der Leitzins immer noch viel zu hoch ist. Erst eine merkliche Reduktion noch tiefer in den negativen Bereich würde den Anreiz zum Sparen ausreichend reduzieren, sodass die Unternehmen wieder investieren. Darüber hinaus wirkt der Negativzins wie eine Steuer auf die zu hohen Ersparnisse, sodass Geld von den ausgabeunwilligen Unternehmen zum ausgabewilligen Staat umverteilt wird.

Eine andere Gruppe von Volkswirten sieht den Grund für die Ausgabenschwäche der Unternehmen im fehlenden Vertrauen in das gegenwärtige Finanzsystem und Geldwesen. Erst eine grundsätzliche Reform zu digitalem Vollgeld, die unter anderem eine merkliche Schuldenreduktion zur Folge hätte, würde das notwendige Vertrauen wiederherstellen. Das Geldwesen wäre auf eine langfristig solide Basis gestellt, der Zins könnte sich frei am Kapitalmarkt bilden und die exzessive Regulierung des Finanzsektors könnte abgebaut werden. Damit wäre auch die dringend notwendige Marktberichtigung von Zombie-Unternehmen möglich, die wieder Wachstumschancen für gesunde Unternehmen eröffnen würde.

Eine dritte Gruppe von Volkswirten sieht den Grund für die Investitionszurückhaltung in der Demografie. Die Unternehmen sehen aufgrund der perspektivisch schrumpfenden Bevölkerung in den Industrieländern und China kein Potenzial für wachsende Märkte und investieren daher nicht. Eigentlich sollte jedoch genau das Gegenteil passieren: Um den Wohlstand zu halten, sollten die Unternehmen mehr investieren, sodass jeder Arbeitnehmer produktiver wird und immer mehr Rentner versorgen kann.

Der Ökonom Robert Shiller beschreibt zudem, dass vorherrschende Narrative einen großen Einfluss auf das Ausgabeverhalten der Wirtschaftsakteure haben können. In der Großen Depression war es beispielsweise in den USA gesellschaftlich nicht akzeptabel, seinen Wohlstand zu offen zeigen, sondern das vorherrschende Paradigma war, sparsam mit seinen Ressourcen umzugehen. Dementsprechend wurde der Kauf von

Immobilien, Autos etc. so lange wie möglich verschoben, was im Endeffekt jedoch die Große Depression nur verlängerte. Derzeit könnte der Klimawandel zum dominanten Narrativ geworden sein, sodass die privaten Haushalte und Unternehmen sich mit Ausgaben zurückhalten, die von der Gesellschaft als klimafeindlich gesehen werden könnten. Gesellschaftlich akzeptabel wären dann nur noch Ausgaben zum Umweltschutz.

Es stehen somit viele mögliche Erklärungen für die anormale positive Sparquote der Unternehmen in Deutschland und Japan im Raum. Hier besteht sicherlich noch viel Forschungsbedarf. Wenn es ein wirtschaftspolitisches Ziel sein sollte, die Inflation wieder auf 2,0 % und den Leitzins der EZB in den positiven Bereich zu bringen, dann würde trotz der unklaren Diagnose viel dafür sprechen, den Investitionsanreiz für Unternehmen zu erhöhen mit Deregulierung, steuerlichen Anreizen, guter Infrastruktur, guter Bildung der Arbeitnehmer sowie einer langfristig ausgerichteten Wirtschaftspolitik.

Konjunkturdaten: Fokus auf die Einkaufsmanagerindizes

Weltweit werden am Montag die Einkaufsmanagerindizes der Industrie und am Mittwoch die Einkaufsmanagerindizes des Dienstleistungssektors veröffentlicht. Die erste Schätzung für November vom vergangenen Freitag zeigte schon eine erkennbare Verbesserung auf globaler Ebene. Sollte sich die Verbesserung in der finalen Fassung bestätigen, wäre es ein weiteres Zeichen dafür, dass die Weltwirtschaft die konjunkturelle Talsohle durchschritten hat. Maßgebliche Gründe für die Verbesserung wären dann die nachlassenden politischen Risiken eines harten Brexits sowie eines eskalierenden Handelskonflikts in Kombination mit einer monetären Expansion.

Eine gute und erfolgreiche Woche wünscht

Edgar Walk
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79
asset_management@metzler.com
www.metzler.com/asset-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.