



# Der naive Glaube an den ewigen Aufschwung

30. August 2019

Autor  
Stefan Schneider  
+49(69)910-31790  
stefan-b.schneider@db.com

[www.dbresearch.de](http://www.dbresearch.de)

Deutsche Bank Research Management  
Stefan Schneider



Mittlerweile teilen auch die offiziellen Prognostiker unsere Meinung, dass Deutschland sich in einer technischen Rezession befindet. Damit beginnen nun auch deutsche Politiker und Kommentatoren in den bis dato überwiegend angelsächsischen Chor einzustimmen, der lautstark staatliche Konjunkturprogramme fordert. Unserer Meinung nach sollte die Politik aber erst antizyklische Maßnahmen ergreifen, wenn wir Gefahr laufen, in eine tiefe Rezession zu fallen. Trotz der zweifellos hohen wirtschaftspolitischen Risiken erwarten wir derzeit ein solches Szenario nicht.

Derzeit wird man als deutscher Ökonom, der immer noch nicht einsehen mag, dass es in Deutschland höchste Zeit für ein massives staatliches Konjunkturprogramm sei, von der Mehrzahl der angelsächsischen Investoren nur milde belächelt. Vor allem dann, wenn man, wie die Deutsche Bank, einer der ersten war, der bereits früh im Jahr vor einer Rezession gewarnt hat.[Ausblick Deutschland: [Die R-Frage](#) vom 5. Februar 2019] Mittlerweile gehen Bundesregierung, Bundesbank sowie einige Forschungsinstitute ebenfalls zumindest von einer technischen Rezession aus, d.h. einem weiteren Rückgang des BIP in Q3 nach -0,1% in Q2.

Worauf also noch warten, fragen EZB, IWF und die Finanzminister der Eurogruppe immer ungeduldiger. Der amerikanische Nobelpreisträger Paul Krugman sieht sogar in der „starrsinnigen“ deutschen Fiskalpolitik eine Hauptquelle für die Probleme der Weltwirtschaft.[1] Dies dürfte angesichts der gerade mal 3,2%, die Deutschland zum globalen BIP (PPP-Basis) beiträgt, etwas viel der Ehr' sein.

## Längster Boom der letzten 50 Jahre neigt sich dem Ende zu

Der deutsche Wirtschaftsminister Altmaier lehnt zwar Konjunkturprogramme alten Stils ab, möchte eine Rezession aber auf jeden Fall vermeiden, bezeichnet dies sogar als Inbegriff der „Staatskunst“.[2] Er verweist zu Recht auf den (außergewöhnlich langen) zehnjährigen Aufschwung, den er gerne noch weiter verlängern möchte. Aus der Konjunkturtheorie wissen wir, dass ein Aufschwung in einen Boom übergeht, wenn die laufende Wachstumsrate über der Trendrate liegt und die aus dem vorhergehenden Abschwung resultierende Unterauslastung der Wirtschaft überwunden ist (positive Produktionslücke). Nach einhelliger Meinung von IWF, OECD und Bundesbank ist dies in Deutschland bereits seit 2014 der Fall. Die aktuelle Phase einer positiven Produktionslücke ist somit die längste der letzten 50 Jahre. Lediglich der Wiedervereinigungsboom, der bereits im Jahr 1988 begann, dauerte genauso lange.



## Der naive Glaube an den ewigen Aufschwung

---

### „Globalsteuerung“ der 60er Jahre endete in der Stagflation

Ähnlich dem Glauben an ein Perpetuum Mobile in der Physik (der durch den 1. Hauptsatz der Thermodynamik widerlegt wurde), gibt es in der Politik und bei einigen Ökonomen den Glauben an einen immerwährenden Aufschwung, bei dem der untere Teil der Konjunkturamplitude durch clevere Politik (Staatskunst) quasi eliminiert werden kann. Angesichts des sinkenden Trendwachstums wird es sogar wahrscheinlicher, dass ein konjunktureller Abschwung zu negativem BIP-Wachstum führt. Mit der sogenannten Globalsteuerung unter Wirtschaftsminister Schiller wurde diese Vorstellung in den 1960er Jahren gar Leitbild der deutschen Wirtschaftspolitik. Anstatt in das ökonomische Schlaraffenland führte sie aber in die Stagflation der 1970er und frühen 1980er Jahre und damit in die schlechteste aller Welten, in der die Arbeitslosenzahl, die Inflation und die Staatsverschuldung kräftig stiegen.

### Logo, bei einer tiefen Rezession muss der Staat ran, ...

Aber halt, sind die Politiker und die sie beratenden Ökonomen nicht viel schlauer geworden? Und hat nicht die Vermeidung eines wirtschaftlichen Armageddon infolge der globalen Wirtschafts- und Finanzkrise gezeigt, dass antizyklische Politik funktioniert? Natürlich war das weltweit koordinierte Handeln von Geld- und Fiskalpolitik in den Jahren 2009/2010 richtig. Allerdings war auch der Weltmarkt zum Jahreswechsel 2008/09 regelrecht kollabiert und innerhalb von nur drei Monaten um rund 15% gefallen. Der Einbruch an den globalen Aktienmärkten signalisierte einen massiven Vertrauensverlust und ganz im Sinne von Keynes hat die staatliche Nachfrage erfolgreich versucht, den Kollaps der privaten Nachfrage auszugleichen.

### ... aber Rückzug im Aufschwung klappt selten

Allerdings haben viele Länder es in der Folge versäumt, beizeiten aus dem Krisenmodus auszusteigen. Die Staatsverschuldung liegt weltweit trotz eines Rückgangs um knapp 7%-Punkte in den letzten drei Jahren noch 23,5%-Punkte über dem Niveau von Q3 2008. Die globale Verschuldung außerhalb des Finanzsektors ist gar um 36%-Punkte von 197,7% des BIP in Q3 2008 auf zuletzt 233,7% gestiegen. Chronisch tiefe Notenbankzinsen sind daran nicht ganz unbeteiligt. Die USA, von wo die lautesten Aufforderungen zum „deficit spending“ an die deutsche Politik kommen, befinden sich in einer wahren Verschuldungsorgie. Das öffentliche Defizit wird nach Schätzungen des CBO im Fiskaljahr 2020 die Schallmauer von einer Billion US-Dollar erreichen. Bei unveränderter Gesetzeslage wird der Schuldenstand in den nächsten zehn Jahren um 15%-Punkte des BIP, wenn es schlecht läuft eventuell gar um 27%-Punkte klettern.

### Haben die Deutschen ein „Schuld“-Problem?

Dass das Wort „Schuld“ in der deutschen Sprache nicht nur eine finanzielle Verpflichtung, sondern auch eine moralische Verfehlung beschreibt, gehört mittlerweile zum Allgemeinwissen auch der Kritiker, die ansonsten wenig Deutschkenntnisse (und häufig auch nur geringe Kenntnisse über Deutschland) vorweisen können. Dieses Homonym versinnbildlicht in den Augen dieser Kritiker die deutsche Obsession in Bezug auf Verschuldung.



## Der naive Glaube an den ewigen Aufschwung

---

### „Money for nothing“ – sollte der Staat zugreifen?

Diese kollektive Paranoia habe sogar masochistische Züge, argumentieren sie. So könne sich doch der Staat zu negativen Zinsen am Markt finanzieren, damit wachstumsfördernde Bildungs- und Infrastrukturinvestitionen auf den Weg bringen, die über das dadurch induzierte höhere zukünftige BIP-Wachstum quasi selbstfinanzierend sind. Nun steht es außer Frage, dass ein höheres Bildungsniveau der Bevölkerung und eine moderne Infrastruktur neben den privaten Investitionen Grundlagen für ein nachhaltiges Wachstum sind. Deutschland hat hier ohne Zweifel Nachholbedarf, wenn auch das pauschale Bild einer „zerbröselnden Infrastruktur“, das Prof. Krugmans Fernanalyse ergibt, sicherlich übertrieben ist. Die Kunst besteht darin, nicht aufgrund kurzfristiger politischer Interessen mit der Gießkanne oder nach dem Motto „viel hilft viel“ zu agieren. Angesichts des massiven Strukturwandels besteht die wahre Staatskunst vielmehr darin, solche Investitionen zu identifizieren, die tatsächlich unser zukünftiges Wachstumspotenzial erhöhen, dabei aber Wahlgeschenke und Klientelpolitik zu vermeiden.

### Zur Verfügung stehende Mittel werden nur schleppend abgerufen

Im ersten Halbjahr 2019 verbuchte der Staat laut volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung einen Finanzierungsüberschuss von 45,3 Mrd. Euro oder 2,7% des BIP. Die Zahlen fallen in H2 üblicherweise niedriger aus, zudem zeigt sich am aktuellen Rand, dass die schwächere Konjunktur auf die Steuereinnahmen durchschlägt. Dennoch zeigt der Überschuss, dass Deutschland derzeit über genügend finanzielle Mittel für höhere staatliche Investitionen verfügt – ganz ohne neue Schulden machen zu müssen! Die Engpässe liegen in der Planung und im Mittelabfluss. Der CDU-Haushaltsexperte Rehberg hat jüngst eine ganze Reihe von Fördertöpfen benannt (Kitas, Digitalisierung, Klimaschutz), aus denen jeweils Milliardenbeträge nicht abgerufen werden.[3] Hierbei spielen komplizierte Planungsprozesse, Hürden durch die föderale Struktur, Personalengpässe in den zuständigen Verwaltungen, aber auch Verzögerungen aufgrund von Bürgerprotesten eine Rolle.

### Die Hälfte der stattlichen Investitionssteigerungen geht mittlerweile in die Preise

Allerdings – und hier schließt sich der Kreis – haben wir zurzeit noch eine sehr hohe Auslastung der Kapazitäten, insbesondere in der Bauindustrie. Seit 2016 stiegen die Anlageinvestitionen des Staates mit einer realen Rate von durchschnittlich knapp 4 ½% pro Jahr. Schaut man genauer hin, so stellt man fest, dass während dieses Zeitraums der Deflator, d.h. die Inflation, für staatliche Investitionsausgaben kontinuierlich von 1,3% im Jahr 2016 auf über 4% im ersten Halbjahr 2019 geklettert ist. Mit anderen Worten, zuletzt ist fast die Hälfte der steigenden Ausgaben für staatliche Investitionen in Form höherer Preise verpufft. Bei den Wohnungsbauinvestitionen gingen in H1 2019 gar knapp zwei Drittel des nominalen Anstiegs gegenüber Vorjahr von 8,3% in die Preise, so dass nur ein realer Anstieg von 3,4% übrig blieb.

### Konjunkturpolitik ist derzeit nicht nötig – Wachstumspolitik umso mehr

Damit sollte klar sein, dass zumindest derzeit ein deutsches Konjunkturpaket nicht angebracht ist und eine Verschwendung von Steuergeldern darstellen würde. Vielmehr sollte der Staat seine bereits angelegte kontinuierliche Erhö-



## Der naive Glaube an den ewigen Aufschwung

---

hung der Bildungs- und Infrastrukturinvestitionen durch eine kluge Standortpolitik begleiten und damit deren Wachstumseffekte erhöhen.

[1] New York Times vom 19. August 2019

[2] Spiegel Online vom 23. August 2019

[3] Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 19.08.2019



## Der naive Glaube an den ewigen Aufschwung

---

© Copyright 2019. Deutsche Bank AG, Deutsche Bank Research, 60262 Frankfurt am Main, Deutschland. Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe „Deutsche Bank Research“ gebeten.

Die vorstehenden Angaben stellen keine Anlage-, Rechts- oder Steuerberatung dar. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder, die nicht notwendigerweise der Meinung der Deutsche Bank AG oder ihrer assoziierten Unternehmen entspricht. Alle Meinungen können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die Meinungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen von der Deutsche Bank veröffentlichten Dokumenten, einschließlich Research-Veröffentlichungen, vertreten werden. Die vorstehenden Angaben werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Angemessenheit der vorstehenden Angaben oder Einschätzungen wird keine Gewähr übernommen.

In Deutschland wird dieser Bericht von Deutsche Bank AG Frankfurt genehmigt und/oder verbreitet, die über eine Erlaubnis zur Erbringung von Bankgeschäften und Finanzdienstleistungen verfügt und unter der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) steht. Im Vereinigten Königreich wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Filiale London, Mitglied der London Stock Exchange, genehmigt und/oder verbreitet, die von der UK Prudential Regulation Authority (PRA) zugelassen wurde und der eingeschränkten Aufsicht der Financial Conduct Authority (FCA) (unter der Nummer 150018) sowie der PRA unterliegt. In Hongkong wird dieser Bericht durch Deutsche Bank AG, Hong Kong Branch, in Korea durch Deutsche Securities Korea Co. und in Singapur durch Deutsche Bank AG, Singapore Branch, verbreitet. In Japan wird dieser Bericht durch Deutsche Securities Inc. genehmigt und/oder verbreitet. In Australien sollten Privatkunden eine Kopie der betreffenden Produktinformation (Product Disclosure Statement oder PDS) zu jeglichem in diesem Bericht erwähnten Finanzinstrument beziehen und dieses PDS berücksichtigen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.