

Döpke, Jörg; Hempell, Hannah S.

**Article — Published Version**

## Die deutsche Wachstumsschwäche: Liegt die Ursache beim Finanzmarkt?

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Döpke, Jörg; Hempell, Hannah S. (2004) : Die deutsche Wachstumsschwäche: Liegt die Ursache beim Finanzmarkt?, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Springer, Heidelberg, Vol. 84, Iss. 10, pp. 667-672

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/42339>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Jörg Döpke, Hannah S. Hempell

## Die deutsche Wachstumsschwäche – liegt die Ursache beim Finanzmarkt?

*Eine Studie von Goldman/Sachs<sup>1</sup> setzt sich mit den Ursachen der deutschen Wachstumsschwäche auseinander. Sie wartet dabei mit einer Erklärung auf, die in der wirtschaftspolitischen Öffentlichkeit starke Beachtung gefunden hat<sup>2</sup>. Danach läge das Kernproblem der deutschen Volkswirtschaft nicht – wie fast durchweg vermutet – auf den möglicherweise überregulierten Arbeitsmärkten, sondern auf dem deutschen Finanz- bzw. Bankenmarkt. Ist diese These stichhaltig?*

Nach dem Papier von Goldman/Sachs liegt das Kernproblem der deutschen Wachstumsschwäche nicht auf den (über-)regulierten Arbeitsmärkten, sondern auf dem Kapitalmarkt. Es wird argumentiert, dass die Kapitalrendite in Deutschland seit geraumer Zeit niedriger sei als im Rest Europas. Zudem sei die deutsche Investitionsquote historisch höher gewesen als in vergleichbaren Volkswirtschaften. Die Kombination aus einer relativ hohen Investitionsquote und niedriger Kapitalrendite spreche dafür, anzunehmen, dass institutionelle Gegebenheiten am deutschen Kapitalmarkt zu einer Sonderentwicklung von Zinsen und Investitionen geführt hätten.

Zum einen, so wird argumentiert, finanzierten sich deutsche Unternehmen überwiegend bei Banken statt direkt am Kapitalmarkt, zum anderen hätte die Existenz von öffentlichen Banken (Sparkassen, Landesbanken) die Kapitalkosten künstlich reduziert. Dieses System sei aber nun unter Druck geraten. Der Wettbewerb zwinge die Banken, Renditen zu erzielen, die international üblich sind. Auch dränge die europäische Union auf eine Liberalisierung des deutschen Bankenmarktes. In der Folge hätten die Banken versucht, ihre Margen zu erhöhen, so dass die Kapitalkosten für die Unternehmen steigen müssen. Dieser Anstieg sei maßgeblich für die gegenwärtige deutsche Wachstumsschwäche. Es werden sogar Parallelen zu Japan gezogen, wo ein ähnlicher Prozess der Anpassung an höhere Kapitalkosten über ein Jahrzehnt gedauert habe. Entsprechend sei mit einem raschen Ende der deutschen Schwäche nicht zu rechnen. Bis interna-

tional übliche Kapitalkosten erreicht seien, müsste das deutsche Wirtschaftswachstum spürbar niedriger sein, als es ohne Anpassungsprozess der Fall wäre.

### Traditionell „zu niedrige“ Kapitalkosten in Deutschland?

In der Studie wird argumentiert, die Kapitalkosten seien in Deutschland besonders niedrig, im Rest Europas dagegen spürbar höher. Zur Begründung dieser These wird zum Teil auf Analysten-Einschätzungen verwiesen. Diese Zahlen sind jedoch aufgrund ihres Ad-hoc-Charakters problematisch.

Eigene Schätzungen zur Höhe der Kapitalkosten werden von Goldman/Sachs auf Basis der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung berechnet. Allerdings ist anzumerken, dass die Gewinnermittlung in der VGR schon an sich sehr schwierig ist. Hinzu kommt, dass international vergleichbare Vermögensgrößen aus der VGR ebenfalls kaum zu gewinnen sind<sup>3</sup>. Grundsätzlich scheint der Befund relativ niedriger Renditen und Kapitalkosten in Deutschland auch durch andere Untersuchungen gedeckt. So beruft sich eine Studie des Instituts der deutschen Wirtschaft auf private Datenban-

<sup>1</sup> Vgl. B. Braodbent, D. Schumacher, S. Schels: No Gain without Pain – Germany's Adjustment to a Higher Cost of Capital, in: Goldman Sachs Global Economics, Nr. 103, London usw., Februar 2004.

<sup>2</sup> Vgl. z.B. den „Economic Focus“ des „Economist“ vom 19. Februar 2004.

<sup>3</sup> Leider ist die Goldman/Sachs-Studie hier nicht ganz eindeutig. Es ist nicht genau nachvollziehbar, wie die Kapitalkosten im Detail berechnet wurden. Zu beachten ist in diesem Zusammenhang auch, dass Goldman/Sachs die erste Version des Papiers korrigiert hat. Wurde zunächst geschätzt, die Kapitalkosten in Deutschland lägen um rund 7 Prozentpunkte unter dem Niveau Resteuropas, betrug der Wert in der korrigierten Fassung nur noch 2,5 Prozentpunkte. Da die Länge des erwarteten Anpassungsprozesses von dem Abstand der Kapitalkosten abhängt, nimmt dies dem Argument einiges von seiner Bedeutung. Einige Probleme der Ermittlung und Bewertung von Renditen werden diskutiert in: Deutsche Bundesbank: Gesamtwirtschaftliche Ertrags- und Kostenentwicklung seit Anfang der neunziger Jahre, in: Monatsbericht, Dezember 2002, S. 39-50.

*Dr. Jörg Döpke, 41, und Hannah S. Hempell, 35, Dipl.-Volkswirtin, sind wissenschaftliche Mitarbeiter im Zentralbereich Volkswirtschaft der Deutschen Bundesbank in Frankfurt am Main. Sie bringen ihre persönliche Auffassung zum Ausdruck.*

ken mit Angaben zu einzelnen Unternehmen<sup>4</sup>. Danach ist die Netto-Umsatz-Rendite deutscher Unternehmen in der Tat recht niedrig. Doch stimmt die Reihenfolge der Länder nicht mit den Zahlen von Goldman/Sachs überein. Nach Goldman/Sachs hat Großbritannien mit deutlichem Abstand die höchste Rendite, gefolgt von Frankreich, Italien und Deutschland. Für den Durchschnitt der Jahre 1995 bis 1999 ermittelt die IW-Studie zwar ebenfalls für Großbritannien die höchste Rendite, jedoch gefolgt von Deutschland, das eine höhere Kennzahl aufweist als etwa Frankreich oder Italien. Zahlen für den EU-Durchschnitt werden nicht angegeben, doch führt das Gewicht der genannten Staaten zu dem Schluss, dass die deutsche Rendite sich knapp unterhalb des EU-Schnittes bewegen müsste.

Gegen die Interpretation von Goldman/Sachs kann auch eingewendet werden, dass die Veränderung der Renditen in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre nicht zwingend zu der Hypothese passt, nach der zunehmende Kapitalkosten die Wachstumsschwäche verursacht hätten. Dies belegt die Abbildung 1. Sie zeigt einen Index der Sachkapitalrendite für die Gesamtwirtschaft der AMECO Datenbank der Europäischen Kommission<sup>5</sup>. Danach zeigt sich zwar ein leichter Anstieg der Kapitalkosten, der jedoch nicht größer ist, als jener der Vergleichsstaaten. Als Erklärung für die spezifische deutsche Problematik kann dieses Faktum vom Verlauf und vom Ausmaß her somit kaum angeführt werden.

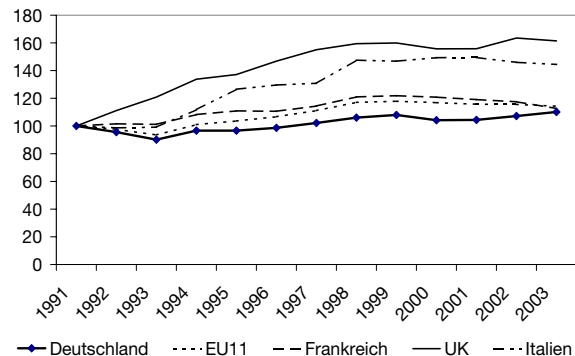
Auch der Sachverständigenrat<sup>6</sup> hat einen Vergleich der (Eigenkapital-)Renditen angestellt. Nach seinen Ergebnissen gibt es wesentliche Unterschiede in der Höhe der Rendite zwischen Frankreich, Deutschland und Italien. Allerdings ist nach seinen Zahlen die deutsche Rendite bis 1997 keineswegs im europäischen Vergleich besonders niedrig gewesen. Vielmehr war die (west-)deutsche Rendite höher als in Italien und ebenso hoch wie in Frankreich. Sogar für die USA ergab sich eine vergleichbare Größenordnung. Schließlich hat auch die Deutsche Bundesbank<sup>7</sup> eine vergleichende Studie zur Höhe der Renditen (auf Basis der BACH-Datenbank) vorgelegt. Danach waren

<sup>4</sup> Vgl. K. Lichtblau, H. Schäfer, I. Stolte: Umsatzrenditen, empirische Bestandsaufnahme und ökonomische Ursacheanalyse für sechs Industrieländer, in: IW-Trends: Quartalshefte zur empirischen Wirtschaftsforschung, 29. Jg. (2002), S. 37-45.

<sup>5</sup> Leider werden keine Renditen, sondern ein Index 1995 = 100 angegeben, der hier auf 1991 = 100 umbasiert wurde. Ein ähnliches Bild ergibt jedoch auch die Studie von L. Cirton: International comparisons of Company Profitability, in: Economic Trends, Nr. 587, Oktober 2002, S. 21-34.

<sup>6</sup> Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Wirtschaftspolitik unter Reformdruck, Jahresgutachten 1999/2000, Stuttgart 2000, S. 59 ff.

**Abbildung 1**  
**Index der Sachkapitalrendite**  
(1991 = 100)



Quelle: Eigene Darstellung nach Daten der AMECO Datenbank („Net return on net capital stock“).

Eigen- und Gesamtkapitalrentabilität in Deutschland zwar niedriger als in den USA, aber höher als in Frankreich. Alles in allem passen die zitierten empirischen Befunde nicht zu der Hypothese, die Kapitalkosten in Deutschland seien historisch besonders niedrig gewesen und bedürften deshalb nun einer Anpassung.

**Anpassungsbedarf auf Grund der bisherigen Struktur des deutschen Bankensystems?**

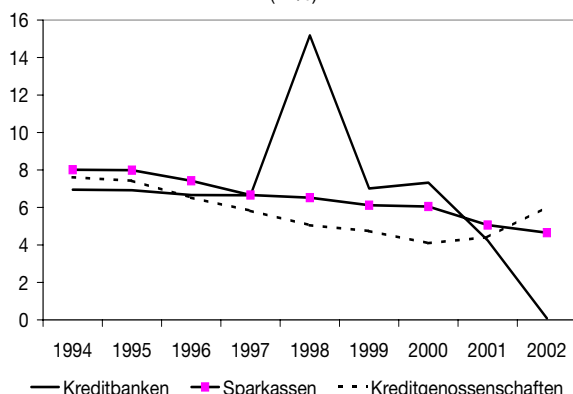
Als wesentlichen Grund für die nach Auffassung der Autoren bis zum Ende der 90er Jahre niedrigeren Kapitalkosten in Deutschland führen Goldman/Sachs die Konditionen bei der Kreditvergabe deutscher Banken an<sup>8</sup>. Diese hätten sich zum einen auf Grund niedrigerer Realzinsen vor der Währungsunion, zum anderen aber auch wegen der Staatsgarantien, die ein großer Teil des deutschen Bankensektors genießt, deutlich günstiger refinanzieren können. Zudem machen sie grundsätzlich die Eigentümerstruktur des deutschen Bankensystems mit seinem starken öffentlichen und genossenschaftlichen Sektor verantwortlich für, gemessen an einem privaten Gewinnmaximierungsverhalten, zu niedrige Kreditkosten deutscher Unternehmen.

Neben dem Wegfall des deutschen Zinsvorteils im Rahmen der Währungsunion begründen die Autoren ein Ansteigen bzw. einen Anpassungsbedarf der Kreditkosten der Unternehmen mit den einschneidenden strukturellen Veränderungen für private und öffentliche Banken in Deutschland. Danach gehe vor allem auf

<sup>7</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Zur Unternehmensrentabilität im internationalen Vergleich, in: Monatsbericht, Oktober 1997, S. 33-44.

<sup>8</sup> Zudem ist die sehr hohe Bedeutung der Innenfinanzierung deutscher Unternehmen zu bedenken. So betrug die Innenfinanzierungsquote im Jahre 2003 rund 86%. Vgl. Deutsche Bundesbank: Die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsströme im Jahre 2003, in: Monatsbericht, Juni 2004, S. 45-65.

**Abbildung 2**  
**Eigenkapitalrendite nach Bankengruppen<sup>1</sup>**  
(in %)



<sup>1</sup> Jahresüberschuss nach Steuern in % des durchschnittlichen bilanziellen Eigenkapitals (einschließlich Fonds für allgemeine Bankrisiken, jedoch ohne Genussrechtskapital). Die Eigenkapitalrendite für Kreditbanken im Jahr 1998 ist durch Sondereffekte in der „außerordentlichen Rechnung“ (Sonderausschüttungen sowie konzerninterne Übertragungen und damit verbundene teilweise Aufdeckung stiller Reserven) nach oben verzerrt.

Quelle: Gewinn- und Verlustrechnung der Bankbilanzdatenbank der Deutsche Bundesbank.

private Banken ein zunehmender Ertragsdruck durch die Globalisierung der Finanzmärkte und durch den damit verbundenen stärkeren Einfluss des „shareholder value“ aus. Hinzu komme durch Basel II die Notwendigkeit einer Neueinschätzung von Bankrisiken. Gleichzeitig würden für öffentliche Banken – hier besonders hervorgehoben die Sparkassen – mit dem Wegfall der Staatsgarantien Mitte 2005 die Refinanzierungskosten und damit auch deren Kreditzinsen steigen, was nach Einschätzung der Autoren durch eine mögliche Privatisierung der Sparkassen noch beschleunigt werden könnte.

#### Wandel auf dem deutschen Bankenmarkt

Die Rahmenbedingungen für einen einheitlichen europäischen Bankenmarkt wurden bereits Anfang der 90er Jahre geschaffen, insofern ist der Trend zu einer stärkeren Internationalisierung der Bankenmärkte kein Phänomen der letzten Jahre. Jedoch dürfte der Druck der Finanzmärkte auf private deutsche Banken auf Grund der rapiden Verschlechterung ihrer Ertragslage in den letzten Jahren in der Tat zugenommen haben (vgl. Abbildung 2).

Einen wichtigen Einfluss dürften die (internationalen) Finanzmärkte aber – Bankengruppen übergreifend – auf die steigende Verzinsung der Einlagenseite gehabt haben. Die Möglichkeiten der Banken zu Kreuzsubventionierungen zwischen verschiedenen Geschäftsfeldern sind damit erheblich eingeschränkt worden, so dass mögliche Gründe für eine potenzielle

Erhöhung der durchschnittlichen Kreditzinsen in erster Linie auf der Refinanzierungsseite im Einlagengeschäft zu suchen sein dürften. Diese sind jedoch vor allem auf einen verschärften Wettbewerb im Einlagenmarkt zurückzuführen und nicht auf Veränderungen im Bereich der Staatsgarantien.

Darüber hinaus haben international die Fortschritte in der Informationstechnologie deutlich verbesserte Techniken zur Kreditbewertung und damit zur angemesseneren Bepreisung von Krediten ermöglicht. Diese dürften zwar zu risikodifferenzierteren Konditionen, nicht aber zu generell höheren Kreditzinsen führen. Insgesamt fördert diese Entwicklung eine effizientere Kapitalallokation mit positiven sektorübergreifenden Wachstumseffekten, aber auch entsprechenden restriktiven Strukturanpassungen in einzelnen Branchen.

#### Basel II als Katalysator für steigende Kapitalkosten?

In diesem Zusammenhang sind auch die Auswirkungen von Basel II zu sehen: Im Rahmen der dritten Quantitative Impact Study (QIS3) gab es für Deutschland keine Hinweise auf eine durchschnittliche Erhöhung des Eigenkapitalbedarfs der Banken<sup>9</sup>. Allerdings ist auf Grund von Basel II im Zusammenspiel mit den zuvor erwähnten Fortschritten in der Kreditbewertung mit einer stärkeren Risikodifferenzierung nicht nur in der Eigenkapitalunterlegung, sondern damit auch in der Bepreisung von Krediten zu rechnen. Insofern ist zwar für Unternehmen mit geringerer Bonität mit höheren Kapitalkosten zu rechnen, gleichzeitig jedoch auch mit geringeren Kapitalkosten für Unternehmen höherer Bonität.

#### Wegfall der Staatsgarantien = deutlich steigende Kreditzinsen der Sparkassen?

Die Studie stellt als einen wesentlichen Grund für ein Steigen der Kapitalkosten den Wegfall der Staatsgarantien für öffentliche Banken dar. Demgegenüber kommt der IWF in einer empirischen Analyse für Landesbanken jedoch zu dem Schluss, dass diese in der Vergangenheit bei ihrer Refinanzierung einen Vorteil von 25 bis 40 Basispunkten auf Grund ihrer Staatsgarantien verzeichnen konnten<sup>10</sup>. Es ist davon auszugehen, dass dieser Vorteil für Sparkassen deutlich unter diesen Werten liegt, sofern überhaupt diesbezügliche Vorteile bisher systematisch von den Landesbanken

<sup>9</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Ergebnisse der dritten Auswirkungsstudie zu Basel II – Länderbericht Deutschland, 2. Juni 2003, <http://www.bundesbank.de/download/bankenaufsicht/pdf/laenderberichtD.pdf>.

<sup>10</sup> Vgl. Internationaler Währungsfonds: Germany: Selected Issues, Washington 2003, S. 52 sowie Appendix IV, S. 67-71.

**Prüfmaße zur geschätzten Kreditnachfragefunktion**

Bezeichnung	Koeffizient/Statistik
Langfristige Elastizität der realen Unternehmenskredite in Bezug auf das reale BIP	1,27
Langfristige Elastizität der realen Unternehmenskredite in Bezug auf die langfristigen Zinsen	-0,04
Test auf Kointegration <sup>1</sup>	-4,50***
Test auf Normalverteilung <sup>2</sup>	4,36
Test auf Autokorrelation erster/vierter Ordnung <sup>3</sup>	0,18/1,13
Test auf ARCH-Effekte erster/vierter Ordnung <sup>4</sup>	2,92*/1,16
White Test auf Heteroskedastizität	0,62

<sup>1</sup> t-Wert nach dem Verfahren von Stock (1987). <sup>2</sup> Jarque-Bera-Test. Dummy-Variable für einzelne Quartale. <sup>3</sup> Breusch/Godfrey-Test. F-Wert. <sup>4</sup> F-Wert. \*\*\*, (\*\*, \*) bedeutet Ablehnung der jeweiligen Nullhypothese auf dem 1, 5, 10% Signifikanz-Niveau.

an die Sparkassen weitergegeben wurden<sup>11</sup>. Daher ist in Bezug auf das gesamte deutsche Bankensystem hier nur mit einem geringen Einfluss von einigen Basispunkten auszugehen.

Dem Verweis der Studie auf Einflüsse der Eigentümerstruktur von Banken auf deren Marktverhalten ist grundsätzlich sicher zuzustimmen. Allerdings ist gerade im Hinblick auf die Sparkassen anzumerken, dass diese ihre Eigenkapitalbasis, die gleichzeitig notwendige Voraussetzung für eine Ausweitung des Kreditgeschäfts ist, in erster Linie über Gewinthesaurierungen verbreitern können. Somit ist gerade hier eine starke Gewinnorientierung Voraussetzung für eine Mengenausweitung (vgl. Abbildung 2); daher ist eine These von öffentlichen und genossenschaftlichen Mengenmaximierern versus privaten Gewinnmaximierern in dieser Form nicht stimmig.

**Entwicklung der deutschen Bankzinsen am aktuellen Rand**

Hinsichtlich der tatsächlichen Entwicklung der Zinsen für Bankkredite liegen keine Hinweise darauf vor, dass in der Vergangenheit deutsche Bankzinsen für Unternehmenskredite inflationsbereinigt systematisch unter dem EWU-Durchschnitt gelegen hätten. Aktuell weist dagegen die neue harmonisierte EWU-Zinsstatistik für Deutschland im Vergleich zum Durchschnitt der Währungsunion höhere Bankzinsen für Unternehmenskredite aus. Diese Abweichungen dürften sowohl auf konjunkturelle als auch auf strukturelle Faktoren zurückzuführen sein. Neben dem Einfluss des unterschiedlich ausgeprägten Konjunkturverlaufs spielen für

<sup>11</sup> Hierauf deutet auch das erste Rating eines deutschen Sparkassenverbandes hin: In seiner Begründung des sehr guten „Aa3“-Rating für den Westfälisch-Lippischen Sparkassen- und Giroverband (WLSGV) betonte die Ratingagentur Moody's in ihrer Analyse vom 25. August 2004: „The abolition of Anstaltslast and Gewährträgerhaftung post July 2005 is not expected to affect the savings banks' credit quality and the rating of the association's bond.“

das deutsche Bankensystem spezifische Strukturen eine wichtige Rolle. Hierzu zählt das Hausbankprinzip, das mit einer langfristig angelegten Geschäftsbeziehung sowie einer impliziten Liquiditätsversicherung für die Kreditnehmer in konjunkturellen Schwächephasen einhergeht und damit insgesamt eine Glättung der Kreditzinsen über den Konjunkturverlauf unterstützt. Hinzu kommt eine im europäischen Vergleich stärker ausgeprägte Langfristorientierung, die innerhalb der in der Statistik erfassten Fristenbänder zu einer Verzerrung der verglichenen Bankzinsen nach oben geführt haben dürfte<sup>12</sup>. Auch wenn diese Ergebnisse der neuen Zinsstatistik zum jetzigen Zeitpunkt auf Grund des sehr kurzen Beobachtungszeitraums nur begrenzt interpretierbar sind, so deuten sie in jedem Fall nicht auf im europäischen Vergleich „zu niedrige“ Kapitalkosten für deutsche Unternehmen hin.

**Gibt es einen Strukturbruch?**

Die Hypothese von Goldman/Sachs hat auch ökonomisch testbare Implikationen. Träfe die Vermutung zu, so müssten sich die Bestimmungsgründe der Kreditvergabe deutscher Banken im Zeitablauf systematisch verändert haben, mit anderen Worten: es müsste ein Strukturbruch in der Relation zwischen Krediten und gesamtwirtschaftlicher Entwicklung festzustellen sein.

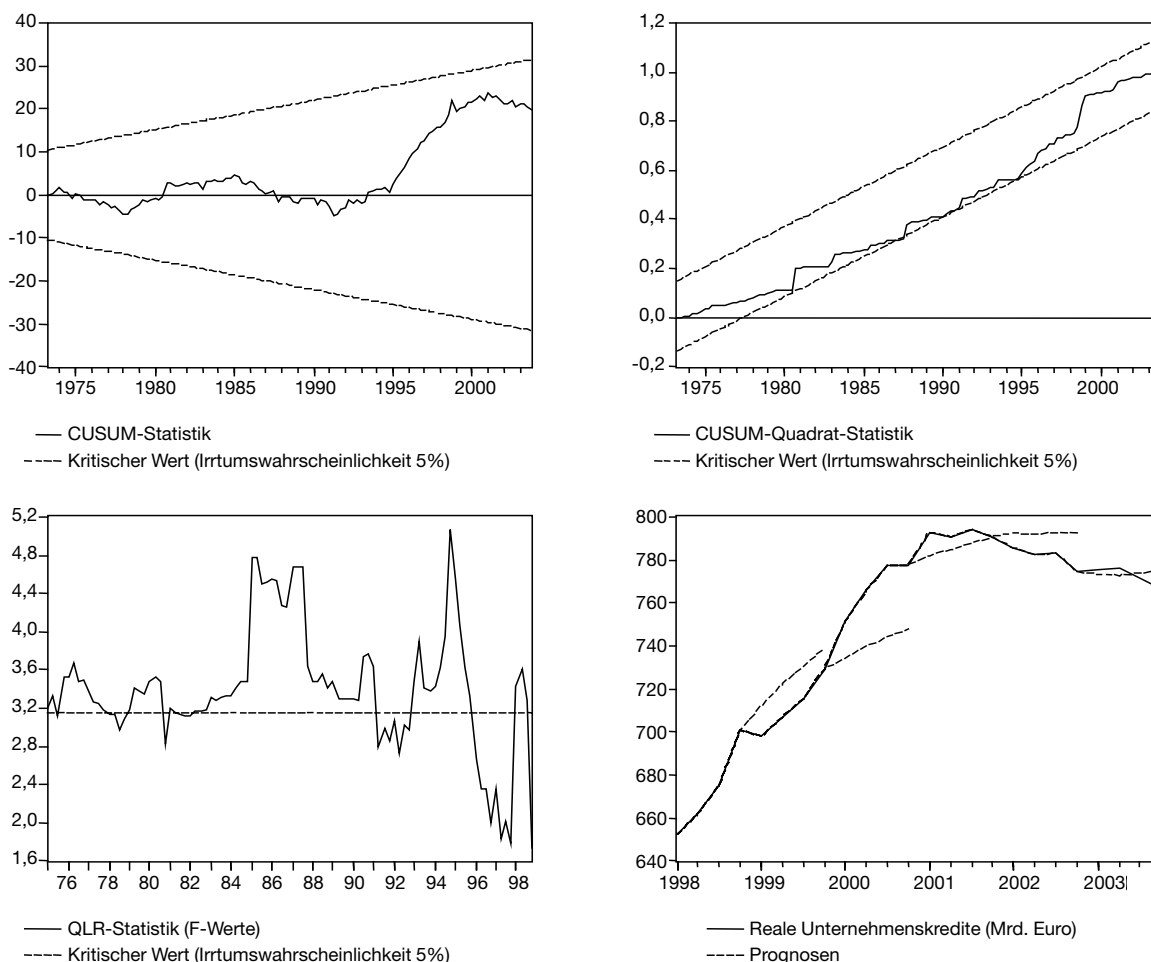
Um zu überprüfen, ob dies tatsächlich der Fall ist, wird eine einfache Kreditnachfragefunktion geschätzt (vgl. Tabelle)<sup>13</sup>. Auf Basis von saisonbereinigten Quartalsdaten für den Zeitraum 1970 bis 2003 wird für die an deutsche Unternehmen vergebenen preisbereinigten Kredite eine Funktion geschätzt, die postuliert, dass die Kreditvergabe vom realen Bruttoinlandsprodukt als Maß für die konjunkturelle Lage und den langfristigen Zinsen abhängt. Das Modell wird in Form eines Fehlerkorrekturmodells geschätzt. Die Hypothese einer Kointegrationsbeziehung kann nicht abgelehnt werden, übliche Teststatistiken deuten auf eine angemessene Spezifikation. Trotz dieser extrem simplen Spezifikation ergeben sich ökonomisch plausible und statistisch interpretierbare Ergebnisse.

Träfe die Goldman/Sachs Hypothese zu, müsste diese Gleichung Strukturbrüche aufweisen, da sich

<sup>12</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Kreditzinsen in der EWU und in Deutschland, in: Monatsbericht, Februar 2004, S. 32 f.

<sup>13</sup> Die hier gewählte Spezifikation wird auch in einer Reihe anderer Studien verwendet. Vgl. z.B. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung: Niedriges Kreditwachstum in Deutschland – ein Risiko für den Aufschwung?, Jahresgutachten 2002/2003, Ziffern 153-170; sowie C. Greiber: Wirtschaftspolitik aktuell: Kreditklemme in Deutschland – Was sagt die empirische Forschung?, mimeo, Frankfurt a.M., und die darin zitierte Literatur.

Abbildung 3  
Prüfungen auf Strukturkonstanz der Kreditnachfragefunktion



Quelle: eigene Berechnung.

das Kreditvergabeverhalten des Bankensektors bei gegebener konjunktureller Lage verändert haben soll. Wie die in der Abbildung 3 wiedergegebenen Tests auf Strukturkonstanz jedoch zeigen, erweist sich selbst dieser sehr einfache Ansatz als relativ stabil. Sowohl der CUSUM als auch der CUSUM-Quadrat-Test zeigen keinen Hinweis auf Parameterinstabilität auf dem 5%-Niveau.

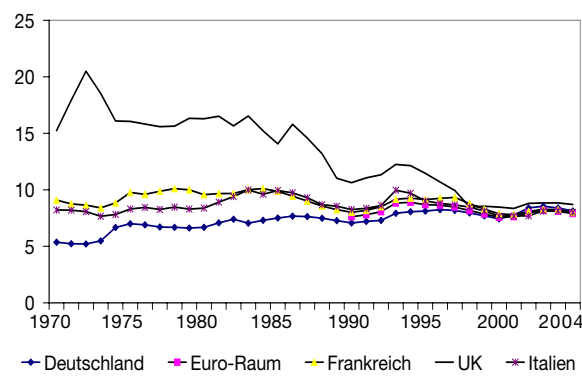
Lediglich die sequentielle Abfolge von Chow-Strukturbruchtests für alternative hypothetische Zeitpunkte des Strukturbruchs deutet auf eine Instabilität der Gleichung hin. Um zu prüfen, ob ein etwaiger Strukturbruch die These von Goldman/Sachs deckt, sind zudem für mehrere Jahre mit Hilfe des Ansatzes Out-of-sample-Prognosen erstellt worden. Die Gleichung wurde jeweils bis zum vierten Quartal eines Jahres geschätzt und dann eine Vorhersage für die nächsten vier Quartale erstellt. Es zeigt sich, dass es zwar in ei-

nigen Jahren zu erheblichen Prognosefehlern kommt. Diese sind jedoch nicht systematisch im Sinne der These. Träfe diese zu, müsste es zu einer deutlichen Überschätzung der Kreditentwicklung am aktuellen Rand kommen, da die Kreditvergabe über die in der Gleichung enthaltenen Einflussfaktoren hinaus infolge der nun wegfallenden Subventionierung eingeschränkt würde. Tatsächlich zeigt sich jedoch keine solche systematische Überschätzung.

#### Eine historisch „zu hohe“ Investitionsquote infolge niedriger Kapitalkosten?

Die Konsequenz der niedrigen Kapitalkosten ist nach Goldman/Sachs eine im Vergleich zu anderen Ländern relativ hohe Investitionsquote. Allerdings beziehen sich die Berechnungen der Studie auf die Anlageinvestitionen insgesamt. Dies scheint wenig sachgerecht, da in dieser Größe die Wohnungsbaui-

**Abbildung 4**  
**Investitionsquoten in Europa (ohne Wohnungsbau)**  
 (in % des BIP)



Anmerkung: Ab 2004: Schätzungen und Prognosen der OECD.  
 Quelle: Eigene Darstellung nach Daten der OECD, Economic Outlook, Paris.

vestitionen enthalten sind. Diese waren jedoch nach der deutschen Einheit durch massive Subventionen künstlich stimuliert worden. In der Folge gab es eine Sonderkonjunktur im deutschen Wohnungsbau, die aber nur wenige Jahre anhielt.

Die Abbildung 4 vergleicht die Investitionsquoten der betrachteten Länder in einer anderen Abgrenzung. Hier werden die privaten Nicht-Wohnungsbau-Investitionen in Relation zum BIP betrachtet (jeweils in konstanten Preisen). Es zeigt sich, dass sich die relative Höhe der Investitionsquoten gegenüber den Daten von Goldman/Sachs nahezu umkehrt. In deren Studie hatte Deutschland Anfang bis Mitte der neunziger Jahre fast durchgehend die höchste Investitionsquote, während sie am aktuellen Rand in die Nähe des Vergleichsniveaus sank.

Bei den Berechnungen auf Basis der Daten des „Economic Outlook“ der OECD zeigt sich hingegen fast durchweg die niedrigste Investitionsquote in Deutschland. Die Nicht-Berücksichtigung des Wohnungsbaus lässt zwar die Goldman/Sachs-These formal bestehen: eine Subvention des Kapitaleinsatzes hat zu einer ineffizienten Verwendung dieses Produktionsfaktors geführt. Allerdings war nicht das Bankensystem Subventionsgeber für den Unternehmenssektor, vielmehr wurde der Wohnungsbau in Deutschland in hohem Maße staatlich bezuschusst. Die Folge ist in der Tat ein schmerzhafter Anpassungsprozess, der sich allerdings stark auf die Bauwirtschaft konzentriert: ein weiteres Faktum, das die Goldman/Sachs-Interpretation nur schwer erklären kann.

**Ist das Modell angemessen?**

Theoretische Grundlage des Argumentes von Goldman/Sachs ist ein neoklassisches Wachstums-

modell. Dies überrascht insofern, als die Annahmen eines solchen Modells sehr abstrakt sind und sie gemeinhin nur für sehr langfristige Analysen geeignet scheinen. Zudem sind einige konkrete Setzungen fragwürdig: Etwa die Berücksichtigung von Steuern, die Werte für die Substitutionselastizität und auch die Festlegung des Einkommensanteils des Faktors Arbeit. Fraglich ist zudem, dass bei der Berechnung der Kapitalnutzungskosten steuerliche Aspekte völlig außer Betracht bleiben, zumal diese international stark unterschiedlich sein dürften.

Insgesamt führen Modellrahmen und Kalibrierung des Modells von Goldman/Sachs zu der Schlussfolgerung, dass die deutsche Wirtschaft in der zweiten Hälfte der neunziger Jahre dynamisch ineffizient gewesen sei. Dies ist nach unserem Urteil unplausibel und wird nach unserer Kenntnis durch keine andere Untersuchung gestützt: Solche Resultate wurden bisher lediglich für Zentralverwaltungswirtschaften für möglich gehalten. In einer dynamisch ineffizienten Wirtschaft könnte man den Konsum dauerhaft erhöhen, indem man die Ersparnis und die Investitionen reduziert. Der Beitrag von Goldman/Sachs geht jedoch ebenfalls davon aus, dass eine Erhöhung der Investitionen auch in Deutschland den Pro-Kopf-Konsum erhöht. Hier wäre darüber hinaus zu erklären, wieso dieser Befund offenbar nur für Deutschland, nicht aber für alle Industrienationen gelten soll, denn allem Anschein nach ist die deutsche Ökonomie nicht wesentlich ineffizienter als etwa die französische. Insgesamt gesehen ist der gewählte Modellrahmen nicht zwingend und die konkreten Parameterwerte sind angreifbar, sodass auch die Art der Modellanalyse den weitreichenden Schlussfolgerungen nicht gerecht wird.

**Schlussfolgerung**

Alles in allem ist die These von Goldman/Sachs, wonach das Kernproblem des deutschen Wachstums in den (deutschen) Finanz- bzw. Bankenmärkten zu suchen sei, in jedem Fall provokativ und originell. Allerdings halten die vorgebrachten empirischen und theoretischen Argumente einer näheren Betrachtung insoweit nicht stand, als sie diese weitreichenden Aussagen nicht rechtfertigen. Nichtsdestotrotz können mit ihrer Hilfe manche Einzelaspekte das Verständnis der deutschen Wachstumsschwäche insbesondere auch im Hinblick auf die Wirkungen von Teilen der Investitionssubventionen für Ostdeutschland erleichtern. Insgesamt stellt also das Papier einen wertvollen Beitrag zur in der Argumentation häufig recht eingefahrenen Diskussion um die deutsche Wachstumsschwäche dar.