



Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

14. Oktober 2021

Autor

Marc Schattenberg
+49 69 910-31875
marc.schattenberg@db.com

Editor

Stefan Schneider

Deutsche Bank AG
Deutsche Bank Research
Frankfurt am Main
Deutschland
E-Mail: marketing.dbr@db.com
Fax: +49 69 910-31877

www.dbresearch.de

DB Research Management
Stefan Schneider

Deutschlands Potenzialwachstum wird in den kommenden Jahren zunehmend unter demografischen Druck geraten. Das sinkende Erwerbspersonenpotenzial schwächt den Produktionsfaktor Arbeit. Zudem könnte die Altersverschiebung ein Absinken der Arbeitsproduktivität und Innovationsfähigkeit mit sich bringen. Das Potenzialwachstum der deutschen Wirtschaft dürfte auf knapp ein ¼% absinken.

Neben dem Arbeitsvolumen wird das Potenzialwachstum vom Kapitalstock und der totalen Faktorproduktivität (TFP) bestimmt. Beide Faktoren könnten den negativen demografischen Effekt dämpfen. Vor allem der TFP käme dabei eine große Bedeutung zu. Volkswirtschaftliche Rückkopplungseffekte dürften dies jedoch begrenzen.

Nachlassendes Potenzialwachstum beeinträchtigt die konjunkturelle Resilienz und schwächt tendenziell die Schuldentragfähigkeit. Zyklische Schwankungen könnten häufiger auftreten und vermehrt zu fiskalischen und geldpolitischen Gegenmaßnahmen führen. Ein schwaches Potenzialwachstum reduziert den Spielraum zum Schuldenabbau.

Mögliche Koalitionsparteien sollten das Potenzialwachstum noch stärker in den Mittelpunkt stellen. Es wäre das große bindende Thema zwischen dem effizienten und zugleich klimagerechten Wirtschaften, dem demografischen Wandel und dem Megatrend der Digitalisierung.

Parteien einer möglichen Regierungskoalition mit zum Teil großen thematischen Überschneidungen. Alle Parteien positionieren sich zum Klimaschutz. Auch die Wachstumsthemen Forschung und Entwicklung, Technologieoffenheit, Bildung, und Infrastrukturausbau werden aufgegriffen. Ziele und Umsetzungspläne sind hingegen unterschiedlich akzentuiert. Bei Arbeitsmarktflexibilität, vor allem im Kontext des demografischen Wandels, wird dies deutlich.

Der Übergang zur klimaneutralen Wirtschaft ist die Herausforderung in der kommenden Dekade, gleichzeitig aber auch eine Chance zur Modernisierung. Die ambitionierten EU-Klimaziele erfordern einen weitreichenden Umbau des Kapitalstocks der deutschen Volkswirtschaft. Betroffen sind Produktionsanlagen, aber auch Gebäude.

Kurzfristig wirken steigende Energiekosten und die regulatorische Verkürzung der Nutzungszeiten von Anlagen wie ein negativer Angebotschock. Das gilt umso mehr, wenn es mittelfristig nicht gelingt, die Chancen für Neuinvestitionen zu nutzen und adäquaten Ersatz zu installieren. Der produktionsrelevante Kapitalstock würde dann schrumpfen und das Potenzialwachstum dämpfen.

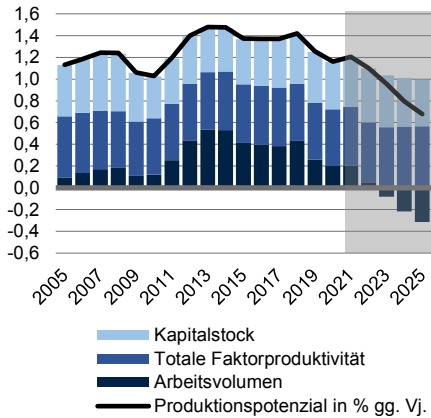


Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

Potenzialwachstumsrate könnte unter 1% fallen

1

Komponenten des potenziellen BIP (modifizierte EU-Methode), in %-Punkten



Quellen: Statistisches Bundesamt; Berechnungen und Projektionen der Gemeinschaftsdiagnose

Das deutsche Potenzialwachstum¹ wird in der kommenden Dekade spürbaren Gegenwind bekommen und könnte sich bis zum Jahr 2025 auf knapp ein $\frac{3}{4}\%$ ² pro Jahr abschwächen, wenn für die Nettozuwanderung eine plausible Größenordnung von gut 220.000 Personen pro Jahr unterstellt wird. Vor allem die demografische Entwicklung stellt eine zunehmende Herausforderung für Deutschlands Wachstumsperspektiven dar. Es zeichnet sich ein deutlicher Rückgang des Erwerbspersonenpotenzials ab, der den Produktionsfaktor Arbeit verknappen wird. Zudem sind negative Auswirkungen auf den Kapitalstock und die Innovationskraft nicht auszuschließen. Formal könnten eine schwächere totale Faktorproduktivität (TFP) und eine sinkende Kapitalintensität dann den Anstieg der Arbeitsproduktivität verlangsamen.

Sinkende Erwerbsbevölkerung dämpft Potenzialwachstum

Besondere Brisanz gewinnen der Rückgang der Erwerbsbevölkerung und die sich abzeichnende Wachstumsschwäche durch die Umlagefinanzierung der sozialen Sicherung in Deutschland. Die künftige Bundesregierung muss diese immense Herausforderung angehen, bevor sich das Verhältnis von Rentenempfängern zu Beitragszahlern zunehmend verschlechtert. Das Erwerbspersonenpotenzial könnte durch höhere Erwerbsquoten, längere Lebensarbeitszeit, verbesserte Qualifikationen und beschäftigungsorientierte Zuwanderung gestärkt werden. Dazu müssten arbeitsmarktpolitische Fehlanreize beseitigt werden.

Konzept des Potenzialwachstums

2

Das Potenzialwachstum bildet die Veränderung der volkswirtschaftlichen Produktionsmöglichkeiten ab, die sich bei normaler Auslastung der Ressourcen ergibt, ohne dass dies inflationstreibend wirkt. Da das Produktionspotenzial nicht direkt beobachtbar ist, muss es mithilfe ökonomischer Verfahren geschätzt werden. Die dazu verwendeten Methoden unterscheiden sich vor allem darin, inwieweit sie ökonomische Strukturen berücksichtigen. Sie reichen von der quasi theorieleeren Betrachtung aufeinanderfolgender Hochpunkte im Konjunkturzyklus (Peak-to-Peak) über zeitreihenbasierte Filterverfahren bis hin zu ökonomischen Ansätzen, die produktionstheoretische Zusammenhänge einbeziehen. Viele dieser Verfahren stützen sich auf eine Trennung von zyklischen und trendmäßigen Einflüssen. Das so ermittelte Trendwachstum wird dann als Quantifizierung des Potenzialwachstums herangezogen.

Quelle: Deutsche Bundesbank (2014). Zur Verlässlichkeit der Schätzungen internationaler Organisationen zur Produktionslücke. Monatsbericht April, S. 13-38.

Klimagerechter Umbau und Erneuerung des Kapitalstocks

Gleichzeitig erfordert das Umsetzen der mittel- und langfristigen EU-Klimaziele einen Umbau und die Erneuerung des volkswirtschaftlichen Kapitalstocks. Bereits vorhandene Anlagegüter könnten aus regulatorischen Gründen nicht mehr für die Produktion zur Verfügung stehen, bevor adäquater Ersatz installiert ist. Ob die angestrebte Restrukturierung des Kapitalstocks mittelfristig zu einer Stärkung des Produktionspotenzials führt, ist zudem keinesfalls selbstverständlich. Infolge globaler Wettbewerbsnachteile könnten sich Unternehmen gezwungen sehen, Kapazitäten zu verlagern oder generell abzubauen. Klimapolitische Fehlanreize behindern zudem Investitionen in effiziente CO₂-Reduktion.

Digitalisierung fordert Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft heraus

Auch der globale Trend zur Digitalisierung fordert die Anpassungsfähigkeit der deutschen Wirtschaft heraus. Gleichwohl bieten die zahlreichen technologischen Facetten Chancen das Potenzialwachstum zu stärken. Durch Produktivitätssteigerungen könnten die Auswirkungen der Alterung gedämpft werden und auch die Klimaanpassung dürfte von höherer Effizienz profitieren. Gut ausgebildete Arbeitskräfte sind dafür ebenso Voraussetzung wie technologieoffene regulatorische Vorgaben, damit Deutschland nicht digital abgehängt wird.

Anhaltende staatliche Hilfen in der Corona-Pandemie bremsen die Neuordnung der Produktionsfaktoren (schöpferische Zerstörung)

In der Corona-Pandemie halfen massive staatliche Stützungsmaßnahmen die ökonomischen Folgen zu dämpfen. Der Trend zu einer zeitlichen Ausdehnung

¹ Mit ökonomischen Methoden zur Trend-Zyklus-Zerlegung kann der langfristige Wachstumstrend des BIP ermittelt werden. Zwar dienen diese Ansätze zur Quantifizierung des Potenzialwachstums, dennoch sind Potenzial- und Trendwachstum genau genommen nicht äquivalent. Vgl. dazu Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2007). Jahresgutachten – Das Erreichte nicht verspielen, S. 439.

² Basierend auf den Ergebnissen des Frühjahrgutachtens 2021 der Gemeinschaftsdiagnose.



Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

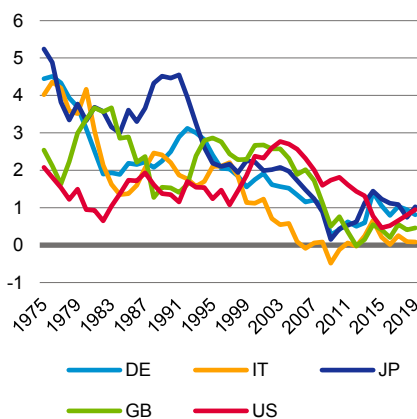
der verschiedenen Hilfen behindert gleichzeitig aber die übliche Neuordnung der Produktionsfaktoren. Wenngleich die volkswirtschaftlichen Schäden kurzfristig minimiert wurden, könnte das Potenzialwachstum davon mittelfristig gebremst werden. Im Extremfall könnten die staatlichen Kreditgarantien dazu führen, dass vermehrt Darlehen an langfristig nicht überlebensfähige Unternehmen vergeben werden.³ Im Unterschied zu bisherigen Krisen waren die Probleme vieler Unternehmen während der Corona-Pandemie auf die staatlich verordneten Eindämmungsmaßnahmen zurückzuführen und nicht ursächlich von ihrer betriebswirtschaftlichen Situation hervorgerufen. Die EZB weist darauf hin, dass das Problem des Moral Hazard bei der Kreditvergabe daher in der aktuellen Krise weniger problematisch sein dürfte, da ein großer Teil der kurzfristig unterstützungsbedürftigen Betriebe strukturell gesund sei.⁴ Unabhängig davon dürfte aber das schon zuvor lang anhaltende Niedrigzinsumfeld in der Eurozone die Problematik der sogenannten „Zombifizierung“ verschärft haben.

Potenzialwachstum als wirtschaftspolitische Richtschnur

Nachlassende Arbeitsproduktivität im Ländervergleich

3

BIP je Erwerbstätigenstunde, % gg. Vj., gleit. 5J-Durchschn.



Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

Schätzungen zum Potenzialwachstum sind für viele ökonomische Fragestellungen von Bedeutung. Phasen eines schwachen Potenzial- bzw. Trendwachstums können eher für konjunkturelle Schwankungen anfällig sein und damit häufiger wirtschaftspolitische Gegenmaßnahmen erforderlich machen.⁵ Zur Beurteilung der konjunkturellen Lage einer Volkswirtschaft lässt sich die relative Abweichung des Bruttoinlandsprodukts vom Produktionspotenzial heranziehen. Die so ermittelte Produktionslücke bildet eine wichtige Entscheidungsgrundlage für die Geld- und Finanzpolitik. Im Zusammenhang mit den EU-Fiskalregeln stützt sich die Konjunkturbereinigung zur Berechnung struktureller Defizite auf dieses Konzept. Die EZB nutzt unter anderem Abschätzungen zur Produktionslücke, um den Inflationsdruck in der Eurozone zu beurteilen.⁶ Am Arbeitsmarkt wirkt sich das Produktionspotenzial auf die Beschäftigungsschwelle aus. „Okuns Gesetz“ beschreibt jene Wachstumsrate, ab der es zu einer Beschäftigungsausweitung kommt bzw. ab der die Arbeitslosigkeit zurückgeht. Zudem wächst mit zunehmender Arbeitsproduktivität der verteilungsneutrale Spielraum für Lohnverhandlungen.

Mittel- und langfristig spielen die Bestimmungsgründe des Potenzialwachstums eine Rolle. Die produktionstheoretische Abgrenzung der volkswirtschaftlichen Ressourcenausstattung in Arbeitseinsatz, Kapital und TFP ermöglicht eine differenzierte Berücksichtigung der Entwicklungstrends dieser treibenden Komponenten. Die so gewonnenen Informationen können dann in geeignete wirtschaftspolitische Maßnahmen einfließen, um der Abschwächung des Potenzialwachstums entgegenzuwirken.

Demografie setzt deutschem Potenzialwachstum zu

Die demografische Entwicklung ist für die deutsche Wirtschaftsentwicklung von entscheidender Bedeutung. Für das Produktionspotenzial an sich sind die Personen im erwerbsfähigen Alter, deren Erwerbsquote und durchschnittliche Arbeitszeit sowie die relevanten Berufsqualifikationen bestimmend. Das in Stunden gemessene Arbeitsvolumen bildet den Produktionsfaktor Arbeit ab. Bis zur

³ Laeven, Luc, Glenn Schepens und Isabel Schnabel (2020). Zombification in Europe in times of Pandemic. VoxEU, 11. Oktober 2020.

⁴ Europäische Zentralbank (2021). Die finanzpolitischen Reaktionen der Länder des Euro-Währungsgebiets in den Anfangsphasen der Covid-19-Krise. Wirtschaftsbericht 1/2021, S. 106.

⁵ Deutsche Bundesbank (2003). Zur Entwicklung des Produktionspotenzials in Deutschland. Monatsbericht März, S. 51f.

⁶ Die EZB geht von einem Anstieg der Inflation um etwa 0,2 Prozentpunkte pro 1% Rückgang der Produktionslücke aus. Vgl. EZB (2021). ECB staff macroeconomic projections for the euro area. März 2021, S. 18.

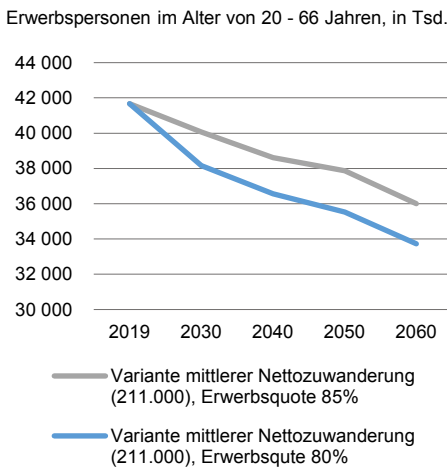


Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

Mitte der Dekade dürfte die Alterung und Schrumpfung der Erwerbsbevölkerung das Potenzialwachstum im Jahresmittel um 0,1 %-Punkte⁷ dämpfen. Im Jahr 2025 könnte der negative Effekt dann bei rund 0,4 %-Punkten liegen.

Alternde und schrumpfende Erwerbsbevölkerung vorgezeichnet

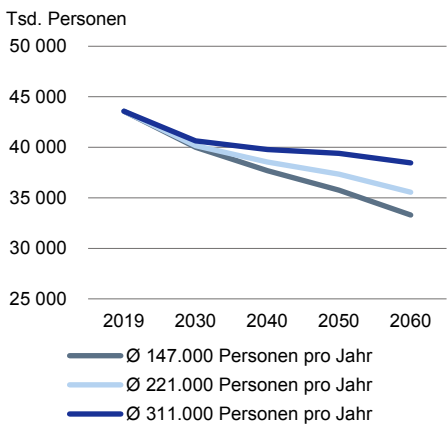
Demografischer Wandel zeichnet kräftigen Rückgang der Erwerbspersonenzahl vor **4**



Noch in der laufenden Dekade wird der demografische Wandel das inländische Erwerbspersonenpotenzial spürbar reduzieren. Zur Mitte der 2020er Jahre beschleunigt sich der bereits beginnende Renteneintritt der „Babyboomer“ (geburtstarke Jahrgänge der 1950er bis 1960er Jahre). Etwa im Jahr 2030 dürfte diese Entwicklung dann ihren Gipfel erreicht haben. Im Vergleich dazu werden die in das erwerbsfähige Alter (15. Lebensjahr) nachrückenden Jahrgänge weit schwächer besetzt sein. Unter plausiblen Annahmen würden so bis 2030 pro Jahr durchschnittlich etwa 480.000 Personen⁸ mehr aus dem allgemeinen Berufsleben austreten als hinzukommen. Je nach Entwicklung des tatsächlichen Renteneintrittsalters (2019: 64,3 Jahre), könnte dieses „Defizit“ in den Jahren 2025/26 bei gut 520.000 liegen und 2029 sogar bis auf 570.000 klettern. Unter Berücksichtigung der üblichen Altersabgrenzungen von 15 bis 74 Jahren bzw. 20 bis 66 Jahren und einer Nettozuwanderung von gut 220.000 Personen pro Jahr könnte das Erwerbspersonenpotenzial bis 2030 um 1,5 Mio. bzw. bis zu 3,5 Mio. sinken. Mit Blick auf das tatsächlich beobachtbare Berufseintritts- und -austrittsalter dürfte die Abgrenzung von 20 bis 66 Jahren plausibler sein und der Rückgang somit eher kräftiger ausfallen.

Zuwanderung kann kaum demografische Entlastung bringen

Zuwanderung wird Schrumpfung der Erwerbsbevölkerung nur dämpfen **5**



Die deutsche Erwerbsbevölkerung ist langfristig durch die demografische Entwicklung im Inland vorgezeichnet. Lediglich eine höhere Nettozuwanderung könnte das Erwerbspersonenpotenzial erhöhen. Allerdings geht bereits die mittlere Variante der aktuellen Erwerbspersonenvorausberechnung von einer jährlichen Nettozuwanderung von gut 220.000 Personen aus. Um die Alterung und Schrumpfung der Erwerbsbevölkerung zahlenmäßig auszugleichen, müsste die jährliche Zuwanderung also viel höher ausfallen. Die Erfahrungen nach der Zuwanderung im Zuge der Flüchtlingsbewegungen des Jahres 2015 zeigen, dass die gesellschaftliche und politische Akzeptanz einer anhaltend überdurchschnittlichen Zuwanderung jedoch begrenzt ist.

Offen bliebe auch, wie schnell sich die Immigranten überhaupt in den deutschen Arbeitsmarkt integrieren könnten. Oft passen die im Heimatland erworbenen schulischen und beruflichen Qualifikationen nicht zu den hiesigen Anforderungen. Andererseits ist aber auch zu beobachten, dass zugewanderte Hochqualifizierte aufgrund der mangelnden Anerkennung ihrer Bildungsabschlüsse keine adäquate Beschäftigung aufnehmen können. Hier wäre ein Ansatzpunkt die Arbeitsmarktintegration zu erleichtern.

Vorhandenes Erwerbspersonenpotenzial stärker aktivieren

Eine kräftig steigende Nettozuwanderung von schnell in den Arbeitsmarkt zu integrierenden Personen ist sehr unwahrscheinlich. Daher bleibt nur, das vorhandene Erwerbspersonenpotenzial besser auszuschöpfen. Mögliche Stellschrauben für eine Ausweitung des angebotenen Arbeitsvolumens sind die Erwerbsquote, die Arbeitszeit und beschäftigungsrelevante Qualifikationen. Zudem

⁷ Gemeinschaftsdiagnose 1-2021 (2021). Pandemie verzögert Aufschwung – Demografie bremsst Wachstum, S. 59f.

⁸ Auf Grundlage des mittleren Szenarios (G2-L2-W2) der aktuellen 14. Koordinierten Bevölkerungsvorausberechnung des Statistischen Bundesamtes sowie der plausiblen Annahme, dass das aktuelle tatsächliche Renteneintrittsalter von gut 64 Jahren kaum ansteigt.



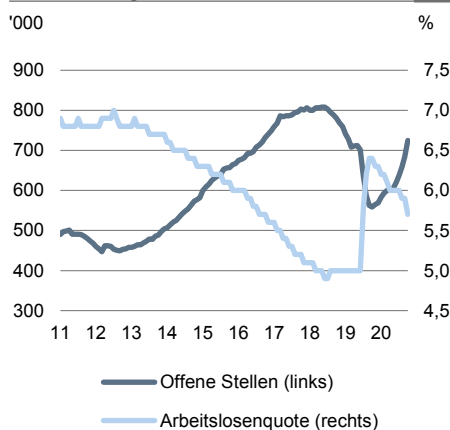
Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

könnte die Anpassung von Arbeitsangebot und -nachfrage durch bildungs- und arbeitsmarktpolitische Initiativen weiter gefördert werden. Oftmals sind Berufsein- und -umsteigern die Chancen in volkswirtschaftlich bedeutsamen Beschäftigungsbereichen gar nicht bewusst. Das könnte z.B. ein Grund für den Nachwuchsmangel im Handwerk sein. So bremst der Fachkräftemangel schon heute die Umsetzung von dringend notwendigen Infrastrukturprojekten und beeinträchtigt damit die Modernisierung auf gesamtwirtschaftlicher Ebene.

Übergang von Arbeitslosigkeit in die Erwerbstätigkeit fördern

Arbeitsmarkt selbst in Pandemie stabil, aber massiv gestützt durch Kurzarbeit

6



Quelle: Deutsche Bundesbank

Bis zur Corona-Pandemie verzeichnete der deutsche Arbeitsmarkt in den zurückliegenden Jahren stetig sinkende Arbeitslosenzahlen und eine kräftige Zunahme der Erwerbstätigkeit. Dennoch existiert nach wie vor ein nennenswertes Reservoir von Personen, die für den Arbeitsmarkt aktiviert werden könnten. Dazu zählen aktuell etwa 2,6 Mio. gemeldete Arbeitslose sowie Arbeitssuchende, die nicht als solche bei der Bundesagentur für Arbeit registriert sind. Je nach Erhebungsmethodik umfasst diese „stille Reserve“ nochmals knapp 900.000 Personen, wobei nur rund 50% als zeitnah verfügbar gelten können. Auch wenn diese Zahlen natürlich zum großen Teil konjunkturelle Einflüsse widerspiegeln, verdeutlichen sie dennoch weiteren arbeitsmarktpolitischen Handlungsbedarf. Das wird umso klarer, als derzeit laut IAB-Stellenerhebung rund 1,17 Mio. (Stand Q2 2021) offene Stellen verfügbar sind. Neben der kaum vermeidbaren friktionellen Arbeitslosigkeit deutet diese Diskrepanz aber auch auf mangelnde Übereinstimmung von Arbeitsangebot und -nachfrage hin. Oftmals dürften die Qualifikationsprofile der Arbeitssuchenden nicht zu den Stellenanforderungen passen. Zudem könnten aber auch steuer- und transferrechtliche Fehlanreize den Übergang in die Erwerbstätigkeit vor allem bei Geringqualifizierten behindern. Ein Beispiel sind die Hinzuverdienstregelungen im Rahmen des Arbeitslosengeldes II („Hartz IV“). Die hier vorgegebenen Fixbeträge führen dazu, dass schnell ein Großteil des Hinzuverdienstes auf die Transferleistungen angerechnet wird und so der Anreiz zur Ausweitung der Erwerbstätigkeit entfällt.

Würden die Hinzuverdienstgrenzen in der Grundsicherung kontinuierlicher gestaltet, könnte dies die problematische Anreizsituation verbessern. Hinsichtlich der qualifikationsbezogenen Diskrepanzen am Arbeitsmarkt sollte das Prinzip von Fördern und Fordern nicht geschwächt werden. Angesichts der zunehmenden Digitalisierung und des Strukturwandels in Kernbereichen der deutschen Wirtschaft muss die Aus- und Weiterbildung der potenziellen Arbeitskräfte weiter gestärkt werden.

Erwerbsbeteiligung von Eltern stärken

Betreuungsangebot ausbauen, steuerliche Anreize anpassen

Für die Stärkung der Erwerbsbeteiligung gibt es zahlreiche arbeitsmarkt- und sozialpolitische Ansatzpunkte. Für viele Menschen fällt das erste Drittel des Arbeitslebens mit der Gründung einer Familie zusammen. Kommen dann Kinder hinzu, fehlt oft bis ins Schulalter ein adäquates und vor allem mit dem Berufsalltag der Eltern gut vereinbares Betreuungsangebot. Meist reduziert dann ein Elternteil – oftmals Frauen – die Arbeitszeit oder scheidet vorerst ganz aus dem Erwerbsleben aus. Der Schritt zurück wird dann umso schwerer, je ausgedehnter diese Phase war. Auch das steuerrechtliche Konstrukt des Ehegattensplittings kann den Wiedereintritt in das Erwerbsleben behindern, da es mit prohibitiv hohen Grenzsteuersätzen verbunden sein kann.⁹ Zwar vereinfacht der durch die Corona-Pandemie herbeigeführte Aufschwung des Homeoffice neuerdings die Vereinbarkeit von Familie und Beruf für viele Haushalte, dennoch ändert das aber nichts am strukturellen Mangel an Betreuungsmöglichkeiten. Das wurde in

Homeoffice kann Erwerbstätigkeit von Eltern fördern, Ausbau der Kinderbetreuung aber nicht ersetzen

⁹ Peichel, Andreas und Helmut Rainer (2021). Erwerbstätigenpotenzial besser ausschöpfen. Ifo Schnelldienst 7/2021, S. 6-10.

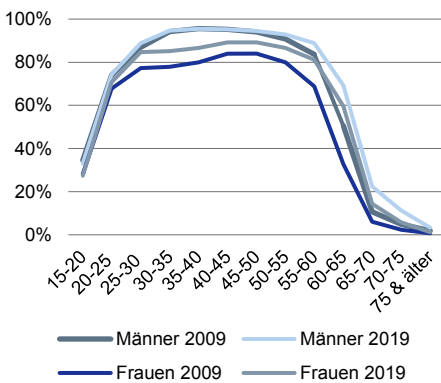


Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

der Pandemie nochmals klarer. Homeoffice dürfte oft hinter seinen Möglichkeiten zurückbleiben, wenn Eltern gleichzeitig die Kinder zu Hause betreuen müssen. Nichtsdestotrotz ist festzuhalten, dass die neue zeitliche und räumliche Arbeitsflexibilität für viele Personen die Opportunitätskosten der Arbeitsaufnahme bzw. einer Verlängerung der Erwerbstätigkeit gesenkt haben dürfte.

Altersspezifische Erwerbsquoten

7



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

Flexibilisierung des Renteneintritts nicht negieren

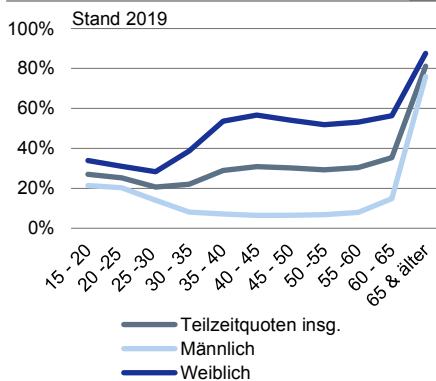
Auch am entgegengesetzten Ende des Arbeitslebens könnte die Erwerbsquote zulegen, da viele Arbeitnehmer heute schon vor dem Regelalter aus dem Erwerbsleben austreten. Die durchschnittliche Erwerbsbeteiligung der 60- bis unter 65-Jährigen lag im Jahr 2019 bei etwa 64%, während sie bei den 55- bis unter 60-Jährigen noch 85% erreichte. Die Gründe hierfür sind oft nicht monokausal. Abgesehen vom vorzeitigen Erreichen der 45 Beitragsjahre dürften gesundheitliche Gründe eine wichtige Rolle spielen, aber auch die persönliche Einstellung zum beruflichen Arbeiten und nicht zuletzt attraktive betriebliche Vorruhestandsangebote.

Auf der anderen Seite gibt es sicherlich auch viele Arbeitskräfte, die gerne länger ihrer beruflichen Tätigkeit nachgehen möchten und dies auch leisten können. Zudem könnten so eventuell fehlende Beitragszeiten kompensiert werden. Angesichts der vorgezeichneten Entwicklung der Erwerbsbevölkerung und des sich damit verschärfenden Fachkräftemangels dürfte es auch im Interesse der Unternehmen liegen, gut qualifizierte und erfahrene Mitarbeiter länger zu halten und nicht in den Ruhestand abzufinden. Allerdings stößt eine weitere Flexibilisierung des Renteneintritts häufig auf heftigen politischen Widerstand, siehe auch die Versprechen im Wahlkampf. Die ablehnenden Reaktionen auf die jüngsten Reformvorschläge des Wissenschaftlichen Beirats beim Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (BMWi)¹⁰ machten dies wieder deutlich.

Dennoch gehört die Flexibilisierung des Renteneintritts auf die Agenda der kommenden Bundesregierung. Nicht nur das Potenzialwachstum wird von der Demografie unter Druck gesetzt, sondern vor allem die Beitragsseite des Sozialversicherungssystems.

Teilzeitquoten abhängig erwerbstätiger Personen nach Altersgruppen

8



Quellen: Statistisches Bundesamt, Deutsche Bank Research

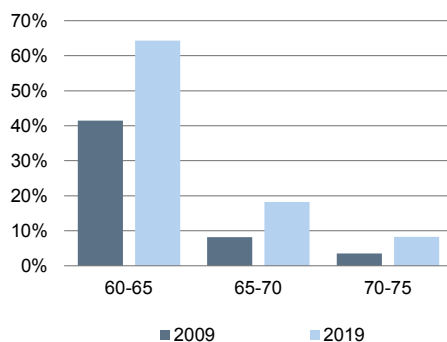
Teilzeitbeschäftigung könnte zunehmen

Im Zuge der Alterung und Schrumpfung der Erwerbsbevölkerung ist eine anteilige Zunahme der Teilzeitbeschäftigung zu erwarten, wenn sich die bisherigen Erwerbstätigkeitsmuster fortsetzen. Das angebotene Arbeitsvolumen würde sich damit zusätzlich reduzieren und den bisherigen Trend durchschnittlich sinkender Arbeitszeiten je Erwerbstätigen fortsetzen.

Allerdings war bereits in der zurückliegenden Dekade ein deutlicher Anstieg der Erwerbsbeteiligung älterer Personen zu beobachten. Wenngleich der Zuwachs bei den über 70-Jährigen eher überschaubar bleiben wird, dürfte aber die Annäherung des tatsächlichen Renteneintrittsalters an das gesetzliche Regelalter zu einer weiteren Zunahme in der Altersgruppe der 65- bis 70-Jährigen führen. Mit Altersteilzeitangeboten könnte die Erwerbsbeteiligung angeregt werden, insbesondere, wenn sie gegebenenfalls mit dem Arbeiten im Homeoffice kombinierbar wäre. So könnte der negative Teilzeit-Effekt auf das gesamtwirtschaftliche Arbeitsangebot gemildert werden.

Erwerbsbeteiligung älterer Personen zuletzt schon deutlich gestiegen

9



Quelle: Statistisches Bundesamt

¹⁰ Wissenschaftlicher Beirat beim Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (2021). Vorschläge für eine Reform der gesetzlichen Rentenversicherung.



Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

Lebenslanges Lernen bleibt das A und O

Neben der Stärkung der Erwerbsbeteiligung ist die Aus- und Weiterbildung das Kernthema für die dauerhafte Beschäftigungsfähigkeit potenzieller Arbeitskräfte. Mehr denn je erfordert der verstärkte Strukturwandel in den Kernbereichen der deutschen Wirtschaft, wie auch der allgemeine Trend zur Digitalisierung, eine kontinuierliche Verbesserung der Qualifikationsprofile. Die gute Arbeitsmarktlage der vergangenen Jahre fußt zu einem großen Teil auf dem Beschäftigungsaufbau im Dienstleistungssektor. Im Zuge dieser Entwicklung fanden dort vor allem auch viele gering qualifizierte Arbeitskräfte eine Anstellung. In den kommenden Jahren könnten gerade diese Arbeitsverhältnisse zunehmend von digitalen Lösungen unter Druck gesetzt werden. Damit die Beschäftigungschancen weiter gewahrt bleiben, wird eine stetige Weiterbildung unumgänglich sein. Aber nicht nur der untere Qualifikationsbereich wird durch den Strukturwandel herausgefordert. Auch die Veränderungen in der Industrie werden von vielen gut qualifizierten Fachkräften eine Anpassung erfordern. An dieser Schnittstelle zwischen praktischer Arbeit und Weiterbildung besteht ein großes Potenzial, die berufliche Weiterbildung mit den akademischen Strukturen der Universitäten und Fachhochschulen zu verknüpfen.

Daneben dürfte auch der unternehmensinterne Wissenstransfer mit dem Ausscheiden der Babyboomer weiter an Bedeutung gewinnen, wenn eine große Zahl sehr erfahrener Arbeitskräfte aus dem Erwerbsleben austritt.

Aber auch vor dem Arbeitsleben muss das Bildungssystem weiter flexibilisiert und angepasst werden. Wie groß diese Aufgabe ist, wurde bei der angestrebten Digitalisierung des Schulunterrichts während der Corona-Pandemie deutlich. Gleichzeitig zeigt dieses Beispiel auch, welche Schritte möglich sind, wenn die Anstrengungen zielführend kanalisiert werden. Anhand der Möglichkeiten zur digitalen Teilhabe am Schulunterricht wurde aber auch einmal mehr verdeutlicht, wie sehr der mögliche Bildungserfolg vom sozioökonomischen Hintergrund bestimmt wird. Hier sollte noch mehr Chancengleichheit verwirklicht werden.

Produktionsfaktor Kapital und der Klimaschutz

Der Kapitalstock ist neben dem volkswirtschaftlichen Arbeitsangebot und der TFP der entscheidende Produktionsfaktor. Er wird abgegrenzt in Ausrüstungen, Bauten und sonstige Anlagen. Die Kapitalausstattung je Arbeitnehmer (respektive Arbeitseinheit in Effizienzeinheiten) ist entscheidend für die Arbeitsproduktivität. Langfristig geht die Entwicklung von Kapitalstock und volkswirtschaftlichen Produktionsmöglichkeiten Hand in Hand (stilisierte Fakt nach Kaldor). Über die Investitionen muss sich der Kapitalstock so anpassen können, dass er sich unter Berücksichtigung der Abschreibungen mit der Trendrate der Produktion verändert. Darin spiegelt sich der gleichgewichtige Zusammenhang mit der demografischen Entwicklung bzw. des Arbeitsangebots und mit dem technischen Fortschritt¹¹ wider.

Die schwache deutsche Investitionstätigkeit der vergangenen Jahre dürfte sich daher teilweise auf die demografische Entwicklung zurückführen lassen. In Regionen der Bundesrepublik, die in der Vergangenheit von der Abwanderung jüngerer Kohorten betroffen waren oder dies auch heute noch sind, besteht bereits jetzt ein Fachkräftemangel, der Unternehmen schon heute in ihrer Geschäftsentwicklung beschränkt und so deren Investitionstätigkeit hemmt. Aber auch im öffentlichen Bereich ist eine Stagnation des Kapitalstocks vor allem im Nichtwohnungsbau zu attestieren, zu dem die Verkehrsinfrastruktur gehört. Bei dieser wichtigen Komponente mangelt es nicht nur am Ausbau, sondern auch an

¹¹ Um unter wachstumstheoretischen Gesichtspunkten ein Gleichgewicht zu erreichen, muss der technische Fortschritt arbeitsvermehrend wirken.



Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

der Substanzerhaltung, was sich im anhaltend sinkenden Modernitätsgrad widerspiegelt.¹²

Zudem wird das geringe TFP-Wachstum ebenfalls zur anämischen Investitionstätigkeit beigetragen haben und dürfte so einen Teil der sinkenden Arbeitsproduktivität erklären. Gleichwohl ist die kausale Richtung des Zusammenhangs von Investitionsschwäche und Arbeitsproduktivität aus wissenschaftlicher Sicht nicht eindeutig. Auch die strukturelle Verschiebung der volkswirtschaftlichen Produktionsstruktur, von kapitalintensiver Industrieproduktion zu arbeitsintensiven Dienstleistungen, hatte einen dämpfenden Effekt auf die gesamtwirtschaftliche Arbeitsproduktivität.

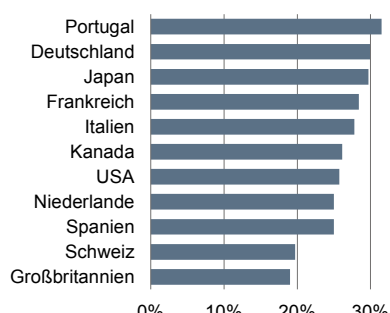
Nicht zu vernachlässigen ist auch der kapitalgebundene technische Fortschritt, der seine positive Wirkung auf die Arbeitsproduktivität erst bei entsprechenden Investitionen entfaltet. Durch die gängige Wachstumszerlegung kann dieser Effekt kaum erfasst werden, da die Methodik einen faktorungebundenen technologischen Fortschritt unterstellt. Ohne eine methodische Erweiterung des Kapitalbegriffs würde dieser blinde Fleck zum Beispiel Qualitätsverbesserungen von Kapitalgütern in der Informations- und Kommunikationstechnologie außen vor lassen.¹³ Während makroökonomische Simulationsrechnungen diesem Zusammenhang häufig Rechnung tragen, wird der positive Effekt auf die Arbeitsproduktivität von einfachen Wachstumszerlegungen eher unterschätzt.

Der für die Produktion in der deutschen Volkswirtschaft relevante Kapitalstock wird durch das Bruttoanlagevermögen abgebildet. Allerdings liegen für diese Bestandsgröße nur unvollständige Daten vor. Daher wird an dieser Stelle auf die Kumulierung von Flussgrößen (Perpetual-Inventory-Methode) zurückgegriffen. Vereinfacht ausgedrückt ergibt sich der zu einem Zeitpunkt im Bestand befindliche Anteil der Anlagen aus der Historie der laufenden Bruttoanlageinvestitionen und den jeweils angenommenen Nutzungszeiten der einzelnen Kapitalgüter.¹⁴ Mit Blick auf die verschärften EU-Vorgaben zur Reduktion der CO₂-Emissionen hat dieses Detail stark an Bedeutung gewonnen, da sich die ursprünglich angesetzten Nutzungszeiten quasi über Nacht teilweise drastisch reduzierten.

Für ein investitionsfreundliches Wirtschaftsumfeld

Gesetzliche Körperschaftssteuersätze im OECD-Vergleich

10



Für unternehmerische Investitionsentscheidungen spielt die Rechtssicherheit eine übergeordnete Rolle, dafür sprechen schon die langen Nutzungszeiten der meisten Anlagengüter. Politische Unsicherheiten hinsichtlich der Eigentumsrechte oder der Erträge aus den Projekten sind massive Investitionshemmnisse. Auch überbordende Komplexität von Regulierungen und intransparente, langwierige Vergabeverfahren belasten das Investitionsklima. Zu den investitionsfördernden ordnungspolitischen Rahmenbedingungen zählt hingegen ein effizientes Steuersystem, das insbesondere auch die internationale Wettbewerbssituation des deutschen Mittelstands im Blick behält. Gerade im Bereich der Körperschaftssteuern nimmt Deutschland jedoch einen Spitzenplatz ein. Für die konkrete Umsetzung von Investitionsprojekten vor Ort sind neben schlanken Genehmigungsverfahren auch die Infrastruktur (Verkehrsanbindung, leistungsfähige

¹² Grömling, Michael, Michael Hüther und Markos Jung (2019). Verzehrt Deutschland seinen staatlichen Kapitalstock? Wirtschaftsdienst 99(1), S. 25-31.

¹³ Deutsche Bundesbank (2021). Kapitalgebundener technologischer Fortschritt und seine Bedeutung für die Arbeitsproduktivität: eine DSGE-Betrachtung. Monatsbericht Januar, S. 21-27.

¹⁴ Schmalwasser, Oda und Nadine Weber (2012). Revision der Anlagevermögensrechnung für den Zeitraum 1991 bis 2011. Wirtschaft und Statistik 11/2012, S. 935.



Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

hige Internetanbindung) und die Verfügbarkeit von gut ausgebildeten Arbeitskräften entscheidend. Und natürlich sind auch die Finanzierungsbedingungen für den Wirtschaftsraum relevant.¹⁵

EU-Klimaziele noch mit vielen Fragezeichen für die Wirtschaft

Ohne die Berücksichtigung einer intakten Umwelt als Lebensraum wären langfristige Überlegungen zur Wirtschaftsentwicklung selbstredend unvollständig.

Aus volkswirtschaftlicher Sicht bedeuten die ambitionierten Klimaschutzziele der EU und deren notwendige Umsetzung in Deutschland erst einmal, dass weite Teile des Kapitalstocks angepasst werden müssen. Die regulatorischen Vorgaben verkürzen die Nutzungszeiten vieler Kapitalgüter (Metallerzeugung, Kraftwerke etc.) teilweise drastisch. Gerade in energieintensiven Branchen, wie der Herstellung von chemischen Erzeugnissen (18 Jahre) oder in der Metallerzeugung (knapp 16 Jahre) ist die durchschnittliche Nutzungsdauer der Anlagegüter vergleichsweise lang. Im Verarbeitenden Gewerbe insgesamt liegt sie bei 14 Jahren. Damit könnte es also zu Sonderabgängen aus dem Kapitalstock kommen. Unter dem Strich dürfte die angestrebte Dekarbonisierung viele Produktionsanlagen vom Wertschöpfungsprozess ausschließen, sofern sie nicht angepasst werden können oder deren Emissionen durch die Unternehmen entsprechend kompensiert werden. Bevor neue Anlagen installiert sind, dürften viele energieintensive Branchen ihren Kapitalstock erst einmal reduzieren, wie es im Bereich der Elektrizitätserzeugung bereits zu beobachten ist. Sollte die Modernisierung nicht so schnell vonstattengehen wie zum Teil erhofft, würde sich daraus neben der demografischen Entwicklung eine weitere Schwächung des Produktionspotenzials ergeben.

Zudem dürfte es ebenfalls zu einer Neubewertung von immateriellen Kapitalgütern (Patente) kommen, da sich auch hier die Nutzungsperspektive geändert hat. In Kombination mit den steigenden CO₂-Preisen kann diese Entwicklung mittelfristig als negativer Angebotsschock interpretiert werden. Gleichwohl stellen die geplanten Übergangszeiträume eine Anpassungshilfe dar, die den kurzfristigen Überraschungseffekt begrenzen, anders als bspw. beim angebotsseitigen Ölpreisschock der 1970er Jahre.

Nach heutigem Stand gilt die Elektrifizierung mithilfe alternativer Energieträger als tragendes Basiselement zum Erreichen der EU-Klimaziele. Zu dieser Strategie muss unter anderem die Anpassung des deutschen Elektrizitätsnetzes gehören, um den technischen Notwendigkeiten alternativer Energiequellen gerecht zu werden. Unter dieser Voraussetzung kann dann z.B. eine weitergehende Elektrifizierung der Mobilitätsinfrastruktur möglicherweise umgesetzt werden.

Die klimagerechte Anpassung der Produktionsstrukturen bleibt jedoch nicht die einzige Herausforderung für den Kapitalstock, denn er umfasst gleichermaßen die Wohngebäude. Auch hier sind die ambitionierten Klimaziele umzusetzen.¹⁶ Angesichts der bisherigen mittelfristigen Renovierungsquote von etwa 1% pro Jahr erscheint es illusorisch, die Vorgaben bis 2030 zu erreichen. Politische Entscheider könnten daher noch strengere Regulierungen und/oder umfassendere Förderprogramme anstreben. Die klimagerechte Anpassung dürfte aber angesichts des schon gegenwärtig existierenden und sich künftig noch weiter verschärfenden Fachkräftemangels schwer umzusetzen sein.

Nach einer mittelfristigen Übergangsperiode kann aus den Bestrebungen zur CO₂-Neutralität der deutschen Volkswirtschaft ein langfristig positiver Effekt auf

¹⁵ Schuknecht, Ludger (2020). Für Stabilität und Wachstum in Deutschland und Europa – mehr Markt, mehr Ordnungspolitik wagen! Ifo Schnelldienst 73(9), S. 78-88.

¹⁶ Möbert, Jochen (2021). Wohnungspolitik in Deutschland: Linke und rechte Parteien mit nur kleiner Schnittmenge. Deutsche Bank Research. Deutschland-Monitor.



Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

die ökonomische Wettbewerbsfähigkeit entstehen. Voraussetzung ist allerdings die globale Koordination und Durchsetzung der Umweltstandards. Ansonsten könnte es zu einem „Grünen Paradoxon“¹⁷ kommen, wie es bereits von Hans-Werner Sinn und anderen Autoren sehr anschaulich diskutiert wurde.

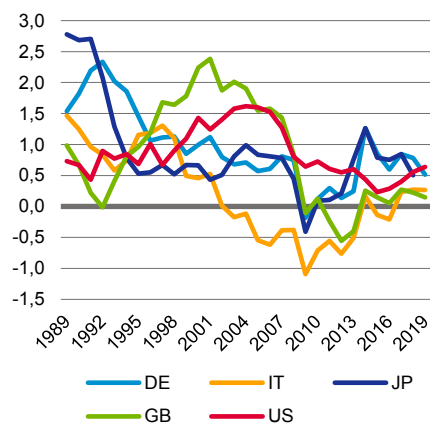
Schlussendlich darf hinsichtlich des volkswirtschaftlichen Kapitalstocks auch nicht per se davon ausgegangen werden, dass auf umweltbezogene Regulierungsverschärfung Wettbewerbsvorteile entstehen und wachstumsstärkende Investitionen folgen.¹⁸ Gleichwohl wird diese auf der schwachen Form der Porter-Hypothese¹⁹ basierende Argumentation nur allzu oft pauschal in umweltpolitische Sonntagsreden übernommen. In einer freien Marktwirtschaft bleibt es immer auch eine Option, Kapazitäten abzubauen und nicht zu ersetzen. Langfristig würde dies einer Schwächung des Wachstumspotenzials gleichkommen und so auch den Wohlstand nachfolgender Generationen schmälern.

Totale Faktorproduktivität, die große Unbekannte

Verlangsamung des TFP-Wachstums im Ländervergleich

11

% gg. Vj., gleit. 5J- Durchschn.



Quellen: OECD, Deutsche Bank Research

Die TFP ergibt sich als Residualgröße, einer auf der Cobb-Douglas-Produktionsfunktion basierenden Wachstumszerlegung des realen Bruttoinlandsprodukts. Ihre Wachstumsrate hat sich in den vergangenen 20 Jahren auf rund ½% abgeschwächt. Die TFP fasst all jene Wachstumstreiber zusammen, die nicht durch die Entwicklung des Arbeitsvolumens und des Kapitalstocks abgebildet werden. Die Umformung der Produktionsfunktion zeigt, dass die TFP, neben der Entwicklung der Kapitalintensität, der entscheidende Treiber der Arbeitsproduktivität ist.

Häufig wird die TFP als Maß für den faktorungebundenen technischen Fortschritt angesehen. Eher sollte sie jedoch als allgemeiner Indikator der volkswirtschaftlichen Produktionseffizienz angesehen werden. Bei der Interpretation bleibt auch zu berücksichtigen, dass die Ergebnisse zur TFP durch sich im Zeitverlauf ändernde Kapazitätsauslastung der Produktionsfaktoren verzerrt werden können. Zudem erfassen viele Ansätze zur Prognose des Potenzialwachstums (z.B. EU-Methode „MODEM“) keine demografischen Einflüsse auf die TFP, da sie konstruktionsbedingt lediglich den Rückgang des angebotenen Arbeitsvolumens abgreifen.²⁰

Dennoch liefert die Forschung zu den Bestimmungsgründen der TFP Anhaltspunkte, die für eine wachstumsfördernde Wirtschaftspolitik interessant sind. Unternehmensdaten aus der EU legen nahe, dass in den untersuchten Branchen weniger ein Mangel an Innovationen herrscht, sondern vielmehr die Ausbreitung (Diffusion) der Technologie lahm. Darin verbirgt sich die gute Nachricht, dass die TFP-Schwäche wahrscheinlich doch nicht auf eine „säkulare Stagnation“²¹ zurückzuführen ist. Allerdings gibt es Hinweise, dass für die langsame Technologiediffusion die geringe Dynamik (Marktein- und -austritte) in der europäischen Unternehmenslandschaft verantwortlich sein dürfte. Zudem erscheint ein Man-

¹⁷ Sinn, Hans-Werner (2008). Das grüne Paradoxon: Plädoyer für eine illusionsfreie Klimapolitik. Econ Verlag.

¹⁸ Rubashkina, Yana, Marzio Galeotti und Elena Verdolini (2014). Environmental Regulation and Competitiveness: Empirical Evidence on the Porter Hypothesis from European Manufacturing Sectors. FEEM Working Paper No. 080.2014, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=2504425> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2504425>

¹⁹ Porter, Michael E. und Claas van der Linde (1995). Toward a New Conception of the Environment-Competitiveness Relationship." Journal of Economic Perspectives, 9(4), 97-118.

²⁰ Deutsche Bundesbank (2021). Zur Verlangsamung des Produktivitätswachstums im Euroraum. Monatsbericht Januar, S. 39.

²¹ Summers, Laurence H. (2015). Demand Side Secular Stagnation. The American Economic Review, Papers and Proceedings, 105(5), S. 60-65.



Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

gel an hochqualifizierten Fachkräften für die Umsetzung von Innovationen ebenfalls plausibel. Schließlich könnten die Eigenheiten der digitalen Technologien und der immaterieller Kapitalgüter an sich die Adaption erschwert haben.

In diesem Kontext müssen zudem die weiter oben schon erwähnten negativen Seiten des jahrelangen Niedrigzinsumfelds in der Eurozone betrachtet werden. Dadurch wurden in den letzten Jahren möglicherweise viele wenig innovative Unternehmen am Leben erhalten, was mit dem Begriff „Zombifizierung“ plastisch beschrieben wird. Für neue innovative Wettbewerber hätte das dann den Marktzutritt tendenziell erschwert, die „schöpferische Zerstörung“ unterbleibt, sodass das TFP-Wachstum hinter seinen Möglichkeiten zurückblieb.

Der Hinweis auf die mangelnde Unternehmensdynamik hat zudem eine große aktuelle Relevanz. Die Kehrseite der massiven staatlichen Unternehmenshilfen während der Corona-Pandemie ist eine Abschirmung von der ansonsten üblichen Marktberreinigung, die auch „kreative Zerstörung“ genannt wird. Die kurzfristig gewünschte Verhinderung einer Neuordnung der Produktionsfaktoren, hin zu den produktivsten Einsatzmöglichkeiten, dürfte mittelfristig die Marktposition von etablierten Firmen gestärkt haben. Innovativen Wettbewerbern könnte aber wiederum der Markteintritt erschwert worden sein. Nach den massiven staatlichen Interventionen während der Corona-Pandemie sollte die Stärkung des Wettbewerbs wieder auf der politischen Tagesordnung nach vorn rücken.

Hinsichtlich der diffusionsbehindernden Eigenheiten der digitalen Technologien und immaterieller Kapitalgüter, dürften hauptsächlich verstärkte und gebündelte Forschungsanstrengungen erfolgversprechend sein. Wie schon zuvor erörtert ist dafür die Aus- und Weiterbildung der Arbeitskräfte eine notwendige Bedingung. Damit würde auch der scheinbare technologiekomplementäre Fachkräftemangel adressiert werden. Auch abseits der Digitalisierung ist die Technologieoffenheit relevant. Man stelle sich angesichts der stark verbreiteten Skepsis gegenüber der Gentechnik vor, es hätte Unternehmen wie Biontech in der Corona-Pandemie nicht gegeben.

Mögliche Koalitionsparteien sollten das Potenzialwachstum stärker in den Fokus stellen

F&E, Technologieoffenheit bei CO₂-Reduktion oder Infrastrukturausbau sind bei allen Parteien im Programm und könnten die TFP voranbringen

Nach der Bundestagswahl dürften die in den Wahlprogrammen aufgestellten Forderungen nach wie vor als Richtschnur für die anstehenden Sondierungsgespräche und die folgenden Koalitionsverhandlungen dienen. Die sich abzeichnende strukturelle Wachstumsschwäche der deutschen Volkswirtschaft hätte in den Wahlprogrammen der Parteien eine prominentere Position verdient. Es könnte entgegnet werden, dass die volkswirtschaftlichen Zusammenhänge rund um das Potenzialwachstum vielleicht zu komplex für Wahlprogramme sind. Dieser Einwand erscheint aber wenig plausibel, da einige Parteien zumindest einzelne Facetten dieses Themenbereichs ansprechen. Zudem scheut sich auch ein Großteil der Parteien nicht, ihre Programme auf weit über 100 Seiten darzulegen.

TFP zwischen Technologieoffenheit und Regulierungsplänen

Unter dem Eindruck der Corona-Pandemie stellen CDU/CSU, SPD, Bündnis 90/Die Grünen (Grüne) und FDP gleich zu Beginn ihrer Wahlprogramme einen Modernisierungs- und Reformbedarf für Deutschland fest.

So allgemein diese Erkenntnisse erst einmal auch sein mögen, könnte deren tatsächliche Umsetzung vor allem Deutschlands TFP stärken. Da dieser Faktor alle produktionssteigernden Einflüsse zusammenfasst, die nicht auf die Ausweitung des Arbeitsvolumens oder des Kapitalstocks zurückgehen, lässt sich hier



Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

Umweltbezogene Technologieoffenheit, Digitalisierung und Marktorientierung bieten TFP große Chancen

natürlich ein breites Spektrum politischer Vorhaben einordnen, selbst wenn das in den Wahlprogrammen im Einzelnen so nicht direkt adressiert wird. Es ist zu begrüßen, dass alle Parteien die Notwendigkeit des Vorantreibens der Digitalisierung und des dafür notwendigen Ausbaus der digitalen Infrastrukturen erkannt haben. Auch über die Förderung von Forschung und Entwicklung (F&E) und den Abbau von Bürokratie herrscht programmatische Einigkeit. Im Zusammenhang mit dem klimaneutralen Umbau der deutschen Volkswirtschaft setzen insbesondere CDU/CSU und FDP auf eine Technologieoffensive. Aber auch SPD und Grüne sehen Technologie als Säule zum Erreichen der Klimaziele an. Die zum Teil neue Technologieoffenheit in dieser Breite könnte für die TFP in der kommenden Dekade einen positiven Schub bedeuten.

FDP, CDU/CSU, SPD und Grüne treten mit unterschiedlicher Akzentuierung für Wettbewerb ein

Grundsätzliche Unterschiede werden deutlich, wenn es um die Ausgestaltung oder die Weiterentwicklung des Wirtschaftssystems geht. Das eher linke Spektrum der Parteien plädiert für mehr regulierende Eingriffe als die konservativen und liberalen Parteien. Bemerkenswert ist der Duktus der Grünen. Dort wird nicht direkt von Regulierungen gesprochen, sondern „ein Stärken“ vieler Bereiche angestrebt, was dann aber mit entsprechenden Regulierungen verbunden sein dürfte.

Aus volkswirtschaftlicher Perspektive sind wettbewerbsorientierte Politikansätze zu begrüßen, da sie eine marktbasierende, effiziente Faktorallokation fördern. Denn die kontinuierliche Neuordnung der Produktionsfaktoren – die sogenannte kreative Zerstörung – gehört zur normalen Entwicklung von Marktwirtschaften, da sie sich, anders als Planwirtschaften, auf diese Weise dezentral koordinieren. Dennoch bleiben genügend politische Gestaltungsmöglichkeiten übrig, wenn es darum geht den freien Marktzugang und einen fairen Wettbewerb zu gewährleisten. Im Gegensatz dazu führen selbst wohlmeinende direkte Markt eingriffe meist nur zu größerer Komplexität der Regelwerke und schlimmstenfalls erzeugen sie sogar negative Gesamteffekte, da übergeordnete Marktentwicklungen außer Acht bleiben.

Auch in Details der Wahlprogramme zeigen sich Unterschiede wie bspw. bei der Regulierung von Lieferketten. In der jüngeren Vergangenheit konnten deutsche Unternehmen ihre Effizienz durch die Auslagerung von Produktionsabläufen steigern, wovon letztendlich die TFP im Ganzen profitierte. Hinsichtlich einer stärkeren Regulierung reichen die Standpunkte der Parteien von einem EU-Ansatz (CDU, FDP) bis hin zu einer sowohl nationalen als auch internationalen Ausweitung (Grüne, SPD eher allgemein).

Der demografischen Entwicklung den Wind aus den Segeln nehmen

Die Schrumpfung und Alterung der deutschen (Erwerbs-)Bevölkerung ist aufgrund der Langatmigkeit demografischer Entwicklungen vorgezeichnet. Somit ist der trendmäßige Rückgang des Arbeitsangebots in der kommenden Dekade ein nicht zu negierender Fakt. Es existieren jedoch viele Ansatzpunkte, um diesen demografischen Gegenwind für das Potenzialwachstum zu mildern. Dabei lassen sich vier große Handlungsfelder abgrenzen. Zum einen die Schul-, Aus- und Weiterbildung, die Erwerbsbeteiligung, das Thema Lebensarbeitszeit und nicht zuletzt die Zuwanderung.

Parteien zu Schul-, Aus- und Weiterbildung

In Deutschland sind Schulbildung und weite Teile der Hochschulbildung Ländersache

Der Erörterung der Parteipositionen – die Wahlprogramme dürften nach wie vor als Richtschnur in den Koalitionsverhandlungen gelten – ist voranzustellen, dass Schule und weite Teile der Hochschulbildung in Deutschland Ländersache sind. Eine gute Schul- und Ausbildung mit arbeitsmarktrelevanten Inhalten ist



Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

Alle Parteien prinzipiell für mehr und bessere Bildung

Unterschiedliche Schwerpunkte

Förderung beruflicher Weiterbildung zu begrüßen, aber nicht als Vehikel zur Umverteilung

CDU/CSU, SPD & FDP mit größten Überschneidungen bei Weiterbildung

eine Bedingung für den erfolgreichen Eintritt möglichst vieler junger Menschen in das Erwerbsleben. Die Notwendigkeit zur Bildungsförderung vom Kleinkindalter an wird in den hier erörterten Wahlprogrammen aufgegriffen. SPD, Grüne und CDU/CSU, wie auch die FDP thematisieren die vorschulische Bildung und auch die damit einhergehende Chancengleichheit direkt. Bei Schulbildung, dualer Berufsausbildung und Studium zeigt sich ein ähnliches Bild, wobei die Parteien ihre Schwerpunkte selbstredend unterschiedlich wählen. Bei der FDP sticht das Ziel der Reformierung des Bildungsföderalismus hervor. Die SPD fordert eine kräftige Personalaufstockung im Bildungsbereich. Sie bleibt aber im Unklaren, wie sich die große Zahl qualifizierter Arbeitskräfte rekrutieren lassen soll. Gemeinsam mit den Grünen legt die SPD insbesondere Wert auf die Bildungsinfrastruktur, während die CDU/CSU die finanzielle Unterstützung betont. Bei den Vorzügen der dualen Berufsausbildung herrscht zwischen den Parteien weitgehende Einigkeit. Eine Umsetzung der erörterten bildungspolitischen Ziele könnte das Qualifikationsniveau potenzieller junger Arbeitskräfte tatsächlich verbessern und noch mehr Jugendlichen den Berufseinstieg ermöglichen. Ein dezidiert früherer Berufseintritt, um das Erwerbspersonenpotenzial zu stärken, wird aber nicht thematisiert.

Angesichts der sich abzeichnenden strukturellen Umbrüche in der Arbeitswelt – Stichwort Digitalisierung – wird die berufliche Weiterbildung weiter an Gewicht gewinnen. Auch diesen Bereich greifen die Parteien mit unterschiedlicher Schwerpunktsetzung auf. Die Grünen verknüpfen das Recht auf Weiterbildung mit einer Finanzierungsforderung, allerdings in Form eines „Qualifizierungs-Kurzarbeitergeldes“. Die FDP setzt in diesem Kontext auf ein „Midlife-BAföG“ von bis zu EUR 1000 pro Jahr und die stärkere steuerliche Berücksichtigung von Weiterbildungsausgaben der Arbeitnehmer. Zudem wird die Vernetzung von beruflicher und akademischer Bildung hervorgehoben. Auch CDU/CSU wollen das BAföG zur Unterstützung der Weiterbildung flexibilisieren, denn dem lebenslangen Lernen ordnen sie eine Schlüsselrolle zu. Für eine ähnliche Ausrichtung der Finanzierung und Flexibilisierung plädiert auch die SPD. Sie fordert zudem ein explizites Recht auf Weiterbildung. Alle Parteien heben den Komplex Bildung in ihren Wahlprogrammen hervor. Angesichts des wirtschaftlichen Strukturwandels ist vor allem zu begrüßen, dass auch der Weiterbildung große Aufmerksamkeit zuteilwird. An dieser Stelle explizit ein Umverteilungsziel zu verfolgen, dürfte den Umsetzungserfolg entsprechender Maßnahmen aber eher dämpfen. Insgesamt würde die Umsetzung der erörterten Ziele für den Bildungsbereich die Beschäftigungsfähigkeit fördern. Zudem könnten sich auch positive Wechselwirkungen auf die TFP einstellen.

Erwerbsbeteiligung und Lebensarbeitszeit müssen zulegen

Erwerbspersonenpotenzial aktivieren, Arbeitsmarktflexibilität erhalten!

Die Parteien widmen dem Thema Arbeit ausgedehnte Passagen ihrer Wahlprogramme. Um der sinkenden Erwerbspersonenzahl entgegenzuwirken, wären zukünftig weitere politische Weichenstellungen wünschenswert, die zu einer höheren Erwerbsbeteiligung von Personen im entsprechenden Alter führten. Zudem sollten Anreize so angepasst werden, dass mehr Arbeitskräfte zumindest bis zur Regelaltersgrenze am Erwerbsleben teilnehmen, natürlich nur, wenn es u.a. ihre Gesundheit erlaubt. Aus gesamtwirtschaftlicher Perspektive muss der Arbeitsmarkt hinreichend flexibel sein, damit sich die Produktionsfaktoren effizient ordnen können. Ein zu starrer Arbeitsmarkt würde die Möglichkeiten zur Erwerbstätigkeit einschränken, wie es bspw. in der Periode vor der sogenannten Agenda 2010 der Fall war.

FDP & CDU/CSU treten dezidiert für Arbeitsmarktflexibilität ein

Gerade bei letzterem Punkt unterscheiden sich die Wahlprogramme deutlich. FDP und CDU/CSU stellen die Gewährleistung der Arbeitsmarktflexibilität deutlich heraus. Beide Parteien erkennen die Zeitarbeit nicht zuletzt als wichtige Ein-



Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

Linkes Partienspektrum konzentriert sich auf Verteilung „der Arbeit“

stiigsbrücke für Geringqualifizierte oder (Langzeit-)Arbeitslose. Auch die Weiterentwicklung der Minijobs (Hinzuverdienstmöglichkeiten) unterstreicht den Flexibilitätsaspekt. Gleichwohl berücksichtigen sowohl FDP als auch CDU/CSU die Arbeitnehmerseite, indem sie von Unternehmensseite arbeitszeitliche und örtliche (mobiles Arbeiten) Flexibilität einfordern, insbesondere für Eltern und Alleinerziehende. Auch die SPD thematisiert diese Möglichkeit und spricht sich für ein Beibehalten der während der Corona-Pandemie gewonnenen räumlichen und zeitlichen Arbeitsflexibilität aus. Auf Unternehmensseite sollen die Selbstständigen gestärkt werden und andererseits die Tarifbindung vorangetrieben werden, vor allem auch im Handwerk. Die SPD fordert: „Wenn die Arbeit durch Produktivitätsgewinne weniger werden sollte, müssen alle davon profitieren.“²² Das heißt aber implizit auch, dass die Arbeitsstunden entsprechend umverteilt werden sollen. Da, wo Gewerkschaften Arbeitszeitkürzungen fordern, möchte die SPD dies unterstützen. Eine abrupte Erhöhung des Mindestlohns auf EUR 12 (derzeit EUR 9,60) dürfte die Einstellungsbereitschaft im unteren Lohnsegment zumindest kurzfristig spürbar dämpfen. Selbst gewerkschaftsnahe Ökonomen²³ weisen auf die negativen Beschäftigungseffekte einer plötzlichen Erhöhung hin. Zudem würde eine solche Erhöhung in die bestehende Struktur der Tarifverträge eingreifen. Die Unternehmen müssen sich auf ein transparentes Anpassungsverfahren verlassen können, das auf den Entscheidungen der unabhängigen Mindestlohnkommission beruht. Um dieses Verfahren zu umgehen, müsste das Mindestlohngesetz geändert werden. Im einfachsten Fall könnte der Anpassungszyklus auf ein Jahr verkürzt werden, um der Tarifentwicklung besser folgen zu können. Darüber hinaus möchten aber vor allem die Sozialdemokraten den Mindestlohn „armutsfest“ machen, damit Mindestlohnbezieher im Alter nicht auf staatliche Rentenzuschüsse angewiesen sind. Bis eine solche Gesetzesänderung umgesetzt ist, könnte die Mindestlohnkommission das 12-Euro-Ziel auch auf regulärem Wege schrittweise erreichen.

Alle Parteien: Bessere Vereinbarkeit von Familie & Beruf kann Erwerbsquote steigern, vor allem bei Frauen

Nahezu Einstimmigkeit herrscht in den Wahlprogrammen bei der Förderung der Vereinbarkeit von Familie und Beruf. Obwohl es kaum direkt adressiert wird, könnte sich daraus tendenziell ein höheres Arbeitsangebot der Haushalte ergeben. Auch über die allgemeine Stärkung der Position von Frauen im Erwerbsleben herrscht kein Dissens. Die Umsetzung beider Ziele würde einer Steigerung der Erwerbsbeteiligung gleichkommen und der Schrumpfung der Erwerbsbevölkerung entgegenwirken. Die fortgesetzte steuerliche Berücksichtigung des mobilen Arbeitens im Homeoffice könnte die Erwerbsbeteiligung weiter fördern.

FDP und Grüne offen für längere Lebensarbeitszeit

Deutliche Unterschiede lassen sich dann wieder beim Thema Lebensarbeitszeit erkennen. Hier ist vor allem die FDP im Vergleich sehr progressiv, indem sie dezidiert fordert: „Wer früher in Rente geht, bekommt eine geringere, wer später geht, erhält eine höhere Rente.“²⁴ Dabei soll aber der gesundheitliche Zustand berücksichtigt werden, damit es nicht zu Benachteiligungen kommt. Die Grünen wollen an der Altersgrenze von 67 Jahren festhalten, aber einen späteren Eintritt ermöglichen. CDU/CSU streben dagegen lediglich an, dass Menschen bis zum tatsächlichen Regelalter arbeiten. Ähnlich stellt sich auch die SPD auf, schließt aber zudem eine weitere Anhebung des Renteneintrittsalters aus. Unter dem Strich kommen in diesem Punkt die programmatischen Forderungen von FDP und Grünen einer weiteren Aktivierung des Erwerbspersonenpotenzials am nächsten.

²² Wahlprogramm der SPD (2021). Das Zukunftsprogramm der SPD. S. 29.

²³ Krebs, Tom und Moritz Drechsel-Grau (2021). Mindestlohn von 12 Euro: Auswirkungen auf Beschäftigung, Wachstum und öffentliche Finanzen. IMK Study.

²⁴ Wahlprogramm der Freien Demokraten (2021). Nie gab es mehr zu tun. S. 87.



Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

Strategien für Zuwanderung sensibel behandelt

Eine Zuwanderung von Personen im erwerbsfähigen Alter, vorzugsweise auch noch mit arbeitsmarktrelevanten Qualifikationen, würde den demografischen Druck auf das Potenzialwachstum mildern. In diesem Sinne warnte jüngst der Vorstandsvorsitzende der Bundesagentur für Arbeit, Scheele, wie folgt vor einem Fachkräftemangel: „Wir brauchen 400.000 Zuwanderer pro Jahr. Also deutlich mehr als in den vergangenen Jahren.“²⁵ Wichtig sei dabei eine gezielte Migration. Allerdings wird dieses Thema nach der Zuwanderungswelle des Jahres 2015 sehr sensibel behandelt.

Grüne & FDP mit besonders konstruktiver Haltung zum Thema Arbeitsmarkt & Migration

Die Grünen und die FDP positionieren sich beim Thema Zuwanderung besonders progressiv, vor allem wenn es um den Arbeitsmarkt geht. Die Grünen thematisieren besonders deutlich die Vorteile von gezielter Arbeits- und Bildungsmigration nach Deutschland. Zudem wollen sie sich stark für die Integration von (ehemaligen) Zuwanderern einsetzen. Ähnliche Forderungen kommen aus den Reihen der FDP. CDU/CSU stehen der gezielten Migration ebenfalls positiv gegenüber, geben dem Thema aber weit weniger Raum. Die SPD stellt auch insbesondere Gerechtigkeitsaspekte der Integration in den Vordergrund und nimmt weniger direkten Bezug auf den Arbeitsmarkt.

Der Kapitalstock lebt von Investitionen

Priorität: Investitionen zum klimagerechten Umbau des Kapitalstocks

Die Neuausrichtung der deutschen Volkswirtschaft auf ein CO₂-neutrales Wirtschaften erfordert eine weitreichende Anpassung des Kapitalstocks. Dazu sind umfangreiche private und öffentliche Investitionen notwendig. Die Strategien zur Umsetzung der EU-Klimaziele nehmen daher in den Wahlprogrammen der Parteien eine prominente Stellung ein. Erwartungsgemäß unterscheiden sie sich programmatisch zum Teil recht deutlich. Die Grünen verflochten die Themen Klimaschutz und Investitionen sehr weitreichend. Die Abkehr von nach ihrer Ansicht klimaschädlichen Technologien wird dezidiert gefordert, sodass sich die öffentliche Hand aus klimaschädlichen Investitionen zurückziehen soll. In dieser Absolutheit enthält die Forderung aber einen Widerspruch zum ebenfalls gewünschten Infrastrukturausbau. Investitionen in diesem Bereich verursachen bei Baumaßnahmen CO₂-Emissionen und fördern diese auch durch ihre Existenz an sich, wie es z.B. bei Straßen der Fall wäre. Dennoch dürfte die Umsetzung der programmatischen Ziele einen positiven Investitionsimpuls liefern, wenn die Forderungen zielgerichtet umgesetzt werden können.

Alle Parteien mit klimaschutzorientierten Investitionsplänen

Auch bei FDP und CDU/CSU haben Investitionen in den Klimaschutz hohe Priorität. Beide Lager heben aber vor allem auch den Aspekt der Wirtschaftlichkeit bei der Umsetzung der Klimaziele hervor. In dieser Hinsicht setzt sich die FDP besonders stark für eine anreizgelenkte Investitionstätigkeit ein. Die SPD widmet sich den klimaschutzorientierten Investitionen ebenfalls eingehend. Sie plant ein öffentliches Investitionsvolumen von jährlich EUR 50 Mrd. aufrechtzuerhalten. Die Wahlprogramme dieser möglichen Koalitionsparteien eint, dass sie beim Klimaschutz ambitionierte Investitionspläne darlegen. Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist dennoch anzumerken, dass es schon in der jüngeren Vergangenheit weniger der Mangel an Finanzmitteln war, der insbesondere die öffentlichen Investitionen bremste, als vielmehr die fehlenden Fachkräfte. Das Bauen und Wohnen ist ein weiterer Themenkomplex, der für den Kapitalstock eine wichtige Rolle spielt und zudem stark von der Klimapolitik berührt wird. Die Parteien tragen der Forderung nach mehr (bezahlbarem) Wohnraum Rechnung. Diese Vorhaben stehen nicht zuletzt im Spannungsfeld von Klimapolitik, regulierenden Markteingriffen und Kapazitätsgrenzen in der Bauwirtschaft. Dennoch können

Bauen, Wohnen und Klimaschutz

²⁵ <https://www.sueddeutsche.de/karriere/arbeitsmarkt-arbeitsagentur-chef-brauchen-400-000-zuwanderer-pro-jahr-dpa.urn-newsml-dpa-com-20090101-210824-99-946632>



Wachstumspotenzial bedroht, schnelles Handeln notwendig

Kapitalintensivierung zur Stärkung des Potenzialwachstums

Wagniskapital stärken

die Verspannungen am Wohnungsmarkt in letzter Konsequenz nur durch den Neubau gelöst werden. Für die klimagerechte Ertüchtigung bestehender Bauwerke sollten effizienzorientierte Grundsätze gelten. Vor allem die Grünen verknüpfen die Themen Bauen und Klimaschutz. Die soziale Perspektive kommt bei den programmatischen Forderungen aller Parteien zum Tragen. Hervorzuheben ist das Eintreten von FDP und CDU/CSU für marktorientierte angebotsseitige Lösungen und das Zurückweisen von rigiden preissetzenden Markteingriffen. Grüne und SPD plädieren eher für Mietpreisbremsen oder ein Mietmoratorium, wenngleich auch sie den Wohnungsbau fördern wollen.

Es sind aber nicht nur die neuen umweltpolitischen Vorgaben und die Nachfrage nach Wohnraum, die weitere Investitionen zur Ertüchtigung des Kapitalstocks erfordern. Wie zuvor erörtert, kann der Alterung und Schrumpfung der Erwerbsbevölkerung in gewissem Grade mit einer Kapitalintensivierung entgegengewirkt werden. Auch die TFP-stärkende Modernisierung der (digitalen) Infrastruktur macht zusätzliche Investitionen notwendig. Zudem würden wichtige Impulse von der Förderung der deutschen Gründungskultur ausgehen. Durch Investitionen in Kapitalgüter, an die ebenfalls technologischer Fortschritt gebunden ist, könnten sprichwörtlich „zwei Fliegen mit einer Klappe“ geschlagen werden, da so auch die TFP tendenziell gestärkt würde. Nicht zuletzt erfolgt die volkswirtschaftliche Technologiediffusion durch junge, innovative Unternehmen. Die Parteien gehen darauf ein, indem sie eine Stärkung des sogenannten Wagniskapitalsektors anstreben. Mit einer Umsetzung dieser Pläne könnte Deutschland auch im internationalen Vergleich aufholen und auch für Investoren interessanter werden. Bisher finden viele junge Unternehmen (Startups) im angelsächsischen Bereich günstigere Voraussetzungen für eine Gründungsfinanzierung.

Ambitionierte Wahlprogramme geben Richtschnur vor

Die Wahlprogramme der Parteien einer möglichen Regierungskoalition enthalten ambitionierte Ziele für den klimagerechten Umbau der deutschen Volkswirtschaft. Im Grundsatz könnte die Umsetzung der nachhaltigkeitsorientierten Investitionspläne das Potenzialwachstum stärken, das in dieser Dekade einen zunehmenden demografischen Gegenwind erfahren wird. Jedoch dürfte gerade die Alterung und Schrumpfung der deutschen Erwerbsbevölkerung eines der größten Hindernisse für die Umsetzung der Investitionen bilden. Große Chancen dieser demografischen Entwicklung einigen Wind aus den Segeln zu nehmen, liegen in einer Kombination aus digitalem Fortschritt, Infrastrukturausbau und progressiver Bildungspolitik sowie flexiblen Lebensarbeitszeitmodellen. Eine arbeitsmarktorientierte Zuwanderung könnte das Potenzialwachstum zusätzlich stärken.

Marc Schattenberg (+49 69 910-31875, marc.schattenberg@db.com)

© Copyright 2021. 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.

Druck: HST Offsetdruck Schadt & Tetzlaff GbR, Dieburg

ISSN (Print): 2511-1663