

Dünhaupt, Petra; Hein, Eckhard; van Treeck, Till

Research Report

Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: Tendenzen in den USA und in Deutschland aus makroökonomischer Perspektive

IMK Study, No. 5/2007

Provided in Cooperation with:

Macroeconomic Policy Institute (IMK) at the Hans Boeckler Foundation

Suggested Citation: Dünhaupt, Petra; Hein, Eckhard; van Treeck, Till (2007) : Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: Tendenzen in den USA und in Deutschland aus makroökonomischer Perspektive, IMK Study, No. 5/2007, Hans-Böckler-Stiftung, Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK), Düsseldorf, <http://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:101:1-20090318459>

This Version is available at:

<http://hdl.handle.net/10419/106221>

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.



Institut für Makroökonomie
und Konjunkturforschung
Macroeconomic Policy Institute

Studies

5/2007

Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: Tendenzen in den USA und in Deutschland aus makroökonomischer Perspektive

Till van Treeck, Eckhard Hein und Petra Dühaupt

Hans-Böckler-Straße 39
D-40476 Düsseldorf
Germany
Phone: +49-211-7778-331
IMK@boeckler.de
<http://www.imk-boeckler.de>

**Hans Böckler
Stiftung**

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

**Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: Tendenzen in den USA und in
Deutschland aus makroökonomischer Perspektive**

Till van Treeck, Eckhard Hein und Petra Dünhaupt

Till van Treeck, Eckhard Hein, Petra Dünhaupt

IMK in der Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Str. 39

40476 Düsseldorf

Email: till-van-treeck@boeckler.de, eckhard-hein@boeckler.de,
petra-duenhaupt@boeckler.de

Inhaltsverzeichnis

| | |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Abbildungsverzeichnis | 4 |
| Tabellenverzeichnis | 6 |
| Zusammenfassung | 7 |
| Abstract..... | 9 |
| 1. Einleitung | 11 |
| 2. „Finanzialisierung“, reale Investitionen und Profite: mikroökonomische Wirkungen und makroökonomische Kreislau fzusammenhänge | 15 |
| 2.1. Zwei Sichtweisen..... | 15 |
| 2.2. „Profite ohne Investitionen“ seit Beginn der 1980er Jahre | 21 |
| 2.3. Abkopplung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft?..... | 23 |
| 3. Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung in den USA | 29 |
| 3.1. Grundlinien der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA seit 1960 | 29 |
| 3.1.1. BIP-Wachstum, Wachstumsbeiträge und Finanzierungssalden | 29 |
| 3.1.2. Strukturwandel und Einkommensverteilung | 31 |
| 3.2. „Finanzialisierung“ und private Investitionstätigkeit | 36 |
| 3.3. „Finanzialisierung“ und privater Konsum | 44 |
| 3.4. „Finanzialisierung“ und staatliche Haushaltspolitik | 51 |
| 3.5. „Finanzialisierung“ und Leistungsbilanz | 54 |
| 3.6. Zusammenfassung USA | 57 |
| 4. Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland..... | 60 |
| 4.1. Grundlinien der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland seit 1960..... | 60 |
| 4.1.0 Nachholende „Finanzialisierung“ in Deutschland?..... | 60 |
| 4.1.1 BIP-Wachstum, Wachstumsbeiträge und Finanzierungssalden | 62 |
| 4.1.2 Strukturwandel und Einkommensverteilung | 64 |
| 4.2. „Finanzialisierung“ und private Investitionstätigkeit..... | 67 |
| 4.3. „Finanzialisierung“ und privater Konsum..... | 74 |

| | | |
|------|-----------------------------------------------------------|----|
| 4.4. | „Finanzialisierung“ und staatliche Haushaltspolitik | 82 |
| 4.5. | „Finanzialisierung“ und Leistungsbilanz | 84 |
| 4.6. | Zusammenfassung Deutschland | 85 |
| 5. | Fazit: Chancen und Risiken der „Finanzialisierung“ | 87 |
| | Appendix | 90 |
| | Datenquellen | 96 |
| | Literatur | 97 |

Abbildungsverzeichnis

| | |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Abbildung 1: Investitionen, Profite und Aktienkurse, USA, Deutschland, seit 1960, 1980 = 100 | 22 |
| Abbildung 2: Beiträge der Nachfragekomponenten zum jährlichen realen BIP-Wachstum, USA, seit 1960 | 30 |
| Abbildung 3: Finanzierungssalden als Anteil am nominalen BIP, USA, seit 1960 | 30 |
| Abbildung 4: Anteil der Gewinne am BIP zu Marktpreisen, USA, seit 1960..... | 32 |
| Abbildung 5: Verhältnis der nominalen Bruttowertschöpfung und der Unternehmensgewinne von finanziellen zu nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, USA, seit 1960..... | 33 |
| Abbildung 6: Anteil verschiedener Wirtschaftszweige am nominalen Netto-Nationaleinkommen, USA, seit 1960 | 34 |
| Abbildung 7: Anteil verschiedener Wirtschaftszweige an der Beschäftigung, USA, seit 1960 | 35 |
| Abbildung 8: Anteile verschiedener Komponenten an den nominalen Bruttoinvestitionen des privaten Sektors, USA, seit 1960 | 36 |
| Abbildung 9: Verwendung des Betriebsüberschusses, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, USA, seit 1960 | 38 |
| Abbildung 10: Empfangene/geleistete Zinszahlungen, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, USA, seit 1960 | 39 |
| Abbildung 11: Anteil verschiedener Finanzierungsmittel an der Finanzierung der Bruttoinvestitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ohne Agrarsektor, USA, seit 1960..... | 41 |
| Abbildung 12: Verschuldung im Verhältnis zum Kapitalstock, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, USA, seit 1960 | 42 |
| Abbildung 13: Ersparnis der privaten Haushalte als Anteil am verfügbaren Einkommen, USA, seit 1960..... | 45 |
| Abbildung 14: Verschiedene Bestandteile des Bruttoeinkommens der privaten Haushalte, USA, seit 1960..... | 47 |
| Abbildung 15: Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte, USA, seit 1960 .. | 48 |
| Abbildung 16: Anteil des direkten und indirekten Aktienbesitzes der privaten Haushalte am Bruttogeldvermögen, USA, seit 1960..... | 48 |
| Abbildung 17: Vermögen und Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen, USA, seit 1960..... | 49 |

| | |
|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Abbildung 18: Besitz von Staatspapieren der privaten Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen, USA, seit 1960..... | 52 |
| Abbildung 19: Netto-Zinszahlungen des Staates im Verhältnis zum nominalen BIP, USA, seit 1960..... | 53 |
| Abbildung 20: Börsenkapitalisierung im Verhältnis zum nominalen BIP, Deutschland, USA, seit 1976..... | 61 |
| Abbildung 21: Beiträge der Nachfragekomponenten zum realen BIP-Wachstum, Deutschland, seit 1960..... | 62 |
| Abbildung 22: Finanzierungssalden als Anteil am nominalen..... | 64 |
| Abbildung 23: Anteil der Gewinne am BIP zu Marktpreisen, Deutschland, seit 1960.. | 65 |
| Abbildung 24: Verhältnis der nominalen Bruttowertschöpfung und der Unternehmensgewinne von finanziellen zu nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, Deutschland, seit 1960..... | 66 |
| Abbildung 25: Anteil des Wirtschaftsbereichs „Kredit- und Versicherungsgewerbe“ am nominalen BIP und an den Erwerbstätigen, Deutschland, seit 1960..... | 67 |
| Abbildung 26: Verwendung des Betriebsüberschusses, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Deutschland, seit 1980 | 68 |
| Abbildung 27: Empfangene/geleistete Zinszahlungen, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Deutschland, seit 1960 | 69 |
| Abbildung 28: Anteil verschiedener Finanzierungsmittel an der Finanzierung der Bruttoinvestitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, Deutschland, seit 1960 | 70 |
| Abbildung 29: Ersparnis der privaten Haushalte als Anteil am verfügbaren Einkommen, Deutschland, seit 1960..... | 75 |
| Abbildung 30: Sparquoten nach Einkommensgruppen, Deutschland, 1993 und 2003 .. | 76 |
| Abbildung 31: Verschiedene Bestandteile des Bruttoeinkommens der privaten Haushalte, Deutschland, seit 1980..... | 77 |
| Abbildung 32: Vermögen und Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen, Deutschland, seit 1980..... | 78 |
| Abbildung 33: Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte, Deutschland, seit 1960 | 81 |
| Abbildung 34: Anteil des direkten und indirekten Aktienbesitzes der privaten Haushalte am Bruttogeldvermögen, Deutschland, seit 1960..... | 81 |
| Abbildung 35: Netto-Zinszahlungen des Staates im Verhältnis zum nominalen BIP, Deutschland, seit 1980..... | 83 |

Tabellenverzeichnis

| | |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tabelle 1: Vom Nettobetriebsüberschuss zur Investitionsfinanzierung..... | 37 |
| Tabelle 2: Nettovermögen und Sparquote der privaten Haushalte nach Einkommensquintilen, USA, 1992-2000 | 46 |
| Tabelle 3: Leistungsbilanzen ausgewählter Länder, in Milliarden US-Dollar | 55 |

Zusammenfassung

Diese Studie befasst sich mit längerfristigen Tendenzen im Zusammenspiel von Finanzsystem und gesamtwirtschaftlicher Entwicklung in den USA und in Deutschland aus makroökonomischer Perspektive. Hierbei stehen die Strukturveränderungen im Finanzsystem seit den 1980er Jahren und die allgemein wachsende Bedeutung des Finanzsektors gegenüber dem nichtfinanziellen Sektor („Finanzialisierung“) im Mittelpunkt. Insbesondere werden verschiedene Sichtweisen zu den makroökonomischen Wirkungen von so genannter „*Shareholder Value*-Orientierung“ im Unternehmenssektor diskutiert. Es gibt gewichtige theoretische und empirische Hinweise darauf, dass diese das Volumen der physischen Investitionstätigkeit tendenziell negativ beeinflusst. Gleichzeitig lässt sich ein Zusammenhang mit der Schwächung von Arbeitnehmerinteressen und dem Rückgang des Anteils der Arbeitseinkommen am Volkseinkommen herstellen.

In den USA steht der tendenziellen Schwächung der privaten Investitionsneigung jedoch ein kräftiger Anstieg der privaten Konsumneigung gegenüber, welcher sich u.a. auf den Anstieg der Wertpapier- und Immobilienpreise sowie auf die Liberalisierung des Kreditvergabegeschäfts zurückführen lässt. Bemerkenswerterweise hat sich insbesondere die Konsumneigung einkommensstarker und vermögender Haushalte, welche von der *Shareholder Value*-Orientierung besonders profitieren, im Zuge der „Finanzialisierung“ drastisch erhöht. Der hieraus resultierende positive Nachfrageeffekt hat neben der euphorischen Erwartung eines neuen technologischen Zeitalters und einer funktionalen makroökonomischen Politik mit zum „*New Economy*“-Boom Ende der 1990er Jahre beigetragen. Zuletzt haben auch einkommensschwächere Haushalte ihre Konsumausgaben, unterstützt durch den (von staatlicher Seite erheblich beförderten) Immobilienpreisboom, trotz stagnierender Einkommen merklich steigern können. Nur über diese, von der Finanzmarktentwicklung begünstigten Veränderungen im privaten Konsumverhalten ist kreislauftheoretisch die positive Entwicklung der makroökonomischen Gewinne bei gleichzeitig schwacher Investitionstätigkeit zu verstehen.

Allerdings erwachsen aus dieser Konstellation erhebliche makroökonomische Ungleichgewichte, Finanzmarktinstabilitäten und Risiken für die künftige wirtschaftliche Entwicklung in den USA. Insbesondere die hohe Verschuldung der privaten Haushalte, eine gewisse Deindustrialisierung im Unternehmenssektor sowie das „Zwillingsdefizit“ (staatliches Haushaltsdefizit und Leistungsbilanzdefizit) können als Nebenprodukte der

„Finanzialisierung“ verstanden werden. Die aktuelle Immobilienkrise in den USA zeigt deutlich die Gefahren eines Wachstumsregimes, welches sich bei schwacher Investitionstätigkeit vornehmlich auf den privaten – zunehmend vermögensbasierten und kreditfinanzierten – Konsum stützt.

In Deutschland ist es seit Ende der 1990er Jahre ebenfalls zu einem stärkeren Einfluss der Finanzmärkte auf die Unternehmensstrategien gekommen. Allerdings ist hier u.a. aufgrund der hohen Sparquote bei einkommensstarken Haushalten bislang kaum ein Effekt der Finanzsystemliberalisierung auf den Konsum zu beobachten. Hierin liegt neben der unterschiedlichen Ausrichtung der makroökonomischen Politik, d.h. der Geld- und Fiskalpolitik sowie der Lohnentwicklung, eine zusätzliche Erklärung für die zuletzt im Vergleich zu den USA schwächere gesamtwirtschaftliche Dynamik. Dennoch sind in jüngster Zeit auch für Deutschland Anzeichen für die problematische Konstellation „Profite ohne Investitionen“ festzustellen. Diese erklären sich jedoch, anders als in den USA, insbesondere durch den hohen Leistungsbilanzüberschuss Deutschlands.

Angesichts der geringen realwirtschaftlich ausgerichteten Nachfrage nach Finanzierungsmitteln durch Unternehmen und private Haushalte im Inland suchen in Deutschland ansässige Finanzdienstleister zunehmend nach scheinbar lukrativeren Finanzanlageoptionen im Ausland. Die aktuellen Turbulenzen im deutschen Finanzdienstleistungssektor, die mit der Beteiligung an der Spekulation mit US-amerikanischen Hypothekenkrediten verbundenen sind, verdeutlichen die Gefahren dieser Entwicklung.

Angesichts dieser Tendenzen erscheint eine stärkere binnenwirtschaftlich ausgerichtete Entwicklung in Deutschland notwendig. Eine entsprechende wirtschaftspolitische Strategie sollte deshalb eine Neuausrichtung der makroökonomischen Politik, d.h. der Geld-, Fiskal- und Lohnpolitik, im Sinne einer Stimulierung der binnenwirtschaftlichen Entwicklung mit einer Re-regulierung des Finanzsektors im Sinne einer langfristig orientierten Finanzierung von privaten Investitionen verbinden.

Abstract

This study analyses the longer term implications of ‘financialisation’ in the US and in Germany from a macroeconomic perspective. In the process of ‘financialisation’ the importance of the financial sector of an economy increases relative to that of the non-financial sector. This phenomenon started to increasingly influence macroeconomic development in the early 1980s in the case of the US, and in the mid- or late 1990s in Germany. Particular attention is paid to the effects of Shareholder Value orientation in the business sector. There is both theoretical and empirical evidence that the latter tends to affect physical investment activity adversely. Also, it weakens employee interests and seems to have contributed to the decrease in the share of wages in national income.

However, in the US, the weaker propensity to invest of firms is offset by a strong increase in private households’ consumption demand. Interestingly, the latter is mainly due to the increased propensity to consume of high-income individuals, who benefit greatly from Shareholder Value orientation. The resulting positive effect for aggregate demand together with euphoric expectations of a new technological era and effective macroeconomic policies has contributed to the emergence of the so-called ‘New Economy’ boom. Recently, the housing price boom (which was heavily supported by the state) has also allowed lower income groups to increase consumer spending, despite stagnating real incomes. In fact, this change in private consumption behaviour, which was facilitated by financial liberalisation, appears to be the only way to understand the very positive evolution of macroeconomic profits despite low physical investment activity.

Yet, this accumulation pattern is linked to a number of important drawbacks endangering financial stability and, in general, future economic development in the US. Thus, both the high level of household indebtedness, a certain deindustrialisation in the business sector and the so-called ‘twin deficits’ (public deficit and current account deficit) can in part be understood as by-products of ‘financialisation’. The current mortgage crisis points at the dangers of a growth regime which is primarily based on private consumption, while physical investment activity remains weak.

In Germany, financial markets have also increasingly influenced firms’ business strategies since the late 1990s. However, a high propensity to save of high income house-

holds has hitherto limited the positive effects of financial liberalisation on consumption. Together with the different macroeconomic policy stance (monetary and fiscal policies as well as wage developments), this is a further explanation of the relatively weak macroeconomic performance in Germany as compared to the US in the past years. Recently, however, the phenomenon ‘profits without investment’ appears to become increasingly important in Germany, too, with the external surplus being the main driving force.

Given the weak internal economic activity in Germany, financial intermediaries have increasingly looked for potentially more profitable financial investments abroad. The risks associated with this development have also become apparent with the current turbulences in the German financial system following the crisis in the US mortgage market.

In light of these developments, a major objective of macroeconomic policy in Germany should be to strengthen internal economic activity. Together with a reorientation of monetary policy, fiscal policy and wage policy, a number of measures can be envisaged that would strengthen the role of financial markets in the long-term financing of physical investment.

1. Einleitung

Diese Studie befasst sich mit längerfristigen Tendenzen im Zusammenspiel von Finanzsystem und gesamtwirtschaftlicher Entwicklung in den USA und in Deutschland. Hierbei stehen insbesondere die Strukturveränderungen im Finanzsystem und ihre realwirtschaftlichen Implikationen seit den 1980er Jahren im Mittelpunkt.

Seit einigen Monaten haben diese Entwicklungen dramatisch an Aktualität und Aufmerksamkeit gewonnen: Die Turbulenzen am US-amerikanischen Immobilienmarkt legen die Befürchtung nahe, dass hiermit sowohl für die USA selbst als auch für die Weltwirtschaft insgesamt, und damit auch für Deutschland, negative Folgen für die Realwirtschaft verbunden sein könnten. Die Geschehnisse am Immobilienmarkt in den USA sind dabei selbst nur ein Anzeichen für einen grundlegenden Strukturwandel innerhalb der US-amerikanischen Volkswirtschaft, welcher bisweilen mit dem Schlagwort der „Finanzialisierung“ umschrieben wird. Diese bezeichnet allgemein einen tendenziellen Bedeutungsgewinn des Finanzsektors einer Volkswirtschaft gegenüber dem nichtfinanziellen Sektor. In den USA kommt dies insbesondere darin zum Ausdruck, dass der vermögensbasierte und kreditfinanzierte Konsum der privaten Haushalte zu einer immer wichtigeren Stütze des Wirtschaftswachstums geworden ist, während der Wachstumsbeitrag der Investitionen, vor allem im industriellen Sektor, tendenziell zurückgeht.

In dieser Studie sollen die Chancen und Risiken der „Finanzialisierung“ am Beispiel der USA und Deutschlands erörtert werden. Im Mittelpunkt der Analyse stehen die Begriffe „*Shareholder Value*-Orientierung“ und „Finanzialisierung“, welche zunächst kurz zu definieren sind.

Shareholder Value bezeichnet ein betriebswirtschaftliches Konzept, welches in den 1980er Jahren u.a. von Alfred Rappaport popularisiert wurde, und sich mit einem weitgehenden gesamtgesellschaftlichen Anspruch verbindet:

„In einer Marktwirtschaft, die die Rechte des Privateigentums hochhält, besteht die einzige soziale Verantwortung des Wirtschaftens darin, *Shareholder Value* zu schaffen.“
(Rappaport, 1999, S. 6)

Auf Firmenebene impliziert dies eine klare Handlungsanweisung für das Unternehmensmanagement:

„Investiere nur in Chancen mit einem glaubhaften Wertsteigerungspotential und zahle Investoren dann Cash zurück, wenn wertsteigernde Investitionschancen nicht verfügbar sind.“ (Rappaport, 1999, S. 112)

Ausschüttungen von Cash an Aktionäre werden i.d.R. entweder über Dividendenzahlungen oder Aktienrückkäufe vorgenommen. *Shareholder Value* wird zudem durch die Steigerung von Aktienkursen geschaffen.

Mit dem umfassenderen Begriff der „Finanzialisierung“ bezeichnen wir eine insgesamt zunehmende Bedeutung des finanziellen Sektors einer Volkswirtschaft gegenüber dem nichtfinanziellen Sektor. Dies kommt zunächst in einer Liberalisierung und Deregulierung des Finanzsystems zum Ausdruck, mit dem Ergebnis einer zunehmenden Bedeutung von marktfähigen Wertpapieren gegenüber traditionellen Bankenkrediten und einer weitgehend unregulierten Innovationstätigkeit im Bereich der Finanzmarktprodukte.¹ *Shareholder Value*-Orientierung ist insofern ein wichtiger Bestandteil der „Finanzialisierung“, als nichtfinanzielle Unternehmen ihr Augenmerk zunehmend auf Finanzmarktkennzahlen legen (müssen). Zugleich werden Industrieunternehmen in verstärktem Maße selbst zu Finanzanlegern: Nachdem sie sich traditionell weitgehend auf physische Investitionstätigkeit beschränkten, gewinnen nun Aktien(rück)käufe, feindliche Übernahmen und Portfoliomanagement an Bedeutung für die Unternehmensstrategie. Aus Sicht der privaten Haushalte steigt im Zuge der „Finanzialisierung“ die Bedeutung von Finanzvermögen (Wertpapiere, Immobilien) und Kapitaleinkommen gegenüber den Arbeitseinkommen. Gleichzeitig nehmen durch die Liberalisierung des Kreditgeschäfts die Möglichkeiten des schuldenfinanzierten Konsums zu. Das Finanzvermögen der privaten Haushalte dient hierbei zur Besicherung von Konsumenten- und Hypothekenkrediten.

Der Startpunkt der „Finanzialisierung“ der amerikanischen Volkswirtschaft wird gemeinhin in den frühen 1980er Jahren gesehen (vgl. Huffs Schmid, 2002; Krippner, 2005; OECD, 1998). Im Hinblick auf Deutschland und Kontinentaleuropa bezeichnet „Finanzialisierung“ ein noch sehr junges und im Vergleich zu den USA weniger stark ausgeprägtes Phänomen, welches jedoch spätestens seit der Euphorie des „Neuen Marktes“ Ende der 1990er Jahre und den (in Deutschland) etwa gleichzeitig einsetzenden institu-

¹ Vgl. die Übersichten in Eatwell/Taylor (2000) und in Huffs Schmid (2002).

tionellen Deregulierungsmaßnahmen zumindest teilweise an Bedeutung zu gewinnen scheint (vgl. EZB, 2007a; Höpner, 2004; Windolf, 2006).

Der vorliegende Beitrag ist in erster Linie eine deskriptive empirische Bestandsaufnahme, welche zugleich eine erste – und teilweise spekulative – Einschätzung von Chancen und Risiken der „Finanzialisierung“ für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung ermöglichen soll. Im Unterschied zur Mehrzahl der bisherigen Studien, die in der Regel unternehmenszentriert bzw. partialanalytisch argumentieren, wählen wir hierbei eine explizit makroökonomische und kreislauftheoretische Perspektive.² Die institutionellen Voraussetzungen der „Finanzialisierung“, welche in den betrachteten Ländern zu unterschiedlichen Zeitpunkten und unter unterschiedlichen politischen Vorzeichen herbeigeführt wurden, werden weitgehend als bekannt angenommen und nur dann kurz in Erinnerung gerufen, wenn es die Interpretation makroökonomischer Sachverhalte unmittelbar erforderlich macht.³

Im folgenden Abschnitt 2 werden zunächst einige grundlegende theoretische Überlegungen angestellt. Darauf folgen in den Abschnitten 3 und 4 empirische Länderanalysen für die USA und für Deutschland. Da die US-amerikanische Entwicklung seit den frühen 1980er Jahren in vieler Hinsicht ein geradezu idealtypisches Beispiel für verschiedene „Finanzialisierungsprozesse“ darstellt, ist ein Vergleich mit den USA für eine Einschätzung der mit den aktuellen Veränderungen im deutschen Finanzsystem verbundenen Chancen und Risiken besonders hilfreich. Im Rahmen unseres makroökonomischen Ansatzes wird die Entwicklung in beiden Ländern nach einem einheitlichen Schema untersucht: Zuerst werden in den Abschnitten 3.1. und 4.1 die Grundlinien der wirtschaftlichen Entwicklung und der „Finanzialisierung“ dargestellt (BIP-Wachstum und Wachstumsbeiträge der Nachfrageaggregate, Finanzierungssalden der Sektoren, Wertschöpfung der finanziellen und nichtfinanziellen Sektoren, Einkommensverteilung). Danach werden die Auswirkungen der „Finanzialisierungsprozesse“ auf die makroökonomischen Nachfrageaggregate untersucht: die Wirkungen auf die privaten Investitionen in den Abschnitten 3.2 und 4.2, die Auswirkungen auf den privaten Konsum in den Abschnitten 3.3 und 4.3, die Wirkungen auf den staatlichen Haushaltssaldo in den Ab-

² Für eine genauere Darstellung der theoretischen Grundlagen unserer Argumentation und Ansätze zu einer ökonometrischen Überprüfung vgl. z.B. Hein (2005), Hein/Ochsen (2003), van Treeck (2007a,b) sowie Hein/van Treeck (2007).

³ Vgl. für umfassende institutionelle Analysen Höpner (2003) und Windolf (2005).

schnitten 3.4 und 4.4 und der Zusammenhang mit dem Leistungsbilanzsaldo in den Abschnitten 3.5 und 4.5. Überblicksartige Zusammenfassungen unserer Ergebnisse für beide Länder finden sich in den Abschnitten 3.6 und 4.6. Ein Fazit in Abschnitt 5 beschließt diese Studie.

2. „Finanzialisierung“, reale Investitionen und Profite: mikroökonomische Wirkungen und makroökonomische Kreislaufzusammenhänge

2.1. Zwei Sichtweisen

In der akademischen Literatur (und in der politischen Debatte) zu den mikro- und makroökonomischen Effekten von „Finanzialisierung“ im Sinne unserer Eingrenzung stehen sich im Wesentlichen zwei Positionen gegenüber:

Nach einer ersten Sichtweise, die sich theoretisch aus einer Integration von Erkenntnissen der neuen Wachstumstheorie und der Informationsökonomie ergibt, wirkt sich der Entwicklungsgrad des Finanzsystems und insbesondere der Finanzmärkte tendenziell positiv auf Spar- und Investitionstätigkeit und damit auf Wirtschaftswachstum und Beschäftigung aus.⁴ Hierbei wird, wie in der klassischen und neoklassischen Wachstumstheorie üblich, die Höhe der Vollbeschäftigungsersparnis den Investitionen vorausgesetzt. Aufgrund von positiven externen Effekten von Realinvestitionen, sowie Investitionen in Humankapital und Forschung und Entwicklung, die den fallenden Grenzerträgen des Realkapitals entgegen wirken, haben eine Erhöhung der Ersparnis und der Realinvestitionen in der neuen Wachstumstheorie dann einen dauerhaft positiven Effekt auf das Vollbeschäftigungs- bzw. Produktivitätswachstum.⁵ Dem Finanzsystem kommt die Rolle zu, die gesamtwirtschaftliche Ersparnis möglichst effizient in möglichst produktive Realinvestitionen zu transformieren und hierbei die im Finanzsektor angelegten Imperfektionen (asymmetrische Informationen, *adverse selection*, *moral hazard*)⁶ zu mi-

⁴ Vgl. die Übersicht und das einfache Modell in Hein (2005) sowie die Darstellungen in Arestis/Sawyer (2005), Demetriadis/Adrianova (2004) und Levine (2003, 2005). Auf Grundlage dieser Sichtweise ist allgemein theoretisch und auch empirisch allerdings nicht eindeutig belegbar, dass kapitalmarktbasierende Systeme wachstumsförderlicher sind als bankenbasierte Systeme (vgl. Hein, 2005). Es spricht vielmehr sehr viel dafür, dass der allgemeine Entwicklungsgrad des Finanzsektors, bestehend aus einem zweistufigen Bankensektor und entwickelten Kapitalmärkten, für das langfristige Wachstum entscheidend ist und Banken und Kapitalmärkte daher komplementäre Funktionen wahrnehmen. Wir konzentrieren uns im Folgenden auf die in der Debatte dominierenden Argumente, die für eine Ausweitung der finanziellen Intermediation über Finanzmärkte sprechen und greifen die Gegenargumente im Rahmen der zweiten zu skizzierenden Sichtweise mit auf.

⁵ Vgl. grundlegend für die „Neue Wachstumstheorie“ Romer (1986) und Lucas (1988), zu einem einführenden Überblick Hein (2004, S. 117 f.) sowie insbesondere Aghion/Howitt (1998).

⁶ Zu den insbesondere im Finanzsektor angelegten Imperfektionen vgl. ausführlich Greenwald/Stiglitz (2003).

nimieren. Aus dieser Perspektive können makroökonomische Volumeneffekte und mikroökonomisch begründete Effizienzeffekte unterschieden werden.⁷

In Bezug auf Volumeneffekte wird argumentiert, dass „hoch entwickelte Finanzmärkte das Kapitalangebot (vergrößern), indem die Ersparnisbildung durch die Existenz attraktiver Anlageoptionen angeregt und die Investitionstätigkeit stimuliert wird“ (Kappler/Westerheide, 2003, S. 5). Der positive Volumeneffekt zusätzlicher Anlageoptionen könnte allerdings dadurch gedämpft werden, dass die Liberalisierung des Kreditvergabegeschäfts den privaten Haushalten auch neue Konsummöglichkeiten eröffnet, die die gesamtwirtschaftliche Ersparnis reduzieren.

Positive Effizienzeffekte hoch entwickelter Finanzsysteme entstehen nach dieser Sichtweise aus einer Reihe von Gründen: Finanzintermediäre spezialisieren sich auf die Informationsbeschaffung und -verarbeitung und reduzieren so die Informations- und Intermediationskosten. Der Handel, die Diversifizierung und das Management von Risiken werden erleichtert, wodurch innovative und erst langfristig ertragreiche reale Investitionsprojekte erst ermöglicht werden. Zudem sollen „effiziente“ Finanzmärkte die Überwachung der Ersparnisverwendung durch produktive Investitionen verbessern.

Ein effizienter Aktienmarkt produziert z.B. bei börsennotierten Unternehmen laufend eine Bewertung, welche aufgrund der Bündelung vieler individueller Einschätzungen den Wert bzw. die Zukunftsträchtigkeit eines Unternehmens bzw. Geschäftsfeldes besser und zeitnäher widerspiegelt als eine Bewertung durch einzelne (große) (Haus-)Banken. Ein hoher Aktienkurs dürfte demnach insofern stimulierend auf die Investitionstätigkeit des betreffenden Unternehmens wirken, als er eine hohe Rentabilität zusätzlicher Investitionen erwarten lässt.⁸

Die Unternehmensbewertung über den Aktienmarkt führt überdies dazu, dass das Unternehmensmanagement dauerhaft zu einer effizienten Verwendung von Finanzierungsmitteln diszipliniert wird, insbesondere wenn die Bezahlung der Manager an den Aktienwert gekoppelt ist, so die theoretische Begründung von Vertretern der Neuen Institutionenökonomik (NIÖ). Manager werden in dieser Sichtweise als „Agenten“ der

⁷ Vgl. für die folgende Darstellung den Literaturüberblick in Kappler/Westerheide (2003, S. 4-12).

⁸ Diese Überlegung ist grundlegend für Tobins q -Theorie der Investitionstätigkeit. Vgl. Crotty (1990) und Tobin/Brainard (1990) zu einer kontroversen Auseinandersetzung.

Aktionäre verstanden (vgl. Jensen/Meckling, 1976). Es wird unterstellt, dass Manager *prima facie* zu verschwenderischen (den Unternehmenswert reduzierenden) Ausgaben und Verhalten neigen. Wenn sie jedoch an der Wertentwicklung des Unternehmens, welche auf effizienten Kapitalmärkten durch den Aktienwert widergespiegelt wird, beteiligt werden, vermindern sich die Anreize zur „Drückebergerei“ (*shirking*). Weitere Möglichkeiten zur Disziplinierung des Managements zugunsten des *Shareholder Value* entstehen aus einem freien Markt für feindliche Übernahmen (Manne, 1965) sowie einem kompetitiven Arbeitsmarkt für Manager (Fama, 1980).

Ein weiterer Vorteil der dezentralen Informationsverarbeitung über Aktienmärkte wird darin gesehen, dass über die Beteiligung vieler verschiedener potenzieller Investoren mit vielfältigen Präferenzen und unterschiedlicher Risikoneigung der Innovationsprozess der Unternehmen und der volkswirtschaftliche Strukturwandel befördert werden. Danach erweist sich die Unternehmensfinanzierung über Aktienmärkte „im Vergleich zu zentraler Entscheidungsfindung – etwa im traditionellen Kreditvergabeprozess – als effizienteres Verfahren, da eine Finanzierung riskanter Projekte bei dezentraler Entscheidungsfindung wahrscheinlicher ist und eine Unterfinanzierung innovativer Projekte so vermieden wird“ (Kappler/Westerheide, 2003, S. 9).

In einer zweiten, alternativen, Sichtweise wird potenziellen makroökonomischen Risiken der Ausweitung der Bedeutung der Finanzmärkte größere Beachtung geschenkt. Hierbei stehen die unternehmerischen Investitionen und ihre Determinanten im Mittelpunkt. Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis ergibt sich in dieser Sichtweise auch langfristig durch Auslastungs- und Verteilungseffekte als endogene Größe und ist somit keine Voraussetzung der Investitionstätigkeit.⁹ Die privaten Investitionen bestimmen kurzfristig die effektive Nachfrage und damit die Auslastung der Produktionskapazitäten und langfristig durch den Aufbau des Kapitalstocks sowie durch kapitalgebundenen technischen Fortschritt und dynamische Skalenerträge die Entwicklung der Produktionskapazitäten. Ein Rückgang der Investitionsdynamik ist damit kurzfristig mit Auslas-

⁹ Dieser post-keynesianische Ansatz setzt eine entwickelte Geld- und Kreditökonomie voraus, die gewährleistet, dass der Unternehmenssektor auf kurz- und langfristige Finanzierungsmittel unabhängig von vorhergehender Ersparnis zurückgreifen kann. Geld- und Kreditschöpfung passen sich dabei endogen an die durch die Produktions- und Investitionsentscheidungen des Unternehmenssektors gegebenen Erfordernisse an. Für eine umfassendere theoretische Darstellung vgl. z.B. Hein (2005, 2007). Die im Folgenden skizzierten Überlegungen sind vor dem Hintergrund dieser Sichtweise von besonderer Bedeutung, obwohl sie zum Teil auch auf anderen theoretischen Grundlagen entwickelt wurden.

tungsproblemen und langfristig mit einem geringeren Wachstum der Produktionskapazitäten verbunden.¹⁰

Insbesondere eine ausgeprägte *Shareholder Value*-Orientierung kann sich nun negativ auf die Investitionsneigung von Unternehmen und damit auf Produktion, Einkommen, Wirtschaftswachstum und Beschäftigung auswirken.¹¹ Diese Einschätzung beruht u.a. auf der für viele entwickelte Volkswirtschaften wiederholt bestätigten empirischen Feststellung, dass Unternehmen Ausgaben für physische Investitionen zu einem überwältigenden Anteil aus internen Finanzierungsmitteln bestreiten.¹² Von der Ausschüttung liquider Mittel an die Aktionäre geht demnach *ceteris paribus* eine investitionshemmende Wirkung aus. Aufgrund dieser finanzierungsseitigen Restriktion sowie durch die permanente Disziplinierung über die Aktienkursentwicklung ergibt sich für die Unternehmen häufig ein Zielkonflikt zwischen kurzfristigem *Shareholder Value* und langfristig wertsteigernder Investitionstätigkeit.

Zwar besagt das *Shareholder Value*-Prinzip nach der oben zitierten Definition lediglich, dass allein solche Investitionen zugunsten von Ausschüttungen unterlassen werden sollen, welche keinen positiven erwarteten Nettonutzen für den Unternehmenswert erzielen. Es wäre daher prinzipiell möglich, dass durch *Shareholder Value*-Orientierung insgesamt die Effizienz von Investitionen bei sonst gleichem oder sogar größerem Investitionsvolumen gesteigert wird, wenn Finanzierungsmittel von weniger rentablen, ausschüttenden Unternehmen in effizientere und innovativere Unternehmen umgelenkt werden. Allerdings gibt es theoretisch begründete und empirisch bestätigte Anzeichen dafür, dass *Shareholder Value*-Orientierung zwar zu einer verstärkten Gewinnausschüttung an die Aktionäre führt, gleichzeitig aber der Aktienmarkt einen sehr geringen bzw. teilweise sogar deutlich negativen Beitrag zur Finanzierung von physischen Investitionen leistet.

¹⁰ Zu einem Überblick über die post-keynesianische Verteilungs- und Wachstumstheorie vgl. Hein (2004, S. 133 ff.). Der positive Zusammenhang zwischen realer Investitionstätigkeit und Produktivitätswachstum ergibt sich auch im Rahmen der oben skizzierten Neuen Wachstumstheorie (vgl. Hein 2004, S. 117 ff.).

¹¹ Vgl. Hein/van Treeck (2007) und van Treeck (2007b) zu theoretischen Modellen sowie van Treeck (2007a) zu empirischen Ergebnissen.

¹² Vgl. z.B. die grundlegenden Arbeiten von Mayer (1988), Rajan/Zingales (1995), Corbett/Jenkinson (1996, 1997) und Mayer/Sussman (2002). Unsere eigenen Untersuchungen hierzu werden in den Abschnitten 3.2 und 4.2 diskutiert.

Dass von der finanziellen Position, d.h. dem „*cash flow*“ des Unternehmens, ein erheblicher Einfluss auf die Investitionen ausgeht, kann mittlerweile als gesicherte Erkenntnis der empirischen Investitionsforschung gelten. Schon Meyer/Kuh (1957) hatten in einer frühen Arbeit über die Investitionstätigkeit von Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe der USA für die Periode 1946-1950 gezeigt, dass kurzfristig von der intern zur Verfügung stehenden Liquidität und langfristig von der Akzeleratorvariablen ein signifikant positiver Einfluss auf die Investitionen ausging.¹³ Auch Fazzari/Hubbard/Peterson (1988) haben in einer grundlegenden und viel beachteten Arbeit mit Hilfe von Paneldaten für Unternehmen des US-amerikanischen Verarbeitenden Gewerbes im Zeitraum von 1970 bis 1984 die Signifikanz des *cash flow*, als Indikator für die finanzielle Position des Unternehmens, für die Anlageinvestitionen nachgewiesen. Der Einfluss des *cash flow* auf die Investitionen ist dabei nicht auf Besonderheiten in bestimmten Industriezweigen zurückzuführen, sondern ist ein gesamtwirtschaftliches Phänomen. Hubbard (1998) und Schiantarelli (1996) haben in ihren Übersichten über empirische Arbeiten zu den Investitionsdeterminanten in verschiedenen Ländern bestätigt, dass die finanzielle Position des Unternehmens einen wichtigen Einfluss auf die Investitionshöhe hat. Interne und externe Finanzierungskosten können sich auch langfristig deutlich unterscheiden, und bestimmte Unternehmen oder Produktionszweige werden durch die intern zur Verfügung stehenden Finanzierungsmittel in ihrer Investitionstätigkeit beschränkt.

Eine mögliche Erklärung für den positiven Zusammenhang zwischen *cash flow* und realer Investitionstätigkeit liegt in einer asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Managern und Aktionären (vgl. z.B. Greenwald/Stiglitz, 1993).¹⁴ Auf Aktien-

¹³ Die relativen Preise der Produktionsfaktoren (Zinssatz und Reallohnsatz) spielten hingegen keine Rolle. Begründet wurde die „*residual funds theory of investment*“ von Meyer/Kuh (1957) durch die Trennung von Management und Eigentum in oligopolistischen Großunternehmen. Bei unvollständigen Kapitalmärkten hätte das Management eine Präferenz für die Finanzierung von Investitionen aus internen Mitteln, um die Unabhängigkeit von den Kapitaleignern zu sichern. Investitionen in der kurzen Frist seien daher eine Residualgröße und ergäben sich als Differenz aus den Nettoerlösen und den Dividendenzahlungen der laufenden Periode. Eine Abweichung von diesem Verhalten würde sich erst dann einstellen, wenn die Entwicklung des Absatzes langfristig eine Anpassung des Kapitalstocks entsprechend des fixen Kapitalkoeffizienten erzwingen würde.

¹⁴ Der Hinweis auf die Bedeutung interner Finanzierungsmittel für die Investitionstätigkeit findet sich mit ähnlicher Begründung bereits in Kaleckis (1937) „*principle of increasing risk*“. Eine andere, innovative Erklärung für den stark positiven Zusammenhang zwischen internen Finanzierungsmitteln und der Investitionstätigkeit hat jüngst Akerlof (2007) in einem viel beachteten Beitrag unter Hinweis auf die Bedeutung gesellschaftlicher Normen für ökonomisches Verhalten vorgeschlagen. Offenbar dient demnach das Vorhandensein eigener Finanzierungsmittel im Sinne der kaufmännischen Vorsicht als normative Richtschnur für die Investitionsausgaben von Unternehmen.

märkten überbewertete Unternehmen haben demnach Veranlassung, ihr Eigenkapital durch zusätzliche Aktienemission zu erhöhen. Umgekehrt wird jedoch von unvollständig informierten Investoren auf dem Aktienmarkt die Erhöhung des Eigenkapitals als Indikator für eine Überbewertung des Unternehmens interpretiert. Unternehmen werden also unter der Voraussetzung dieser, von den Investoren auf Aktienmärkten vermuteten „*adverse selection*“ Schwierigkeiten haben, ihr Eigenkapital zu erhöhen. Ankündigungen von Aktienemissionen werden den Kurs nach unten treiben und das Vermögen der bisherigen Halter schmälern. Da das Management ihnen verpflichtet ist, resultiert hieraus eine Präferenz für die Finanzierung von Investitionen aus dem laufenden *cash flow*. Danach wird zuerst auf Fremdkapital zurückgegriffen¹⁵, bevor eine Kapitalerhöhung in Erwägung gezogen wird, wie Myers/Majluf (1984) in ihrer „pecking order“-Theorie verdeutlicht haben.

Hinsichtlich der Bedeutung der Aktienkursentwicklung für den Zielkonflikt zwischen (kurzfristigem) *Shareholder Value* und (längerfristig) wertsteigernden Investitionen zeigen aufwendige empirische Untersuchungen für die USA, dass Manager börsennotierter Unternehmen in der Tat in großem Umfang Investitionsprojekte mit „sehr hohem diskontierten Nettonutzen“ unterlassen, weil sie eine negative Reaktion des Aktienmarktes für den Fall befürchten, dass sich wichtige Finanzmarktkennzahlen¹⁶ kurzzeitig schwach entwickeln (Graham/Harvey/Rajgopal, 2005, S.1).¹⁷

Investitionszurückhaltung zugunsten von Dividendenausschüttungen, Aktienrückkäufen und kurzfristig positiver Aktienkursentwicklung kann zwar, wie oben beschrieben, zunächst einmal *Shareholder Value* schaffen,¹⁸ sie beeinträchtigt jedoch potenziell die langfristige Wertentwicklung der Unternehmen. Dieses – in langfristiger Betrachtung

¹⁵ Das Problem der asymmetrischen Informationen betrifft zwar auch die Kreditfinanzierung (vgl. Stiglitz/Weiss, 1981), aber häufig in geringerem Ausmaß. Zum einen besitzen Banken aufgrund ihrer Spezialisierung in der Kreditvergabe und -überwachung genauere Informationen über Unternehmen. Zudem erhalten Fremdkapitalgeber Zinszahlungen unabhängig vom Unternehmenserfolg, so lange allein die Zahlungsfähigkeit der Unternehmen gewährleistet ist. Die Rendite der Aktionäre ist dagegen stärker an den Unternehmenserfolg und die Aktienkursentwicklung gebunden (vgl. z.B. Mishkin, 2007, S. 192 ff.).

¹⁶ Besonderes Augenmerk legen Managements auf das „Ergebnis je Aktie“ (*earnings per share*, EPS), vgl. Graham/Harvey/Rajgopal (2005).

¹⁷ Vgl. die ähnlichen Ergebnisse in Porter (1992) und Cheng et al. (2005).

¹⁸ Es gilt: Aktienrendite = (Dividendeneinkommen + Kurssteigerung)/Kaufpreis der Aktie. Eine Vielzahl von Studien bestätigt (zumindest für die kurze bis mittlere Frist) den positiven Zusammenhang zwischen Aktienrückkäufen und Dividendenausschüttungen einerseits und der Aktienkursentwicklung eines Unternehmens andererseits (vgl. EZB, 2007a). Zum Zielkonflikt zwischen Investitionen und Gewinnen auf Firmenebene vgl. Abschnitt 2.3.

auch für die Aktionäre – ineffiziente Ergebnis lässt sich damit erklären, dass die Informationsbeschaffungskosten, die für die realistische Abschätzung der längerfristigen Gewinnperspektiven eines bestimmten Unternehmens aufgebracht werden müssten, aus Sicht eines einzelnen Aktionärs in der Regel als zu hoch eingestuft werden und damit kurzfristige Finanzmarktkennzahlen zu maßgebenden Entscheidungsfaktoren für das Anlageverhalten werden.¹⁹ Die Koppelung der Managervergütung an die (kurzfristige) Aktienkursentwicklung kann diese Problematik noch verstärken (vgl. Jensen, 2005).

2.2. „Profite ohne Investitionen“ seit Beginn der 1980er Jahre

Folgt man der zweiten, oben skizzierten Sichtweise, so sind von den „Finanzialisierungsprozessen“ seit den 1980er Jahren insgesamt eher negative Auswirkungen auf die physische Investitionstätigkeit zu erwarten. Tatsächlich zeigt sich für diesen Zeitraum eine tendenzielle Abschwächung der Investitionsdynamik – insbesondere im Verhältnis zur Entwicklung der makroökonomischen Gewinne –, deren möglicher Zusammenhang mit den strukturellen Veränderungen im Finanzsystem im Folgenden zu diskutieren ist. Zur ersten Orientierung zeigt Abbildung 1 die Entwicklung von gesamtwirtschaftlichen Investitionen, Gewinnen und Aktienkursen für die USA und Deutschland seit 1960.²⁰

Für beide Länder lässt sich eine grobe Einteilung in zwei Perioden vornehmen:

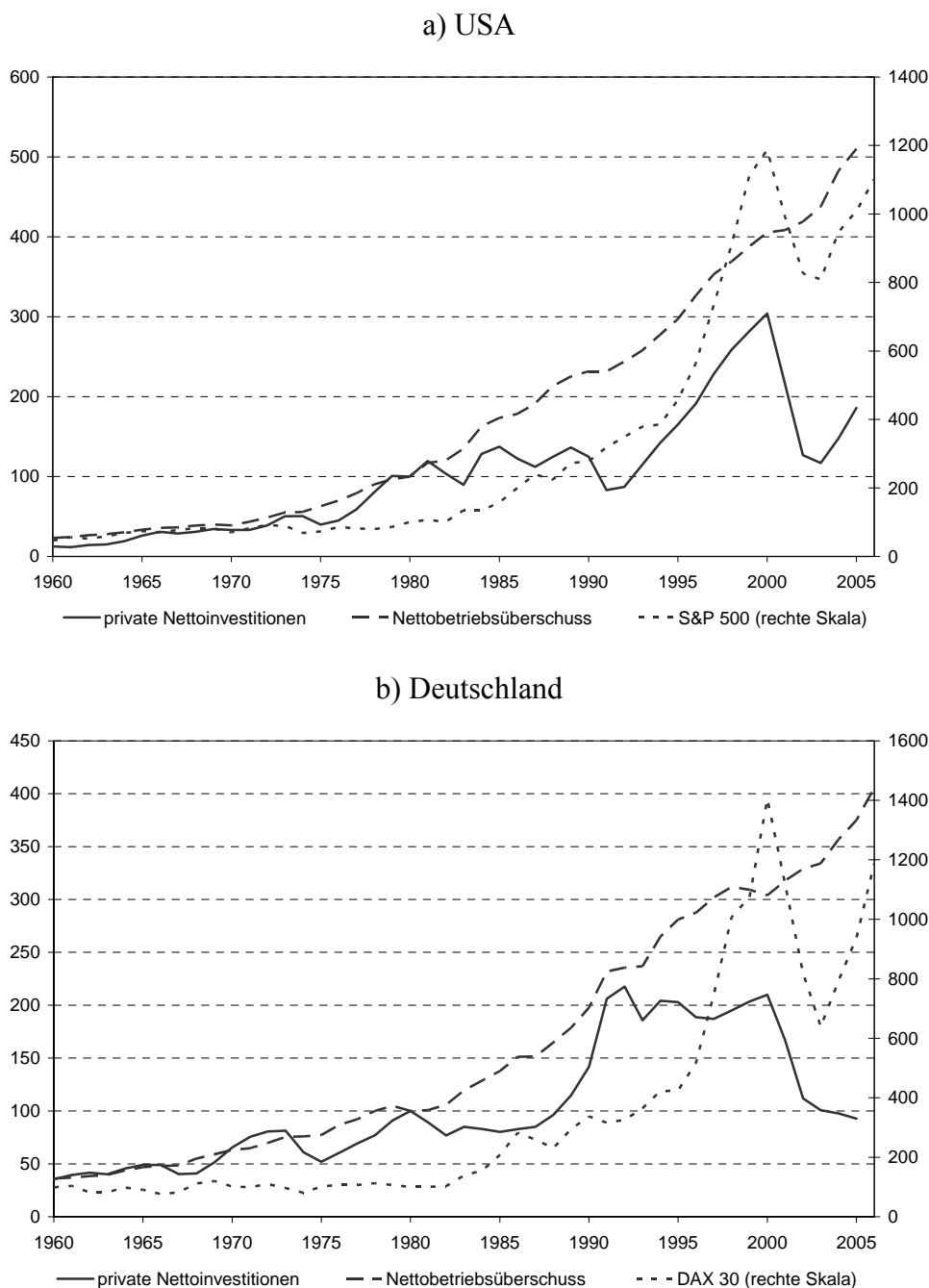
1. Im Zeitraum zwischen den frühen 1960er Jahren und den frühen 1980er Jahren haben sich Investitionen und Gewinne in beiden Ländern weitgehend parallel entwickelt und sind relativ kontinuierlich gewachsen. Für die USA lässt sich für die Investitionen sogar

¹⁹ Zwar wird heutzutage ein Großteil des Aktienvermögens von institutionellen Anlegern verwaltet (siehe Abschnitte 3.3 und 4.3); deren Anlagestrategien unterliegen jedoch ebenfalls dem Problem einer potenziell ineffizienten Kurzfristorientierung, da Finanzintermediäre ihrerseits in ständigem Wettbewerb um die Vermögen individueller Anleger stehen und somit das Problem asymmetrischer Informationsverteilung lediglich auf eine tiefere Ebene verlagert wird. Die Haltedauer von Aktien beträgt bei institutionellen Anlegern in der Regel nur wenige Monate (vgl. z.B. Windolf, 2006). Insgesamt gibt es Anzeichen dafür, dass durch den zunehmenden Einfluss der institutionellen Anleger die Kurzfristorientierung börsennotierter Unternehmen nicht vermindert bzw. sogar verstärkt wird (vgl. z.B. Bogle, 2003; Grinstein/Michaely, 2005; Patgiri et al., 2005).

²⁰ In Abbildung 1 werden für Gewinne und Investitionen nominale Nettogrößen herangezogen. Im Appendix sowie in den Abbildungen 2 und 22 werden zudem – mit ähnlichen Ergebnissen – nominale Bruttowerte sowie reale Netto- und Bruttowerte betrachtet. Die Verwendung des Nettobetriebsüberschusses auf Zins- und Dividendenzahlungen sowie einbehaltene Gewinne wird in den Abschnitten 3.2 und 4.2 genauer untersucht.

ein stärkeres Wachstum feststellen als für die Gewinne. Gleichzeitig ist die Aktienkursdynamik in beiden Ländern über den gesamten Zeitraum schwach.

Abbildung 1: Investitionen, Profite und Aktienkurse, USA, Deutschland, seit 1960, 1980 = 100



Anmerkungen: USA: private Nettoinvestitionen ohne Wohnungsbau; Nettobetriebsüberschuss, private Unternehmen; S&P 500, Jahresendstände. Deutschland: Nettofixkapitalbildung, privater Sektor; Nettobetriebsüberschuss, gesamte Volkswirtschaft; DAX 30, jahresdurchschnittliche Monatsendstände.

Quelle: NIPA, AMECO, Ecwin.

2. In der Zeit seit den frühen 1980er Jahren zeigt sich demgegenüber ein umgekehrtes Bild: Der Wert der Aktienindizes hat sich in beiden Ländern bis zur Jahrtausendwende mehr als verzehnfacht, während sich das Investitionswachstum über weite Strecken verlangsamt hat²¹ und v.a. deutlich hinter dem Anstieg der Unternehmensgewinne zurückgeblieben ist.²² In den USA wurde diese Auseinanderentwicklung durch den „*New Economy*“-Boom Ende der 1990er Jahre unterbrochen, in Deutschland durch den Vereinigungs-Boom Anfang der 1990er Jahre.

Auf der Grundlage dieser sehr einfachen Betrachtung und groben Periodisierung scheint also zunächst wenig für einen stabilen positiven Zusammenhang zwischen Finanzmarkt- und realer Entwicklung zu sprechen bzw. dafür, dass die Finanzmarktliberalisierung seit Anfang der 1980er Jahre die realwirtschaftliche Investitionstätigkeit entscheidend positiv beeinflusst hätte.²³ Vielmehr scheinen sich Gewinne und Investitionen in der Tendenz auseinander entwickelt zu haben: Reale Investitionen machen einen zunehmend geringeren Anteil an den Unternehmensprofiten aus.²⁴ Ein Grund hierfür könnte darin liegen, dass Unternehmen einerseits verstärkt Aktionärsinteressen bedient haben, andererseits nichtfinanzielle Unternehmen selbst verstärkt finanzielle Investitionen zulasten von Realinvestitionen vorgenommen haben.

2.3. Abkopplung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft?

Generell scheint das Phänomen „Profite ohne Investitionen“ seit Beginn der 1980er Jahre auf den ersten Blick durchaus kompatibel zu sein mit verschiedenen populären

²¹ Mitunter wird argumentiert, durch neue Informationstechnologien (IT) und den Bedeutungszuwachs des Dienstleistungssektors relativ zum Industriesektor habe die physische Investitionstätigkeit z.B. gegenüber der Akkumulation von Humankapital relativ an Bedeutung verloren (z.B. Aglietta, 2000; IMF, 2004, Kap. IV). Dem wird jedoch u.a. entgegen gehalten, dass Investitionsgüter aus dem IT-Bereich besonders kurze Lebenszyklen haben und häufig erneuert werden müssen (z.B. Rajan, 2006). Hierin könnte ein Grund für die in der jüngeren Vergangenheit relativ schwächere Entwicklung der Nettoinvestitionen im Vergleich zu den Bruttoinvestitionen liegen (vgl. Appendix).

²² Zu Analysen dieses „*investment-profit puzzle*“ vgl. Stockhammer (2005-6), Cordonnier (2006), Hein/van Treeck (2007), van Treeck (2007a,b).

²³ Zu dieser Schlussfolgerung kommt z.B. auch Schulmeister (2003).

²⁴ Diese Auseinanderentwicklung von Profiten und Investitionen gilt nicht nur für die absoluten Werte sondern auch für die Profitrate und die Akkumulationsrate, die Profite und Investitionen jeweils ins Verhältnis zum Kapitalstock setzen. Duménil/Lévy (2001, S. 589) berechnen Profitraten für die USA und für die Ländergruppe Deutschland/Frankreich/Großbritannien und zeigen, dass diese zwischen ca. 1960 und 1980 zusammen mit der Akkumulationsrate einen gemeinsamen negativen Trend aufwiesen aber seit ca. 1980 trotz tendenziell weiter sinkenden Akkumulationsraten wieder ansteigen.

Befürchtungen hinsichtlich der Wirkungen von *Shareholder Value*-Orientierung auf Firmenebene. So wird typischerweise argumentiert, auf Unternehmensebene bestehe ein Zielkonflikt zwischen Unternehmenswachstum (Investitionen) und Profitabilität (Gewinnen), wobei sich das Gewinninteresse der Aktionäre zunehmend zulasten der Investitionstätigkeit (und letztlich der Beschäftigung und des Wirtschaftswachstums) durchsetze:

„Die Shareholder-Value-Strategie der deutschen Aktiengesellschaften ist aus Sicht der Finanzinvestoren durchaus erfolgreich: Die Gewinne der 30 größten deutschen Aktiengesellschaften sind in den letzten fünf Jahren um die Hälfte gestiegen, die Dividenden wurden erhöht, die Aktionäre erhielten wesentlich höhere Ausschüttungen als in den Jahren zuvor. Allerdings ist die Investitionsquote auf einem historischen Tiefststand. Statt in langfristige Forschungsvorhaben und Strategien investieren die Unternehmen in Aktienrückkäufe [...].“ (Reisach, 2007, S. 52)

„Seit kurzem [...] treibt die unsichtbare Hand ein sonderbares Spiel. Statt Dinge herzustellen und zu verkaufen, dirigiert sie Unternehmen dahin, Gewinn zu machen, indem sie Fabriken schließen, sich von Produktparten trennen und Stellen abbauen.“ (Grötter, 2006, S. 73)

Bisweilen scheint das Konzept des Zielkonflikts zwischen Investitionen und Gewinnen auch unmittelbar auf die makroökonomische Ebene übertragen zu werden. Während Höpner (2003, S. 306) in Bezug auf die „Deutschland AG“ der ersten Nachkriegsjahrzehnte von einer „für den deutschen Kapitalismus eigentümliche(n) strategische(n) Orientierung im Zielkonflikt zwischen Rentabilität und Unternehmenswachstum“ spricht, entdeckt die OECD in der während der 1980er und 1990er Jahre sich in ihren Mitgliedsländern verstärkenden *Shareholder Value*-Orientierung eine Antwort auf einen „Mangel an Unternehmenskontrolle“, der in früheren Jahrzehnten häufig zur „Verfolgung von Marktanteilen und Unternehmenswachstum zulasten der Unternehmensprofitabilität“ geführt hatte (OECD, 1998, S. 17, unsere Übersetzung).

Schließlich wird manchmal ein direkter Zusammenhang zwischen der in Abbildung 1 gezeigten positiven Aktienkursentwicklung der letzten Jahrzehnte und der guten gesamtwirtschaftlichen Gewinnsituation bei gleichzeitig schwacher Realkapitalbildung hergestellt:

„Bei nahezu stagnierender Realwirtschaft stellen Bewertungsgewinne die wichtigste Profitquelle dar: Hohe Renditen werden daher nur in Phasen boomender Aktienkurse erzielt.“ (Schulmeister, 2007, S. 74)

Angesichts der in solchen Überlegungen zum Ausdruck kommenden Hypothese von einer „Abkoppelung“ der Finanzmärkte von der Realwirtschaft sind einige grundlegende kreislauftheoretische Zusammenhänge in Erinnerung zu rufen. Zwar besteht in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur weitgehend Einigkeit darüber, dass für ein einzelnes Unternehmen in der Tat ein (zumindest kurzfristiger) Zielkonflikt zwischen Unternehmenswachstum und Profitabilität bestehen mag.²⁵ Gesamtwirtschaftlich betrachtet, sind Investitionen aus Sicht der Unternehmen jedoch nicht nur Kosten, sondern auch ein wichtiger Teil der Güternachfrage. Makroökonomisch ist eine in den oben angeführten Zitaten vermutete „Entkoppelung“ von Investitionstätigkeit und Unternehmensgewinnen daher nur möglich, wenn andere Nachfragekomponenten eine schwache Investitionsdynamik überkompensieren. Hier kommen grundsätzlich der private Konsum, das staatliche Haushaltsdefizit und der Außenbeitrag in Frage, wie sich aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung leicht herleiten lässt:

Im Rahmen der Verwendungsrechnung des Bruttoinlandsproduktes (BIP) gilt:

$$(1) \text{BIP}_{\text{MP}} = C_{\text{W}} + C_{\text{II}} + I^{\text{b}} + G + X - M.$$

Das Bruttoinlandsprodukt zu Marktpreisen (BIP_{MP}) wird für den Konsum aus Lohneinkommen (C_{W}), für den Konsum aus Gewinneinkommen (C_{II}), für die Staatsausgaben (G), für die privaten Bruttoinvestitionen (I^{b}) sowie für den Exportüberschuss, d.h. für die Differenz aus Exporten (X) und Importen (M) von Gütern und Dienstleistungen, verwendet.

Das Bruttonationaleinkommen (BNE), das den Inländern zur Verfügung stehende Bruttoeinkommen, ergibt sich durch Hinzuziehung der Nettofaktoreinkommen (Löhne und

²⁵ Vgl. klassisch Penrose (1959). Siehe auch Lavoie (1992, S. 114 ff.), Stockhammer (2005-6) und Graham/Harvey/Rajgopal (2005). Einerseits können durch ein besonders schnelles Unternehmenswachstum technische Ineffizienzen bei der Organisation des Produktionsprozesses, beim Erschließen neuer Märkte usw. entstehen. Zum anderen senkt Investitionszurückhaltung eines einzelnen Unternehmens – bei kurzfristig gegebener Ertragslage – die Kosten eines Unternehmens, was (kurzfristig) den Gewinn erhöht. Wenn viele Unternehmen Investitionszurückhaltung üben, verringert sich jedoch *ceteris paribus* die aggregierte Nachfrage und verschlechtert die Gewinnsituation für den Unternehmenssektor insgesamt (siehe unten).

Profite) aus dem Ausland, d.h. der Differenz aus den einströmenden Faktoreinkommen (FE_{A-I}) und den ausströmenden Faktoreinkommen (FE_{I-A}):

$$(2) \text{ BNE}_{\text{MP}} = C_{\text{W}} + C_{\text{II}} + I^{\text{b}} + G + X - M + FE_{A-I} - FE_{I-A}.$$

Dieses Bruttonationaleinkommen, gemessen in Marktpreisen, verteilt sich auf die Löhne (W), die Profite (Π), jeweils vor Steuern, die Abschreibungen (D) sowie die indirekten Steuern (T_{ind}) abzüglich der Subventionen (Z). Berücksichtigt man zusätzlich die direkten Steuern auf Löhne (T_{W}) und auf Profite (T_{II}) und daher die Löhne nach Steuern (W^{n}) sowie die Profite nach Steuern (Π^{n}), so erhält man folgende Verteilungsgleichung:

$$(3) \text{ BNE}_{\text{MP}} = W^{\text{n}} + T_{\text{W}} + \Pi^{\text{n}} + T_{\text{II}} + D + T_{\text{ind}} - Z.$$

Aus den Gleichungen 2 und 3 ergibt sich folgende makroökonomische Bestimmung für die Nettoprofite:

$$(4) \begin{aligned} \Pi^{\text{n}} &= C_{\text{W}} - W^{\text{n}} + C_{\text{II}} + I^{\text{b}} - D + G - T_{\text{W}} - T_{\text{II}} - T_{\text{ind}} + Z + X - M + FE_{A-I} - FE_{I-A}, \\ &= C_{\text{II}} + I^{\text{n}} + G^{\text{D}} + (X - M + SFE_{A-I}) - S_{\text{W}}. \end{aligned}$$

Die Nettoprofite nach Steuern ergeben sich damit aus der Summe aus den Konsumausgaben aus Profiten, den Nettoinvestitionen ($I^{\text{n}} = I^{\text{b}} - D$), dem Haushaltsdefizit des Staates ($G^{\text{D}} = G - T_{\text{ind}} + Z - T_{\text{W}} - T_{\text{II}}$), sowie dem Außenbeitrag zum Bruttonationaleinkommen, d.h. dem Außenhandelsüberschuss sowie dem Saldo der Faktoreinkommensströme zwischen Inland und Ausland ($X - M + SFE_{A-I}$), abzüglich dem Sparen aus Lohneinkommen ($S_{\text{W}} = W - C_{\text{W}}$).

Auf makroökonomischer Ebene besteht also *ceteris paribus* ein definitionsgemäß positiver Zusammenhang zwischen Investitionssumme und Profitsumme bzw. zwischen Akkumulationsrate und Profitrate, welche die entsprechenden Größen ins Verhältnis zum Kapitalstock setzen.²⁶ Zudem kann, da kreislauftheoretisch alle Gewinne eine realwirtschaftliche Entsprechung haben müssen, eine positive Aktienkursentwicklung, für sich genommen, nicht als ursächlich für hohe makroökonomische Profite bzw. eine ho-

²⁶ Der in Gleichung 4 aufgezeigte positive Zusammenhang zwischen den Ausgaben von Gewinnempfängern und den Gewinnen selbst sind von Ökonomen früh erkannt worden. Vgl. v.a. Marx' (1885) Reproduktionsschemata, Keynes' (1930) Bild vom „Krug der Witwe“, Kaleckis (1954) „Profitmultiplikator“ und Robinsons (1962) „Bananendiagramm“.

he Profitabilität des Unternehmenssektors verstanden werden. Genauso wenig können Realinvestitionen makroökonomisch durch Finanzinvestitionen ersetzt werden, ohne dass es *ceteris paribus* zu negativen Rückwirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Profitsumme kommt.²⁷

Berücksichtigt man, dass die Ersparnis aus Profiten sich als Differenz aus Nettoprofit-einkommen und Konsum aus Profiten ergibt ($S_{\Pi} = \Pi - C_{\Pi}$), so lässt sich aus Gleichung 4 eine weitere makroökonomische Restriktion gewinnen, die für die folgenden Betrachtungen wichtig sein wird:

$$(5) \quad \begin{aligned} 0 &= (S_{\Pi} + S_W - I^n) + (T - G) + (M - X - SFE_{A-1}), \\ &= FS_P + FS_{St} + FS_A. \end{aligned}$$

Die Finanzierungssalden der drei großen Sektoren einer Volkswirtschaft: Privatsektor ($FS_P = S_{\Pi} + S_W - I^n$), Staat ($FS_{St} = T_{ind} - Z + T_W + T_{\Pi} - G = -G^D$) und Ausland ($FS_A = M - X - SFE_{A-1}$), addieren sich notwendigerweise zu Null. Bildet der private Sektor also Überschüsse, indem z.B. die Realinvestitionen gegenüber der privaten Ersparnis zurückgehen, so müssen die Defizite des Staates und/oder des Auslandes entsprechend ansteigen.

Natürlich beschreiben Gleichungen 4 und 5 *ex post*-Identitäten, und keine Kausalzusammenhänge. Es bedarf also zusätzlicher Hypothesen bzgl. des ökonomischen Verhal-

²⁷ Der in Gleichung 4 beschriebene definitorische Zusammenhang ist auch dann zu berücksichtigen, wenn eine eher qualitative und soziologische Analyse der Bestimmungsgründe der Profite angestrebt wird. Z.B. kritisiert Deutschmann (2005, S. 72) in einem viel beachteten Sammelband über den „Finanzmarkt-Kapitalismus“: „Neoklassische, neo- und postkeynesianische Wachstumsmodelle beschreiben die Bedingungen eines dynamischen Gleichgewichts zwischen der Entwicklung von Einkommen, Konsum und Ersparnissen sowie dem Einsatz von Kapital, Arbeit und natürlichen Ressourcen. Je nach den zugrunde gelegten Annahmen gelangen sie zu sehr unterschiedlichen Ergebnissen, was die Chancen eines stabilen Wachstumsregimes betrifft. Entweder ergibt sich die Profitrate endogen aus dem angenommenen Wachstumspfad, oder das Wachstum selbst wird aus der erreichten oder erwarteten Profitrate abgeleitet. Eine solche modellhafte Ableitung ist jedoch noch keine empirisch gehaltvolle Theorie, die reale Wachstumsprozesse erklären kann.“ Daher wird eine qualitative Erklärung der Unternehmensgewinne unter Rückgriff auf Schumpeter vorgeschlagen: „Schumpeter definiert den Gewinn als Prämie für die Kreativität des Unternehmers. [...] Nur durch kontinuierliche Innovation lässt der Gewinn sich auf Dauer stellen. [...] (Es) hängt die Chance von Unternehmen, Gewinne einzufahren, in hohem Maße von ihrer Fähigkeit ab, eben dieses unbestimmbare Potenzial ihrer Belegschaft zu mobilisieren. [...] Unter welchen Bedingungen können sich solche Kompetenzen entwickeln?“ (Deutschmann, 2005, S. 72 f.) Es trifft sicherlich zu, dass ein einzelnes Unternehmen dann besonders hohe Gewinne machen wird, wenn es innovativer ist als die Konkurrenz und daher Extragewinne erzielt. Allerdings liefert dies noch keine Erklärung für das gesamtwirtschaftliche Profitvolumen. Letzteres wird durch die in Gleichung 4 genannten Determinanten bestimmt. Eine hohe Innovationstätigkeit führt daher nur dann zu höheren Gewinnen, wenn sie gesamtwirtschaftlich mit hohen Nettoinvestitionen verbunden ist und wenn von den anderen Faktoren kein hinreichend großer gegenläufiger Effekt ausgeht.

tens von Unternehmen, privaten Haushalten, Staat und externem Sektor. In den folgenden Länderanalysen werden hierzu auf der Grundlage der vorangegangenen Überlegungen einige Vorschläge gemacht. Dabei wird zwar nicht davon ausgegangen, dass sich alle makroökonomischen Entwicklungen der jüngeren Vergangenheit auf „Finanzialisierung“ zurückführen lassen. Gleichwohl haben sich in den USA seit den frühen 1980er Jahren und in Deutschland seit Mitte/Ende der 1990er Jahre so schwerwiegende Veränderungen im Finanzsystem ergeben, dass deren makroökonomische Relevanz beträchtlich ist.

Eine Konstellation „Profite ohne Investitionen“ als stilisiertes Ergebnis der „Finanzialisierung“ wäre dabei v.a. deswegen problematisch, weil eine schwache Investitionstätigkeit längerfristig negative Auswirkungen auf Produktivitätsfortschritte, Wirtschaftswachstum, internationale Wettbewerbsfähigkeit sowie Verfügbarkeit und Qualität von Arbeitsplätzen haben dürfte. Die traditionelle gesellschaftliche Rechtfertigung hoher Gewinne hatte ja darin bestanden, dass diese zu einem gewichtigen Teil in investive Verwendungen zurückgeführt werden, woraus die erwähnten positiven gesamtwirtschaftlichen Externalitäten erwachsen. Die übrigen aus Gleichung 4 ersichtlichen Determinanten der makroökonomischen Gewinne dürften solche nur in deutlich geringem Maße entstehen lassen.

Im Folgenden wird daher nacheinander der mögliche Zusammenhang zwischen „Finanzialisierung“ einerseits und privatem Investitions- und Konsumverhalten, staatlicher Haushaltspolitik sowie außenwirtschaftlichen Aspekten andererseits diskutiert. Dabei werden insbesondere auch die Effekte auf die Einkommensverteilung berücksichtigt.

3. Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung in den USA

3.1. Grundlinien der wirtschaftlichen Entwicklung in den USA seit 1960

3.1.1. BIP-Wachstum, Wachstumsbeiträge und Finanzierungssalden

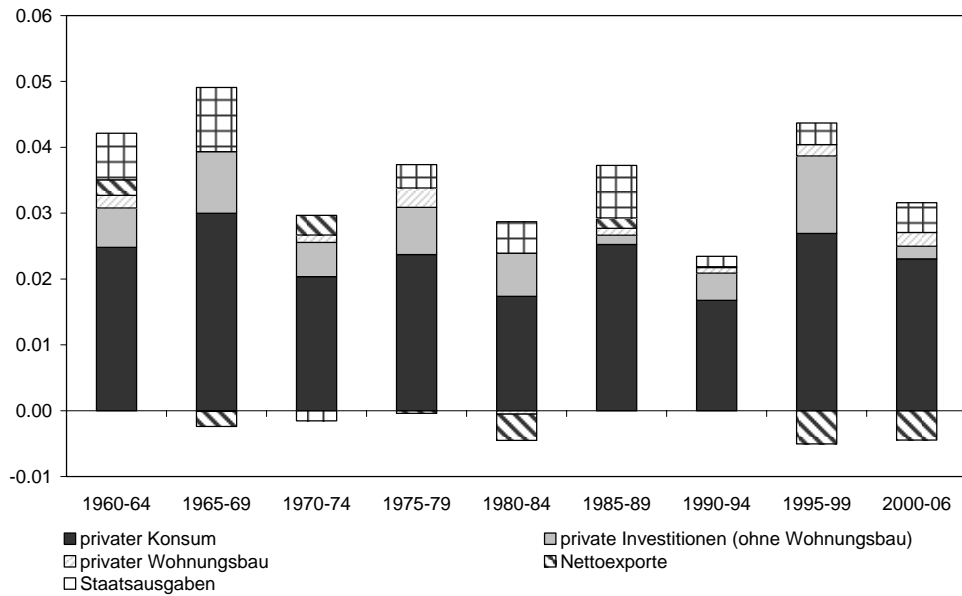
Ähnlich wie in anderen Industrieländern setzte in den USA in den 1970er Jahren eine Wachstumsverlangsamung mit steigender Arbeitslosigkeit ein, die die „Golden Age“-Phase der 1950er und 1960er Jahre mit hohem Wachstum und am Ende auch mit einem hohen Beschäftigungsgrad ablöste. Mitte der 1990er Jahre haben die USA allerdings wieder eine Wachstumsbeschleunigung mit fallenden Arbeitslosenquoten erlebt.

Abbildung 2 zeigt die Beiträge verschiedener Nachfragekomponenten zum jährlichen Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP). Es ist auffällig, dass das – z.B. im Vergleich zu Deutschland noch relativ kräftige – Wachstum seit den frühen 1980er Jahren tendenziell zunehmend vom privaten Konsum getragen wird. Zugleich ist der Wachstumsbeitrag der privaten Investitionen mit Ausnahme des „*New Economy*“-Booms tendenziell gesunken. Für den Zeitraum 2000-2006, also die Jahre seit dem Ende des Investitionsbooms der „*New Economy*“, trägt der private Konsum zu 85% zum gesamten BIP-Wachstum bei, die privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau) nur zu ca. 8%. Der außenwirtschaftliche Wachstumsbeitrag ist seit über einem Jahrzehnt deutlich negativ, wird jedoch durch die staatliche Ausgabenpolitik weitgehend wettgemacht.

Betrachtet man die gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssalden in Abbildung 3 (vgl. Gleichung 5), so wird deutlich, dass sich die wirtschaftliche Entwicklung in den USA seit 1960 in zwei sehr unterschiedliche Perioden einteilen lässt. Bis Mitte der 1970er Jahre reicht eine relativ „ruhige“ Periode, gekennzeichnet durch geringe staatliche Budgetdefizite und eine annähernd ausgeglichene Leistungsbilanz.²⁸ Dies wurde begleitet von einem stetigen Wachstum von Investitionen und Gewinnen (siehe Abbildung 1). Seit den frühen 1980er Jahren hingegen zeigen sich zunehmende makroökonomische Ungleichgewichte, die sich insbesondere in deutlich höheren öffentlichen Haushalts- und in Leistungsbilanzdefiziten („Zwillingsdefizit“) sowie seit Mitte der 1990er Jahre in einem mitunter deutlich negativen privaten Finanzierungssaldo niederschlagen.

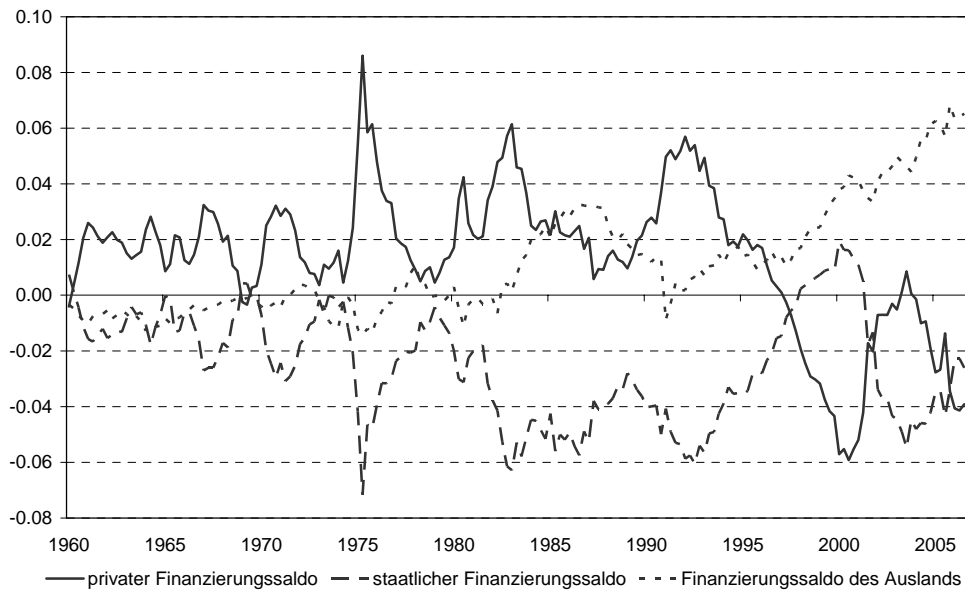
²⁸ Die Leistungsbilanz schließt neben dem in Abschnitt 2 diskutierten Außenbeitrag zum BNE auch noch die laufenden Nettoübertragungen zwischen Inland und Ausland mit ein.

Abbildung 2: Beiträge der Nachfragekomponenten zum jährlichen realen BIP-Wachstum, USA, seit 1960



Quelle: NIPA.

Abbildung 3: Finanzierungssalden als Anteil am nominalen BIP, USA, seit 1960



Quelle: *Flow of Funds*, NIPA; eigene Berechnungen.

Vor dem Hintergrund von Gleichung 4 erlauben Abbildungen 2 und 3 erste Aussagen über die makroökonomischen Mechanismen, die der seit den 1980er Jahren wiederholt

zu beobachtenden tendenziellen Auseinanderentwicklung von Investitionen und Gewinnen zugrunde liegen. Zunächst lässt der im Trend erhebliche Rückgang des privaten Finanzierungssaldos bei gleichzeitig geringen Aufwendungen für Investitionen durch den privaten Unternehmenssektor auf eine deutlich gesunkene Sparquote der privaten Haushalte schließen. Wie unten zu zeigen sein wird, ist insbesondere der Konsum einkommensstarker und vermögender Haushalte zu einer zunehmend wichtigen Stütze der makroökonomischen Gewinne und der konjunkturellen Entwicklung geworden.

Zugleich hat das staatliche Budgetdefizit teilweise beträchtliche Ausmaße angenommen. Dessen für sich genommen positiver Einfluss auf die Gewinnsituation der Unternehmen wurde jedoch in der Regel durch ein Leistungsbilanzdefizit von ähnlichem Ausmaß ausgeglichen. Die hierdurch implizierten massiven Kapitalimporte aus dem Ausland sind wichtige Grundlage des in zunehmendem Ausmaß kreditfinanzierten privaten Konsums in den USA. In diesem Sinne können, wie unten genauer zu erörtern sein wird, das US-amerikanische „Zwillingsdefizit“ und die damit verbundenen makroökonomischen Ungleichgewichte teilweise als Nebenprodukt der „Finanzialisierung“ verstanden werden.

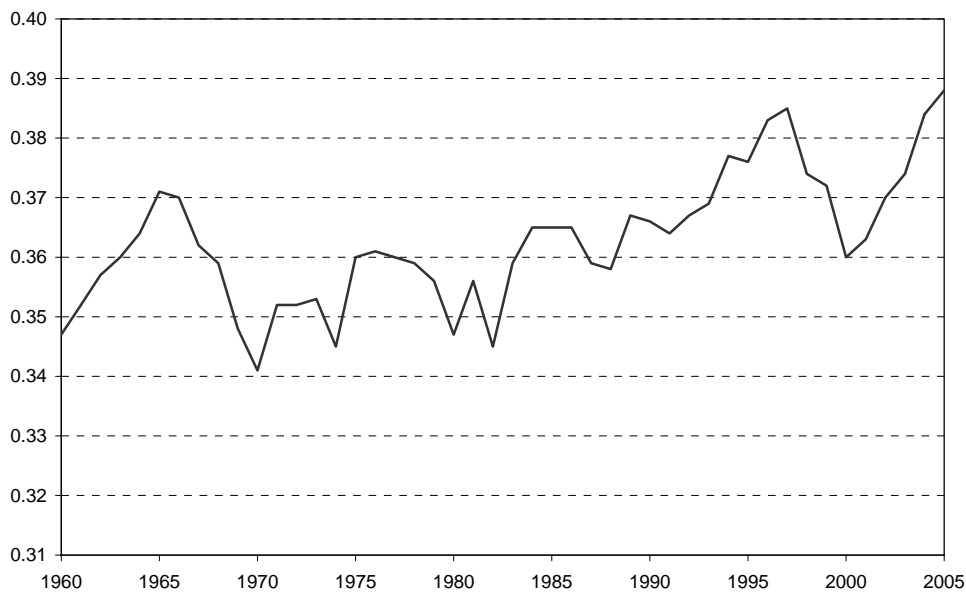
Eine wichtige Ausnahme von den oben beschriebenen Entwicklungen stellt die Phase des so genannten „*New Economy*“-Booms Ende der 1990er Jahre dar, der durch einen kurzzeitigen Investitionsboom und besonders kräftige Aktienkurssteigerungen gekennzeichnet war (vgl. Abbildung 1). Während dieser Zeit wies der private Sektor im Zuge von hohen Konsum- und Investitionsausgaben ein massives Finanzierungsdefizit auf, während der Staat sogar Budgetüberschüsse erreichen konnte. Mögliche Erklärungen hierfür werden in den folgenden Abschnitten ebenfalls diskutiert.

3.1.2. Strukturwandel und Einkommensverteilung

Der Anteil der Profite am Volkseinkommen ist in den USA seit Beginn der 1980er Jahre in der Tendenz gestiegen. Gegenüber den 1970er Jahren ergibt sich ein Anstieg um etwa 3 Prozentpunkte, wie Abbildung 4 zeigt. Häufig wird diese Entwicklung zumindest teilweise mit der zunehmenden *Shareholder Value*-Orientierung der Unternehmen in Verbindung gebracht, welche mit zur Schwächung von Arbeitnehmerinteressen beigetragen haben dürfte. So geht die von Lazonick/O’Sullivan (2000) als „*downsize and*

distribute“ beschriebene Strategie des Managements zur Maximierung des *Shareholder Value* (anstelle der traditionellen Strategie „*retain and invest*“) mit einer Schwächung der Verhandlungsmacht der abhängig Beschäftigten und ihrer Gewerkschaften einher. Dies leistete einen wesentlichen Beitrag zum tendenziellen Rückgang der Lohnquote und einem entsprechenden Anstieg der Profitquote seit Anfang der 1980er Jahre.²⁹

Abbildung 4: Anteil der Gewinne am BIP zu Marktpreisen, USA, seit 1960



Anmerkungen: 1 – bereinigte Lohnquote, gesamte Volkswirtschaft, Anteil am BIP zu jeweiligen Marktpreisen.

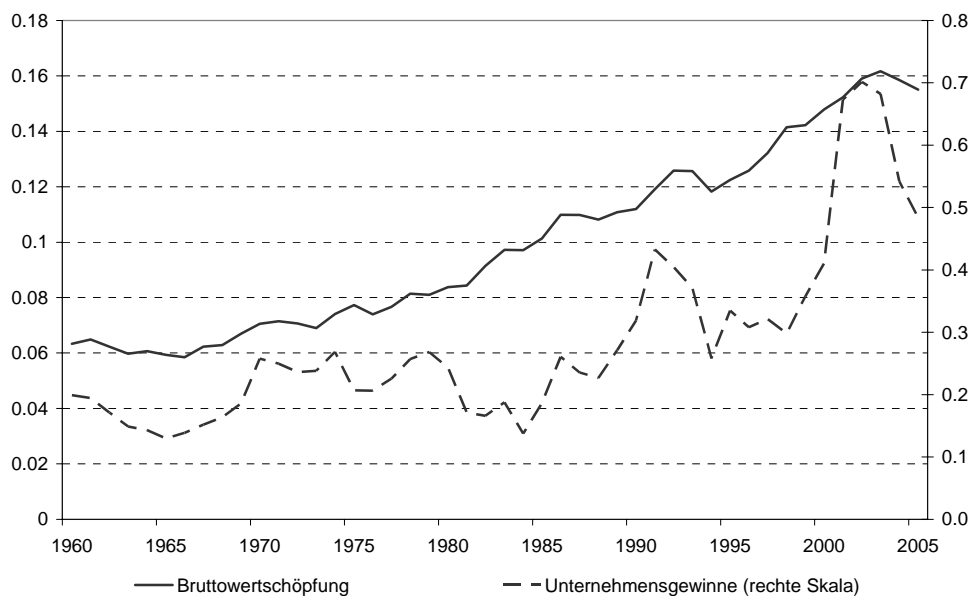
Quelle: AMECO; eigene Berechnungen.

Der Anstieg der Profitquote seit Anfang der 1980er Jahre ging mit einem starken Bedeutungszuwachs der finanziellen Kapitalgesellschaften gegenüber den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im Hinblick auf Wertschöpfung und Gewinnerzielung einher, wie aus Abbildung 5 hervorgeht. Sowohl das Verhältnis der Wertschöpfung der finanziellen Kapitalgesellschaften zu derjenigen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften als auch das Verhältnis der Profite nimmt dabei in der Tendenz insbesondere seit An-

²⁹ Vgl. z.B. auch Boyer (2000) und Stockhammer (2005-6). Farber/Hallock (1999) finden in einer statistischen Analyse für den Zeitraum 1970-97 Hinweise darauf, dass sich der Effekt von (Ankündigungen von) Arbeitnehmerentlassungen auf die Aktienkursentwicklung der entsprechenden Unternehmen graduell verbessert hat.

fang der 1980er Jahre deutlich zu. Die relativen Profite schwanken dabei stärker, und das Verhältnis steigt insbesondere in Abschwungphasen, wie z.B. Anfang der 1990er Jahre und nach der Jahrtausendwende, deutlich an. Dies deutet auf eine stärkere negative Betroffenheit der Profite der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gegenüber den durch nominale Kontrakte stärker fixierten Profiten der finanziellen Kapitalgesellschaften hin. Denn ein Großteil der finanziellen Profite erklärt sich offenbar durch die Verwaltung der gestiegenen privaten Geldvermögen sowie die Kreditvergabe an die privaten und öffentlichen Haushalte, deren Finanzierungssalden sich im Vergleich zu früheren Jahrzehnten erheblich verschlechtert haben (siehe Abbildung 3 sowie Abschnitte 3.3 und 3.4).

Abbildung 5: Verhältnis der nominalen Bruttowertschöpfung und der Unternehmensgewinne von finanziellen zu nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, USA, seit 1960

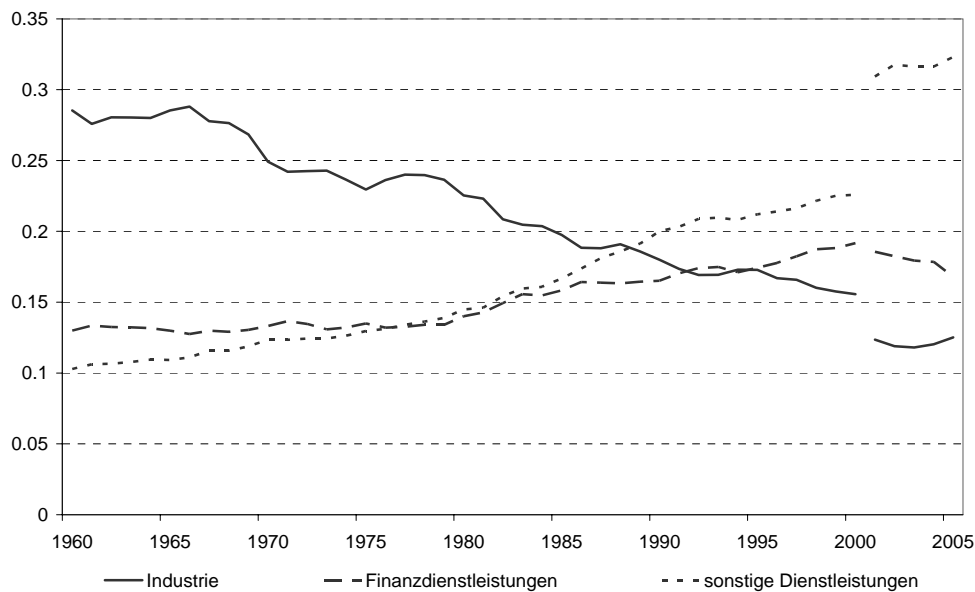


Anmerkungen: Die Zeitreihen sind aufgrund unterschiedlicher sektoraler Abgrenzung nicht unmittelbar vergleichbar; für die Wertschöpfung liegen Daten für finanzielle und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zugrunde, für die Gewinne Daten für Kapitalgesellschaften in finanziellen und nichtfinanziellen Wirtschaftszweigen, jeweils bereinigt um Lagerbewertung und Abschreibungen (finanzielle Wirtschaftszweige umfassen Finanzierungsgesellschaften, Versicherungen, Banken, andere Beteiligungsgesellschaften).

Quelle: NIPA; eigene Berechnungen.

Freilich liefert die Unterteilung in finanzielle und nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften keinen vollständigen Aufschluss über die tatsächliche gesamtwirtschaftliche Bedeutung des Finanzsektors. Insbesondere dürften viele Unternehmen, obwohl sie dem nichtfinanziellen Sektor zugerechnet werden, ihre finanziellen Aktivitäten ausgeweitet haben. So weist z.B. Chancellor (2005, S. 162) auf die interessante anekdotische Evidenz hin, dass sowohl *General Motors* als auch *Ford* im zweiten Quartal 2004 höhere Einnahmen durch Konsumenten- und Hypothekenkredite sowie Leasinggebühren erzielt haben als durch den Verkauf von Autos. Makroökonomisch spiegelt sich diese verstärkte Betätigung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften auf finanziellen Geschäftsfeldern in einem Anstieg des Verhältnisses von empfangenen zu geleisteten Zinsen wider (vgl. Abbildung 10 unten).

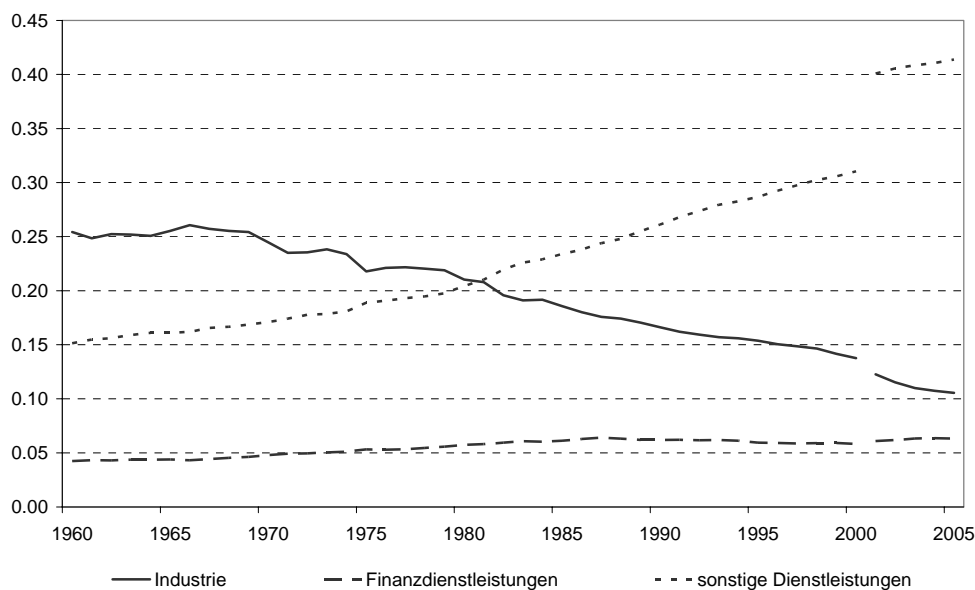
Abbildung 6: Anteil verschiedener Wirtschaftszweige am nominalen Netto-Nationaleinkommen, USA, seit 1960



Anmerkungen: Finanzdienstleistungen = Finanzierung, Versicherungswirtschaft, Immobilienwirtschaft (+ Vermietung und Leasing, ab 2000); Abgrenzung der Wirtschaftszweige bis 2000 nach *1972 Standard Industrial Classification (SIC)*, ab 2001 nach *1997 North American Industry Classification System (NAICS)*.

Quelle: NIPA; eigene Berechnungen.

Abbildung 7: Anteil verschiedener Wirtschaftszweige an der Beschäftigung, USA, seit 1960



Anmerkungen: Finanzdienstleistungen = Finanzierung, Versicherungswirtschaft, Immobilienwirtschaft (+ Vermietung und Leasing, ab 2000); Abgrenzung der Wirtschaftszweige bis 2000 nach *1972 Standard Industrial Classification (SIC)*, ab 2001 nach *1997 North American Industry Classification System (NAICS)*.

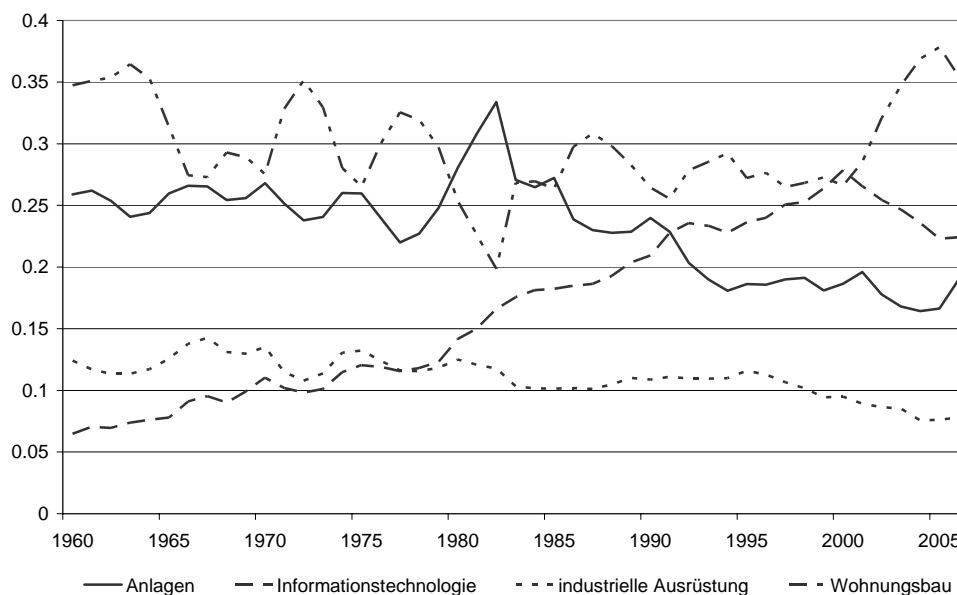
Quelle: NIPA; eigene Berechnungen.

Abbildungen 6 und 7 ergänzen die vorangegangene sektorale Betrachtung um eine Unterteilung in verschiedene Wirtschaftszweige. In Abbildung 6 lässt sich für die Zeit seit den frühen 1980er Jahren ein Anstieg des Anteils der im Finanzdienstleistungssektor erwirtschafteten Einkommen feststellen. Wie Abbildung 7 zeigt, ist der Anteil dieses Sektors an der Beschäftigung jedoch nach wie vor relativ gering und entwickelt sich nur schleppend. Allerdings könnte die Bedeutung des Finanzsektors in dieser Darstellung erneut dadurch unterzeichnet werden, dass auch Unternehmen, die schwerpunktmäßig anderen Wirtschaftsbereichen zugeschrieben werden, Finanzdienstleistungen anbieten. Generell stehen viele „sonstige Dienstleistungen“, insbesondere im Bereich der Informations- und Kommunikationstechnologie, in enger Verbindung mit dem Finanzdienstleistungssektor.

3.2. „Finanzialisierung“ und private Investitionstätigkeit

Auf den Verlauf der aggregierten Investitionsdynamik seit 1960 und die relative Investitionsschwäche seit Beginn der 1980er Jahre haben wir bereits oben hingewiesen (Abbildungen 1 und 2). Betrachtet man zusätzlich die Zusammensetzung der privaten Investitionen in Abbildung 8, so werden für die vergangenen zweieinhalb Jahrzehnte folgende Entwicklungen erkennbar: der relative Rückgang der Anlageinvestitionen, der Bedeutungsverlust der industriellen Ausrüstungsinvestitionen und der rasante Anstieg der Ausgaben für Informationstechnologien. Dieser setzte überdies nicht erst während des „New Economy“-Booms ab Mitte der 1990er Jahre ein, sondern begleitete den im vorigen Abschnitt beschriebenen Bedeutungszuwachs von Finanzdienstleistungen und sonstigen Dienstleistungen seit den frühen 1980er Jahren. In den 2000er Jahren ist es zudem zu einem sprunghaften Anstieg der privaten Wohnungsbauinvestitionen gekommen.

Abbildung 8: Anteile verschiedener Komponenten an den nominalen Bruttoinvestitionen des privaten Sektors, USA, seit 1960



Quelle: NIPA; eigene Berechnungen.

Die große Bedeutung des privaten Wohnungsbaus seit dem Jahr 2000 wird bei unserer Betrachtung des Konsumverhaltens der privaten Haushalte in Abschnitt 3.3 eine wichtige Rolle spielen. Der relative Rückgang der Anlage- und industriellen Ausrüstungsin-

vestitionen dürfte sich auf die Wettbewerbsfähigkeit der US-amerikanischen Industrie im Bereich der handelbaren Güter und somit auf die Leistungsbilanz auswirken, worauf in Abschnitt 3.5 genauer eingegangen wird.

In diesem Abschnitt beschäftigen wir uns vorwiegend mit dem potenziellen Einfluss des „Finanzialisierungsprozesses“ seit Anfang der 1980er Jahre auf das aggregierte Investitionsvolumen im Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Auf diese entfallen laut der *Flow of Funds*-Statistik der *Federal Reserve* ca. 70% der gesamten privaten Investitionen (ohne Wohnungsbau), und sie sind damit von hervorragender gesamtwirtschaftlicher Bedeutung.

Tabelle 1: Vom Nettobetriebsüberschuss zur Investitionsfinanzierung

| Vom Nettobetriebsüberschuss zu den internen Finanzierungsmitteln | Investitionsfinanzierung |
|------------------------------------------------------------------|----------------------------------|
| Nettobetriebsüberschuss | Interne Finanzierungsmittel |
| – Nettozinszahlungen | – Nettofinanzinvestitionen |
| = Unternehmensgewinne vor Steuern | = Nettokreditaufnahme bei Banken |
| – Unternehmenssteuern | + Nettoaktienemissionen |
| – Nettodividendenzahlungen | + Nettoausgabe von Anleihen |
| = Unternehmensersparnis | + Nettoaufnahme sonstiger Mittel |
| + Abschreibungen | – Physische Bruttoinvestitionen |
| = Interne Finanzierungsmittel | = 0 |

Quelle: Eigene Darstellung auf der Grundlage von *Flow of Funds* und VGR.

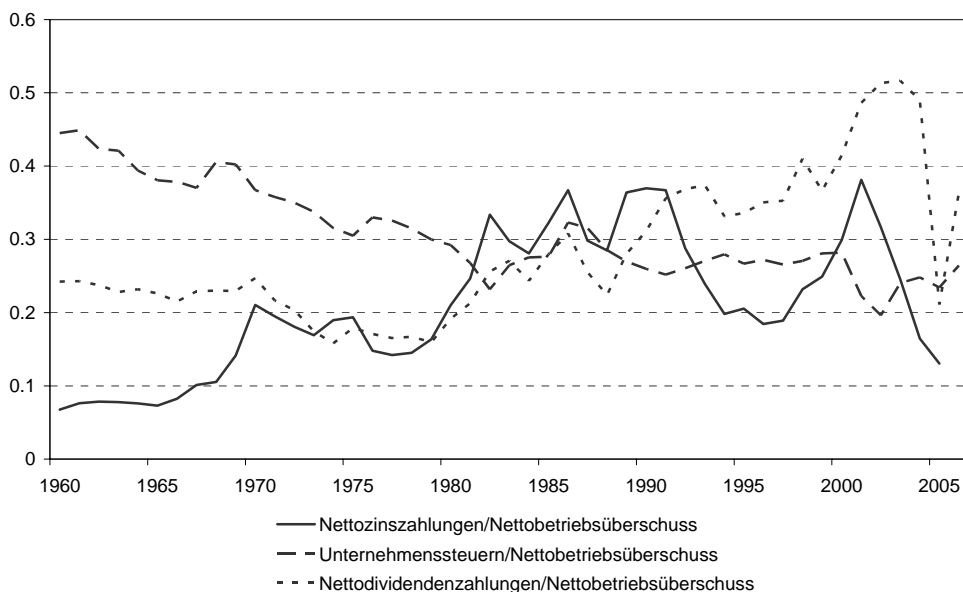
Tabelle 1 zeigt die wichtigsten Zusammenhänge in der Finanzierungsrechnung des Unternehmenssektors. Hierauf aufbauend wird aus Abbildung 9 ersichtlich, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den USA seit den frühen 1980er Jahren (gemessen an ihrer Gewinnsituation) steuerlich deutlich entlastet wurden, gleichzeitig jedoch höhere Zins- und Dividendenzahlungen an die privaten Haushalte leisteten. Insbesondere der starke Anstieg der Dividendenausschüttungen seit den frühen 1980er Jahren ist auffällig. So betragen die Nettodividendenzahlungen zeitweise über 50% des Nettobetriebsüberschusses (das waren mehr als 100% der Nachsteuergewinne). Erst in den letzten beiden Jahren (2005-06) ist die Dividendenausschüttungsquote wieder merklich zu-

rückgegangen. Wie Abbildung 9 b) zeigt, ist dies jedoch weniger auf einen absoluten Rückgang der Nettodividendenzahlungen zurückzuführen, als vielmehr auf einen kräftigen Anstieg der Unternehmensgewinne, welcher auch den Anteil der einbehaltenen Gewinne hat ansteigen lassen. Allerdings wurde diese positive Entwicklung der internen Finanzierungsmittel von den Unternehmen nicht in entsprechendem Umfang zur Erhöhung der Investitionsausgaben verwendet. Vielmehr wurden z.B. Aktien(rück)käufe von erheblichem Ausmaß getätigt (vgl. auch Abbildung 11 b).

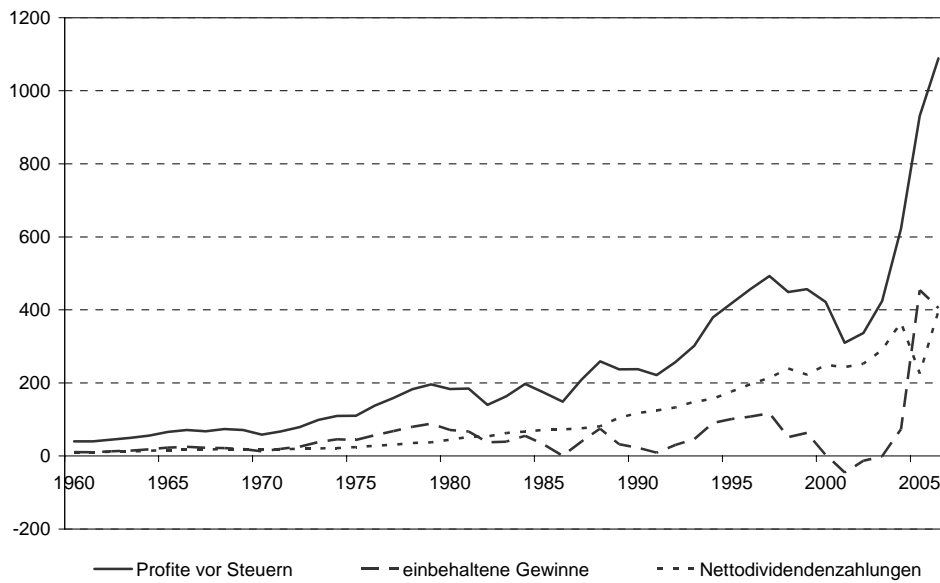
Die relative Zinsbelastung der Profite ist seit Anfang der 1990er tendenziell eher rückläufig, nachdem sie zu Beginn der 1980er Jahre im Rahmen der Hochzinspolitik durch das *Federal Reserve System* stark gestiegen war. Dabei ist das Verhältnis von empfangenen zu geleisteten Zinsen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften seit Mitte der 1970er Jahre durchweg gestiegen (vgl. Abbildung 10). Dies deutet darauf hin, dass nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ein zunehmend lukratives Beschäftigungsfeld in der Kreditvergabe an die staatlichen und privaten Haushalte gefunden haben (siehe Abschnitte 3.3 und 3.4).

Abbildung 9: Verwendung des Betriebsüberschusses, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, USA, seit 1960

a) Zinsen, Steuern und Dividenden als Anteil am Nettobetriebsüberschuss

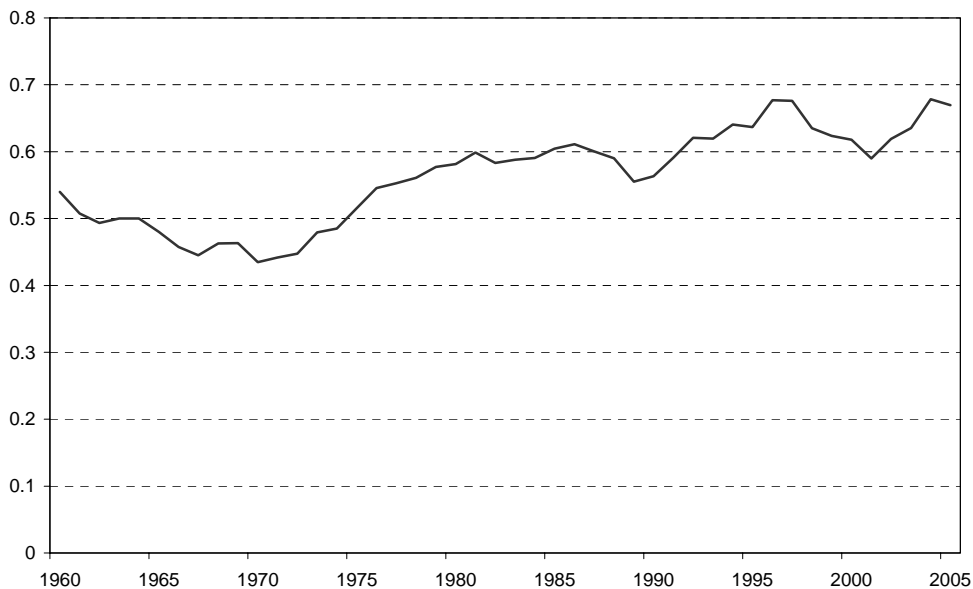


b) Absolute Entwicklung von (einbehaltenen) Gewinnen und Dividenden (Mrd. USD)



Quelle: *Flow of Funds*, NIPA; eigene Berechnungen.

Abbildung 10: Empfangene/geleistete Zinszahlungen, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, USA, seit 1960



Quelle: NIPA; eigene Berechnungen.

Betrachtet man die verschiedenen Finanzierungsquellen für die Bruttoinvestitionsausgaben der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Abbildung 11, so wird die dominie-

rende Rolle der internen Finanzierungsmittel für die Investitionsfinanzierung deutlich, die im Abschnitt 2 dieser Arbeit theoretisch begründet wurde.³⁰ Zwischen ca. 1960 und 1974 hat der Anteil der internen Finanzierungsmittel an den Investitionsausgaben zwar leicht abgenommen, seitdem nimmt er jedoch erneut zu. Weiterhin auffällig ist der zwischen 1960 und 1980 sehr geringe bzw. seit den frühen 1980er Jahren teilweise deutlich negative Beitrag von Aktienneuemissionen an der Investitionsfinanzierung. Dieses Ergebnis bestätigt, aktualisiert und verstärkt die Schlussfolgerungen einer viel beachteten Studie von Corbett/Jenkinson (1997). Diese hatte gezeigt, dass auch bzw. gerade in Ländern mit so genannten „marktbasierten“ Finanzsystemen (USA, Großbritannien) der Aktienmarkt entgegen populären Vermutungen (und teilweise entgegen wissenschaftlichen Arbeitshypothesen³¹) einen sehr geringen bzw. seit einiger Zeit zunehmend negativen Beitrag zur Investitionsfinanzierung der Unternehmen leistet.³²

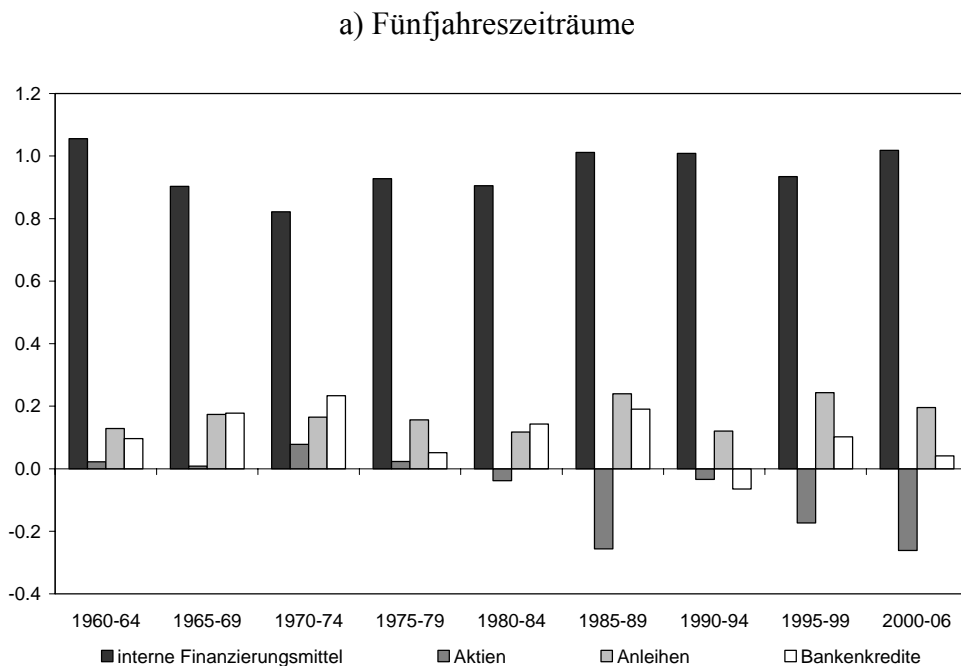
³⁰ Aus statistischen Gründen sowie aus Gründen der Vergleichbarkeit mit früheren Studien werden hier die Finanzierungsquellen der Bruttoinvestitionen betrachtet. Corbett et al. (2004) bevorzugen mit folgender Begründung die Heranziehung von Brutto- anstatt Nettoinvestitionen: „The objection is that the relation between economic depreciation and capital consumption in National Account Statistics is unclear and varies across countries.“ (Corbett et al. 2004, S. 6, FN 2)

³¹ Vgl. zur soziologischen Literatur z.B. Kühl (2005, S. 120): „Der Ausgangspunkt zentraler Arbeiten über den ‚Finanzmarktkapitalismus‘ ist eine Unterscheidung zweier unterschiedlicher Modelle der Unternehmensfinanzierung. Das eine Extrem der Unternehmensfinanzierung stellt eine ‚rheische Wirtschaftsordnung eines kooperativen Kapitalismus‘ (vgl. Windolf und Beyer 1995) dar, die auf einer engen personellen und institutionellen Verflechtung zwischen börsennotierten Unternehmen basiert und in dem sich Unternehmen weitgehend über Kredite finanzieren. Das andere Extrem ist ein angloamerikanischer Kapitalismus, in dem die Unternehmensfinanzierung zum großen Teil auf der Ausgabe von Unternehmensanteilen an den Börsen bestehen (vgl. Zysman 1983; Albert 1991; siehe auch [...] Windolf 2002).“ Auch in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur wird häufig nicht genau unterschieden zwischen der allgemeinen Bedeutungszunahme des Aktienmarktes für die Unternehmensführung und den Beitrag von Aktienemissionen an der Unternehmensfinanzierung: Z.B. wird in einer ökonometrischen Analyse von Kappler/Westerheide (2003) versucht, sowohl Volumen- als auch Effizienzeffekte des Aktienmarktes für die Investitionstätigkeit mit den Indikatoren Aktienkapitalisierung/BIP, Börsenumsätze/BIP und Börsenumsätze/Aktienkapitalisierung einzufangen. Hierbei bleibt jedoch weitgehend unberücksichtigt, dass die Marktkapitalisierung in erster Linie von Bewertungseffekten bestimmt wird und letztlich kaum etwas über den Beitrag von Aktienemissionen an der Investitionsfinanzierung aussagt. Auch wenn auf aggregierter Ebene zwischen kapitalmarktbasierenden und bankenbasierten Finanzierungssystemen offenbar kaum Unterschiede in der Finanzierungsstruktur der Bruttoinvestitionen und im Hinblick auf die herausragende Rolle von einbehaltenen Profiten auszumachen sind, so bedeutet dieses jedoch nicht, dass die Finanzierungsstruktur für die Entwicklung einzelner Segmente des Unternehmenssektors sowie für das Verhalten der Unternehmen unerheblich ist. Vgl. Hein (2005) zu einer Zusammenstellung der Argumente.

³² Die von Corbett/Jenkinson (1997) und vielen anderen verwendete Methode, die Beiträge verschiedener Finanzierungsmittel an der Investitionsfinanzierung mittels aggregierter Nettogrößen zu bestimmen, ist insbesondere von Hackethal/Schmidt (2004) kritisiert worden. Kern der Kritik ist, dass die Verwendung von Nettogrößen auf die implizite Annahme hinausläuft, alle neu aufgenommenen externen Finanzierungsmittel würden zunächst auf die Tilgung von Finanzierungsmitteln desselben Typs verwendet und nur der jeweilige Saldo würde in eine investive Verwendung geführt. Die Kritik von Hackethal/Schmidt scheint sich aber in der Literatur nicht durchzusetzen. Zwar mag es zutreffen, dass externe Finanzierungsmittel (u.a. Aktien) für die Investitionsfinanzierung einzelner Unternehmen oder Branchen von erheblicher Bedeutung sind. Für eine Gesamtbetrachtung des Unternehmenssektors scheint die Verwendung von

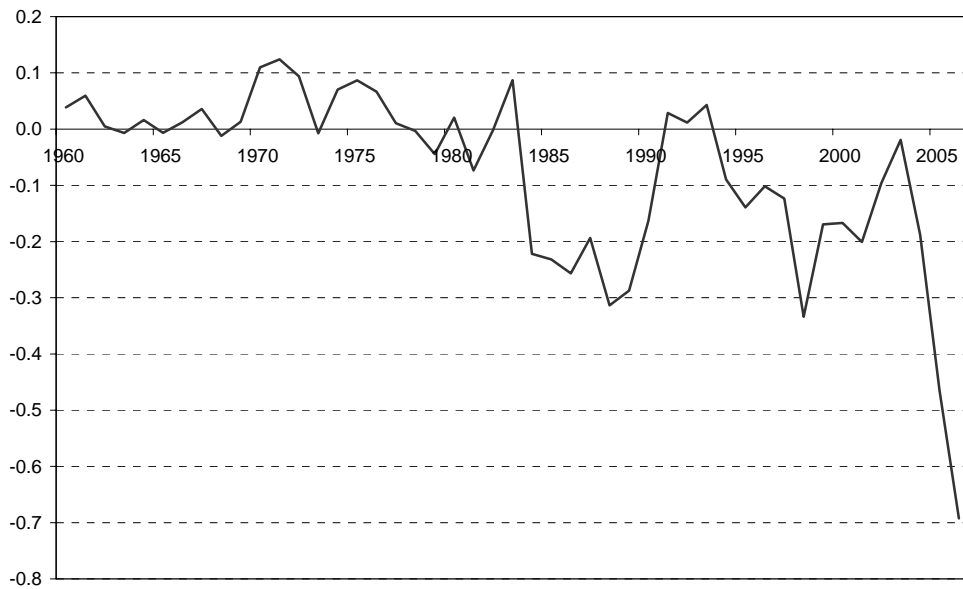
Wie in Abschnitt 2 angedeutet wurde, lässt sich die – im Aggregat betrachtet – negative Finanzierungsfunktion der Aktienmärkte maßgeblich darauf zurückführen, dass Unternehmen zunehmend in Konkurrenz um kurzfristig hohe Eigenkapitalrenditen stehen. Eine Reihe von jüngeren empirischen Arbeiten bestätigt diese Sichtweise und schlussfolgert, dass eine zunehmende Kurzfristorientierung besonders von institutionellen Anlegern mitverantwortlich für die wachsende Bedeutung von Aktienrückkäufen in den USA ist (vgl. Bogle, 2003; Grinstein/Michaely, 2005; Patgiri et al., 2005). Sowohl Dividendenausschüttungen als auch Aktienrückkäufe erhöhen zwar *ceteris paribus* die kurzfristige Aktienrendite eines Unternehmens. Gleichzeitig vermindern sie aber die dem Unternehmen für die Investitionsfinanzierung zur Verfügung stehenden Mittel und tragen so zu einer Schwächung der realen Investitionsentwicklung bei.

Abbildung 11: Anteil verschiedener Finanzierungsmittel an der Finanzierung der Bruttoinvestitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ohne Agrarsektor, USA, seit 1960



Nettostromgrößen jedoch durchaus geeignet und bislang weitgehend alternativlos (vgl. Mayer/Sussman, 2002; Corbett et al., 2004).

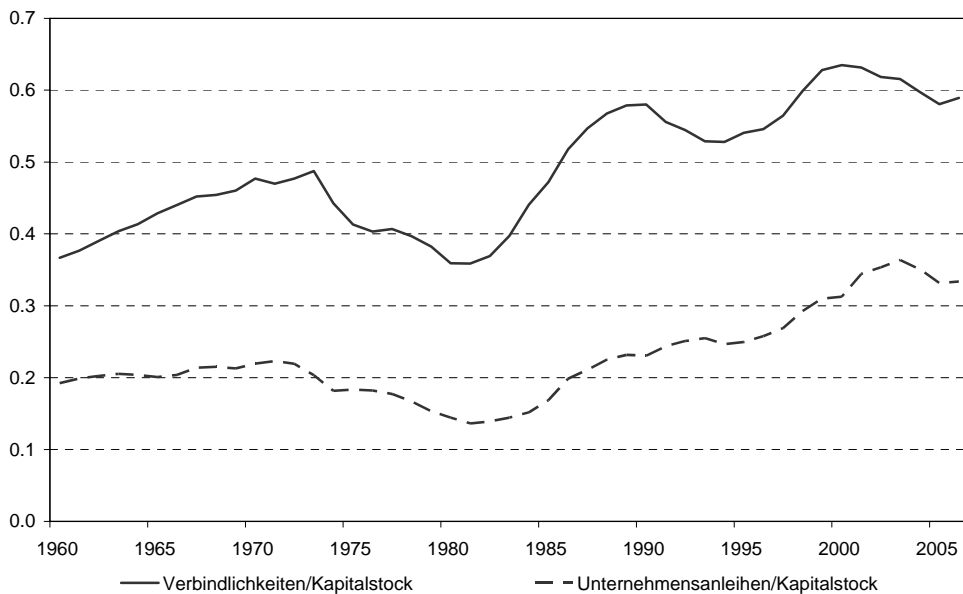
b) Anteil der Nettoaktienemissionen an den Bruttoinvestitionen, Jahreswerte



Anmerkungen: Der Beitrag weiterer Finanzierungsmittel und die statistische Diskrepanz bleiben in der Abbildung unberücksichtigt. Die vollständigen Ergebnisse und methodische Erläuterungen finden sich im Appendix.

Quelle: *Flow of Funds*; eigene Berechnungen.

Abbildung 12: Verschuldung im Verhältnis zum Kapitalstock, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, USA, seit 1960



Anmerkungen: Kreditinstrumente/(Ausrüstung und Software + Wiederbeschaffungswert der Anlagen); Unternehmensanleihen/(Ausrüstung und Software + Wiederbeschaffungswert der Anlagen).

Quelle: *Flow of Funds*; eigene Berechnungen.

Eine weitere Nebenwirkung des negativen Finanzierungsbeitrags von Aktien an der Unternehmensfinanzierung in den USA besteht in der zunehmenden Verschuldung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften. Wie in Abbildung 11 erkennbar, findet seit den 1980er Jahren eine Substituierung von Eigen- durch Fremdkapital statt, d.h. Aktienrückkäufe bzw. Unternehmensübernahmen werden teilweise kreditfinanziert. Abbildung 12 stellt den daraus folgenden Anstieg des Verhältnisses von Unternehmensverschuldung und Kapitalstock („*leverage ratio*“) dar. Hierin kann eine Quelle von „finanzieller Fragilität“ im Sinne Minskys (1977a, b, 1982, 1986) liegen, da plötzliche Umsatzrückgänge für die Unternehmen mit Insolvenzkrisen verbunden sein können. Diese Gefahr dürfte dadurch verstärkt werden, dass Fremdkapital in immer geringerem Umfang im Rahmen traditioneller Bankenkredite vergeben wird, sondern zunehmend die Form marktfähiger, auf Sekundärmärkten handelbarer Wertpapiere annimmt („Verbriefung“). Hierdurch drohen ähnliche Probleme der Kurzfristorientierung wie im Bereich der Aktienfinanzierung zu entstehen. So gibt es bereits Anzeichen für eine zunehmende Prozyklizität der Fremdkapitalvergabe (vgl. Borio, 2003; Amato/Furfine, 2003).

Allerdings dürfte weder für die USA noch für andere Länder zweifelsfrei zu klären sein, ob *Shareholder Value*-Orientierung bzw. die Finanzmarktliberalisierung insgesamt (allein) ursächlich für die Abschwächung der Investitionsneigung der Unternehmen ist, oder ob vielmehr die veränderte Ausschüttungspolitik der Unternehmen (auch) als Resultat anderweitig zu begründender fehlender realwirtschaftlicher Investitionsmöglichkeiten verstanden werden kann. Z.B. argumentiert Schulmeister (2007), die Finanzsystemliberalisierung habe zu dem beobachteten Anstieg der Volatilität wichtiger Preise in der Volkswirtschaft (Wechselkurse, Rohstoffpreise, Wertpapierkurse) beigetragen, welche die Unsicherheiten von Realinvestitionen erhöht habe. Andererseits wird z.B. von Hufschmid (2002) argumentiert, eine anhaltende gesamtwirtschaftliche Nachfrageschwäche habe zu Beginn der 1980er Jahre dazu beigetragen, dass sich das Interesse der Unternehmen von der realwirtschaftlichen Sphäre zur finanziellen Sphäre verlagert hat. Aus unserer Sicht spricht viel für einen wechselseitigen Zusammenhang zwischen „Finanzialisierung“ und Abschwächung der Investitionsneigung des Unternehmenssektors in den USA sowie möglicherweise in anderen Ländern.³³ Hierbei muss dann allerdings die Frage beantwortet werden, wie unter solchen Bedingungen eine Aufrechterhaltung

³³ Eine wechselseitige Kausalität zwischen Aktienrückkäufen und realer Investitionszurückhaltung sieht auch die Europäische Zentralbank (EZB, 2007a); vgl. Abschnitt 4.2.

oder Steigerung eines hohen Niveaus der gesamtwirtschaftlichen Profite, die ja die Profite aus Finanzinvestitionen einschließen, erfolgen kann. Wir haben hierfür in unserer makroökonomischen Bestimmungsgleichung für die Profite (Gleichung 4) die Ansatzpunkte genannt, die wir in den folgenden Abschnitten weiter verfolgen werden.

Eine Ausnahme von dem oben beschriebenen Entwicklungsmuster stellt der „*New Economy*“-Boom in den USA Ende der 1990er Jahre dar. Hier war sowohl die Dividendenausschüttungsquote beträchtlich (Abbildung 9), als auch der Finanzierungsbeitrag des Aktienmarktes aus Sicht der Unternehmen insgesamt in hohem Maße negativ (Abbildung 11). Dennoch war diese Periode durch einen beachtlichen Investitionsboom gekennzeichnet (Abbildung 1). Daher scheinen weniger finanzierungsseitige Faktoren ausschlaggebend für diese kurzzeitige Revitalisierung der Investitionsnachfrage gewesen zu sein als vielmehr nachfrageseitige Impulse mit entsprechenden Akzeleratoreffekten. Insbesondere die sehr starke private Konsumnachfrage scheint hier eine wichtige Rolle gespielt zu haben (siehe nächster Abschnitt), ebenso wie die kurzzeitig weit verbreitete Erwartung eines neuen Zeitalters der Informationstechnologie, welche die Investitionsnachfrage in diesem Bereich stimuliert hat. Darüber hinaus beruhte der Konsum- und Investitionsboom der „*New Economy*“ auf massiven Kapitalimporten aus dem Ausland. Nur auf diese Weise konnten die negativen Finanzierungssalden von privaten Haushalten und Unternehmen ausgeglichen werden (vgl. Gleichung 5, Abbildung 3 und Abschnitt 3.5). Wie oben gesehen, hat sich die private Investitionsdynamik seit dem Ende des „*New Economy*“-Booms allerdings wieder deutlich abgeschwächt.

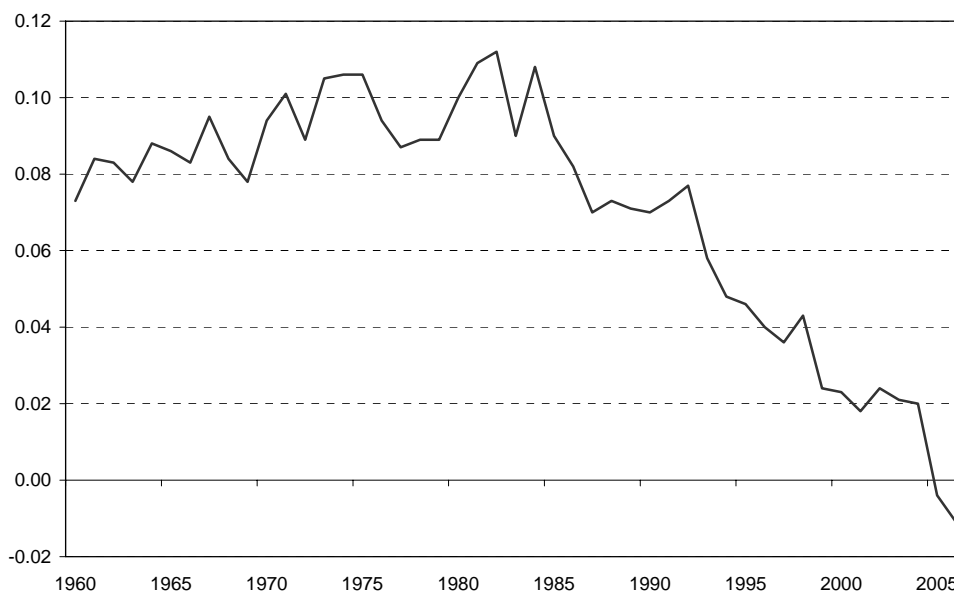
3.3. „Finanzialisierung“ und privater Konsum

Die Sparquote der privaten Haushalte in den USA ist seit Mitte der 1980er Jahre im Trend deutlich zurückgegangen, wie Abbildung 13 zeigt. Erstaunlicherweise ist diese Entwicklung – zumindest bis zum Jahr 2000 – in erster Linie auf eine erheblich gestiegene Konsumneigung der reichsten Haushalte zurückzuführen, welche von der Einkommensumverteilung und dem Anstieg von Dividenden, Aktienrückkäufen und Vermögenspreisen im Zuge von *Shareholder Value*-Orientierung und „Finanzialisierung“ in besonderem Maße profitiert haben (vgl. Maki/Palumbo, 2001; IMF, 2002, Kap. II). Dies ist aus Tabelle 2 ersichtlich, in der die Entwicklung der privaten Vermögen und

der Spartätigkeit nach Einkommensquintilen für den Zeitraum zwischen 1992 und 2000 dargestellt wird. Nach den Ergebnissen von Maki/Palumbo (2001) erklärt sich der Rückgang der Sparquote der privaten Haushalte insgesamt in diesem Zeitraum fast vollständig durch das veränderte Konsumverhalten des reichsten Einkommensfünftels. Nach Angaben des Survey of Consumer Finances hielt dieses in den 1990er Jahren über 60% des gesamten privaten Bruttovermögens und knapp über 50% der gesamten Verbindlichkeiten. Zudem hielten diese Haushalte ca. 80% des gesamten (direkten und indirekten) Aktienbesitzes (vgl. auch Maki/Palumbo, 2001, S. 24).

Insgesamt scheint sich – im Sinne von Gleichung 4 – der kräftige Anstieg der Gewinne seit den frühen 1980er Jahren bei zeitweiligem Rückgang der Investitionsdynamik insbesondere auf den stark zunehmenden Konsum aus Kapitaleinkommen und Vermögen sowie auf eine sich abschwächende Spartätigkeit aus Arbeitseinkommen zurückführen zu lassen. Die Hintergründe dieser Entwicklung werden im Folgenden detaillierter betrachtet. Hierbei konzentrieren wir uns auf Veränderungen in der Einkommens- und Vermögensstruktur der privaten Haushalte und die daraus ableitbaren Folgen für das Konsumverhalten.

Abbildung 13: Ersparnis der privaten Haushalte als Anteil am verfügbaren Einkommen, USA, seit 1960



Quelle: NIPA.

Tabelle 2: Nettovermögen und Sparquote* der privaten Haushalte nach Einkommensquintilen, USA, 1992-2000

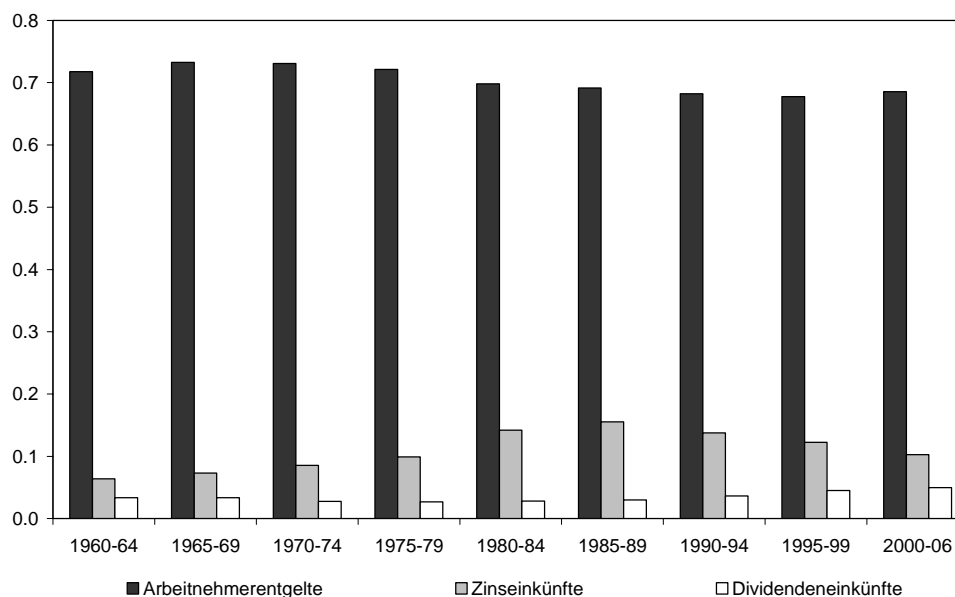
| Einkommensgruppe | Nettovermögen in % des verfügbaren Einkommens | | Sparquote (in %) | |
|-------------------|-----------------------------------------------|-------|------------------|------|
| | 1992 | 2000 | 1992 | 2000 |
| Insgesamt | 468.6 | 612.7 | 5.9 | 1.3 |
| reichstes Quintil | 639.5 | 869.2 | 8.5 | -2.1 |
| 4. Quintil | 332.2 | 417.1 | 4.7 | 2.6 |
| 3. Quintil | 326.7 | 364.9 | 2.7 | 2.9 |
| 2. Quintil | 328.2 | 414.5 | 4.2 | 7.4 |
| ärmstes Quintil | 411.3 | 512.3 | 3.8 | 7.1 |

* inkl. Einzahlungen in betriebliche Pensionskassen (defined benefit pension plans).

Quelle: Maki/Palumbo (2001, S. 25).

Die Entwicklung verschiedener Bestandteile der privaten Haushaltseinkommen seit 1960 ist in Abbildung 14 dargestellt. Auffällig sind zum einen der sinkende Anteil der Arbeitseinkommen und zudem der steigende Anteil der Kapitaleinkommen seit Anfang der 1980er Jahre. Diese Entwicklung folgt aus der beschriebenen funktionalen Einkommensumverteilung (Abbildung 4) sowie aus der verstärkten Gewinnausschüttung durch die Unternehmen (Abbildung 9). Die 1980er Jahre sind durch einen kräftigen Anstieg der Zinseinkommen gekennzeichnet, der durch die gestiegene Verschuldung der Unternehmen (vgl. Abbildung 12) und der öffentlichen Haushalte (siehe nächster Abschnitt) sowie die Hochzinspolitik der *Federal Reserve* zu erklären ist. Seit den 1990er Jahren ist ein beträchtlicher Anstieg des Anteils der Dividendeneinkommen zu verzeichnen. Während, wie oben argumentiert, Dividendenausschüttungen (ebenso wie Aktienrückkäufe und Zinsverpflichtungen) im Zusammenhang mit der tendenziellen Abschwächung der Investitionstätigkeit stehen, generieren sie zugleich zusätzliche private Haushaltseinkommen, welche in der Vergangenheit offenbar weitgehend für den Konsum verwendet wurden.

Abbildung 14: Verschiedene Bestandteile des Bruttoeinkommens der privaten Haushalte, USA, seit 1960

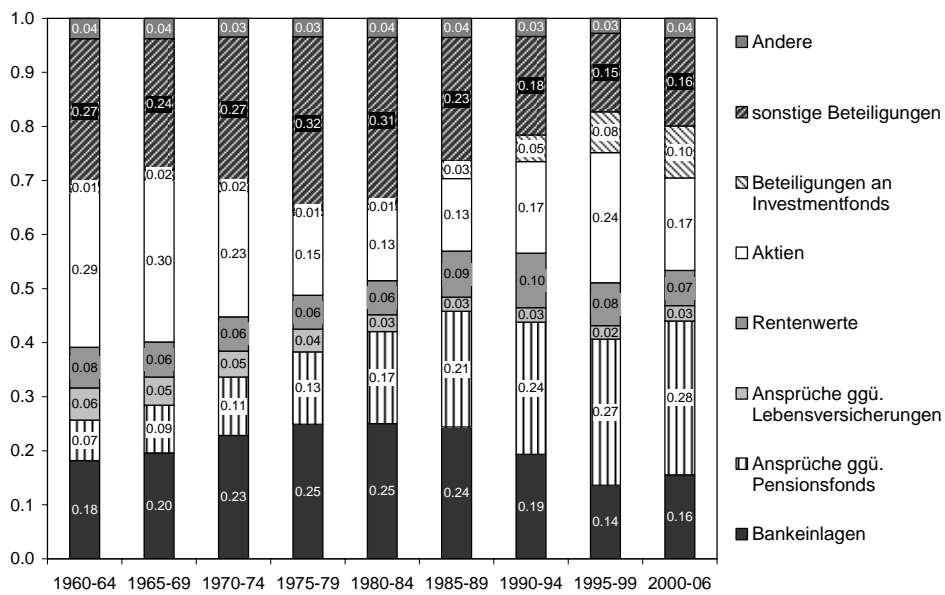


Quelle: NIPA; eigene Berechnungen.

Der mit Abstand größte Anteil der privaten Haushaltseinkommen entfällt nach wie vor auf die Arbeitseinkommen. Hierbei ist bemerkenswert, dass der rasante Anstieg der Konsumquote der amerikanischen Haushalte auch durch die starke Zunahme der Lohnspreizung in den letzten Jahrzehnten nicht gebremst wurde. Im Jahr 2000 entfielen allein auf das oberste 1% der Arbeitseinkommensbezieher 10% der gesamten Arbeitseinkommen; 1980 waren es nur 5%. Der Anteil der an die obersten 10% der Arbeitseinkommensbezieher gezahlten Löhne ist von 1970 bis 2000 sogar um 12 Prozentpunkte gestiegen (Piketty/Saez, 2003).

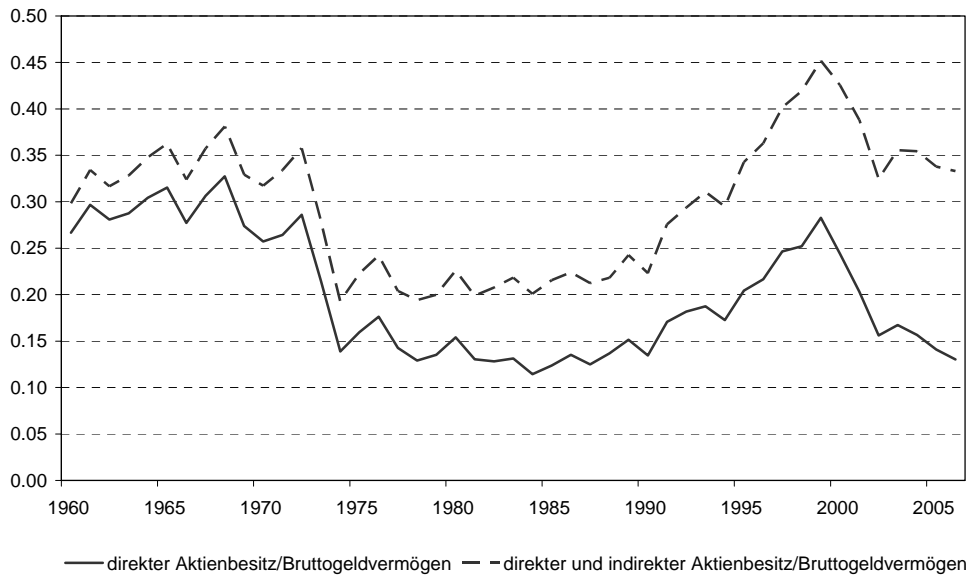
Abbildung 15 gibt einen Überblick über die Entwicklung der Vermögenszusammensetzung des privaten Haushaltssektors seit 1960. Seit den 1980er Jahren hat eine Umschichtung in den Haushaltsportfolios weg von Bankeinlagen und sonstigen Beteiligungen („*noncorporate equity*“) hin zu marktfähigen Wertpapieren stattgefunden. Neben der Ausweitung von direktem Aktienbesitz lässt sich insbesondere ein deutlicher Anstieg der Beteiligung an Investment- und Pensionsfonds feststellen.

Abbildung 15: Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte, USA, seit 1960



Quelle: *Flow of Funds*; eigene Berechnungen.

Abbildung 16: Anteil des direkten und indirekten Aktienbesitzes der privaten Haushalte am Bruttogeldvermögen, USA, seit 1960

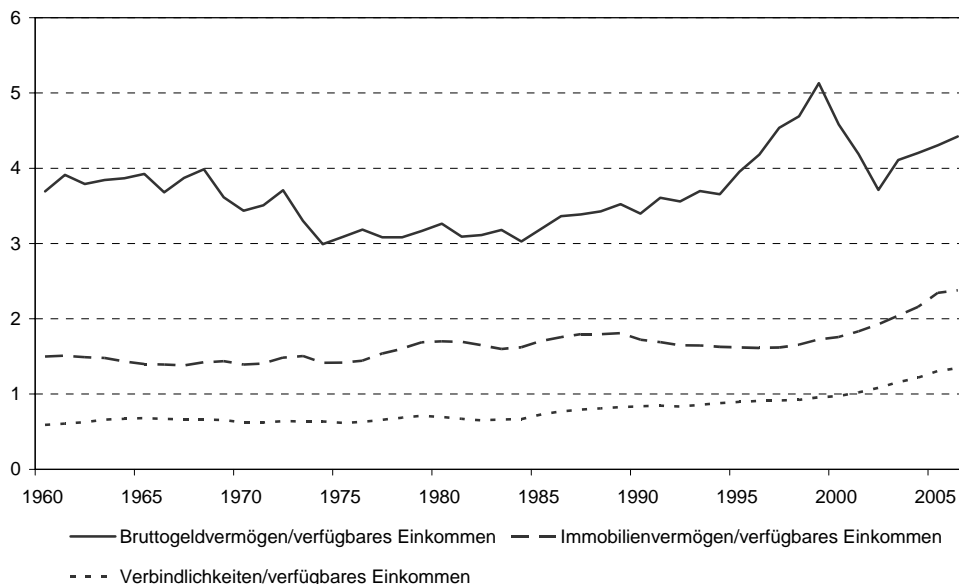


Anmerkungen: Zur Berechnung des indirekten Aktienbesitzes wurden die Anteile der privaten Haushalte bei Investment- und Pensionsfonds und Lebensversicherungen mit deren Aktienbesitz gewichtet.

Quelle: *Flow of Funds*; eigene Berechnungen und Schätzungen.

Abbildung 16 gibt genaueren Aufschluss über den Anteil des Aktienbesitzes am gesamten Geldvermögen der privaten Haushalte. Zunehmend wird das Aktienvermögen der privaten Haushalte von Finanzintermediären (Investment-/Pensionsfonds, Versicherungen, etc.) verwaltet. Seit Mitte der 1990er Jahre liegt der Anteil des gesamten Aktienvermögens bei 30-40% des privaten Geldvermögens und ist damit von beträchtlicher makroökonomischer Relevanz. Insbesondere liegen zahlreiche ökonometrische Untersuchungen vor, welche einen positiven Vermögenseffekt der Aktienwertentwicklung (ebenso wie der Immobilienwertentwicklung) auf den Konsum identifizieren. Als allgemeiner Konsens hat sich hierbei für die USA die Annahme einer marginalen Konsumneigung aus Vermögen von 4-7% herauskristallisiert.³⁴ In dem Maße, wie *Shareholder Value*-Orientierung zu steigenden Aktienkursen und Finanzvermögen beigetragen hat, ist die Abschwächung der Investitionsneigung der Unternehmen daher mit einem Anstieg der Konsumneigung der von steigenden Aktienkursen profitierenden, vermögenden privaten Haushalte einhergegangen.

Abbildung 17: Vermögen und Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen, USA, seit 1960



Quelle: *Flow of Funds*, NIPA; eigene Berechnungen.

³⁴ Vgl. z.B. Boone/Giorno/Richardson (1998), Poterba (2000), Maki/Palumbo (2001), Ludwig/Slok (2002).

In Abbildung 17 wird die Entwicklung des gesamten Geld- und Immobilienvermögens im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte dargestellt.³⁵ Steigende Finanz- und Immobilienvermögen, welche angesichts geringer bzw. sogar negativer Ersparnisbildung durch die privaten Haushalte überwiegend auf Bewertungseffekte zurückgehen,³⁶ erhöhen zwar zunächst nicht die laufenden Einkommen der privaten Haushalte. Allerdings ermöglichen sie die Besicherung von Konsumentenkrediten und Hypotheken, so dass hierüber ein positiver Vermögenseffekt auf den Konsum wirken kann.³⁷ Finanzinnovationen sowie die Deregulierung des Kreditvergabegeschäfts haben zudem maßgeblich dazu beigetragen, dass der Anstieg der Vermögenspreise in eine rasante Expansion von Hypotheken- und Konsumentenkrediten an die privaten Haushalte übersetzt werden konnte.³⁸ Hieraus hat sich eine schnell zunehmende private Verschuldung ergeben, wie in Abbildung 17 gezeigt wird.

Versteht man Vermögen im Sinne rationaler Erwartungen und effizienter Kapitalmärkte als erwartete künftige Einkommensströme, so ist eine mit Vermögenswerten besicherte Kreditaufnahme zwecks Steigerung des Konsums lediglich ein Vorziehen künftigen Konsums in die Gegenwart (z.B. IMF, 2000, Kap. III; 2002, Kap. II). Allerdings zeigt die empirische Beobachtung, dass Vermögenspreise starken, abrupt einsetzenden Schwankungen unterliegen, und mitunter offenbar Übertreibungen hinsichtlich der Erwartung künftiger Einkommen widerspiegeln.³⁹ Bei plötzlichen Vermögenspreisdeflati-

³⁵ Auf das Geldvermögen entfielen 2005 ca. 61% des gesamten Bruttovermögens der privaten Haushalte, und auf das Immobilienvermögen ca. 33% (vgl. *Flow of Funds*).

³⁶ Die Quellen von Bewertungseffekten liegen u.a. in der Umschichtung der privaten Haushaltsportfolien weg von Bankeinlagen u.ä. hin zu handelbaren Wertpapieren, in Aktienrückkäufen durch den Unternehmenssektor sowie in Wertpapierkäufen durch ausländische Anleger.

³⁷ Zu einer Modellierung dieses Effektes vgl. Boyer (2000), Bhaduri/Laski/Riese (2006) und Dutt (2005, 2006). Insbesondere Bhaduri/Laski/Riese (2006) und Dutt (2005, 2006) weisen auf die Risiken mittelfristig kontraktiver Effekte einer auf steigenden Vermögenspreisen beruhenden zunehmenden Verschuldung der privaten Haushalte hin, wohingegen Boyer (2000) die Möglichkeiten eines stabilen mittelfristigen Akkumulationsregimes angetrieben durch die Vermögenseffekte auf den privaten Konsum betont.

³⁸ Die Deutsche Bundesbank (2007, S. 27) führt den in den USA in hohem Maße kreditfinanzierten Konsum u.a. auf die verbreitete Nutzung von Kreditkarten zurück. Eine weitere wichtige Innovation im Kreditvergabegeschäft sind so genannte „*collateralised debt obligations*“ (CDO). Hierbei werden vom Kreditgeber handelbare Wertpapiere emittiert, welche Anteile an den Kreditforderungen verbrieft und somit eine breitere Streuung der Ausfallrisiken ermöglichen. Für eine detaillierte Analyse neuer Kreditvergabepraktiken in den USA und in Großbritannien sowie den hiermit verbundenen Risiken vgl. Chancellor (2005). Vgl. auch Boushey/Weller (2006), die insbesondere auf die Risiken von zunehmender Einkommensungleichheit und steigendem Konsum durch Verschuldung der unteren Einkommensklassen hinweisen.

³⁹ Alan Greenspan (1996) hat von der Möglichkeit „irrationaler Überschwenglichkeit“ (*irrational exuberance*) auf den Finanzmärkten gesprochen. Diese Hypothese scheint auch wissenschaftlich gut abgesichert. Vgl. zum neueren Forschungsstrang der *behavioural finance* z.B. Shiller (2000).

onen drohen daher Insolvenzkrisen bei den privaten Haushalten bzw. den Finanzintermediären.

Zusammenfassend ist festzustellen, dass die aktuelle wirtschaftliche Entwicklung in den USA von einer schwachen Investitionstätigkeit und von einer starken Abhängigkeit vom privaten Konsum gekennzeichnet ist. Während der Unternehmenssektor entgegen seiner eigentlichen ökonomischen Funktion zeitweise zum Nettosparer geworden ist (vgl. Papadimitriou et al., 2002), hat sich die Verschuldung der privaten Haushalte relativ zum verfügbaren Einkommen seit den frühen 1980er Jahren fast verdoppelt (Abbildung 17). Der private Konsumboom ist abhängig von einer immer weiteren Ausweitung von Konsumenten- und Hypothekenkrediten. Hierzu bedarf es jedoch permanent hoher Vermögenspreise.

Der Immobilienboom der letzten Jahre hat den Aktienboom der „*New Economy*“ dahingehend „abgelöst“, dass ein weiterhin hoher Vermögensquotient (privates Nettovermögen/verfügbares Einkommen) die private Konsumtätigkeit weiter befördern und die private Sparquote noch einmal deutlich sinken konnte (Abbildung 13). Allerdings ist hierdurch die Gefahr gewachsen, dass eine Vermögenspreisdeflation zu erheblichen Liquiditäts- und Solvenzproblemen im privaten Haushaltssektor und bei den Finanzdienstleistern führt.⁴⁰ Dies gilt umso mehr, als der Immobilienpreisboom der letzten Jahre – anders als der Aktienboom der „*New Economy*“ – in besonderem Maße von einkommensschwachen Haushalten zur Ausweitung von kreditfinanziertem Konsum genutzt wurde (vgl. The State of the Nation’s Housing, 2006; CBO, 2007). Auf die erhebliche staatliche Förderung des privaten Immobilienbesitzes wird im nächsten Abschnitt genauer eingegangen.

3.4. „Finanzialisierung“ und staatliche Haushaltspolitik

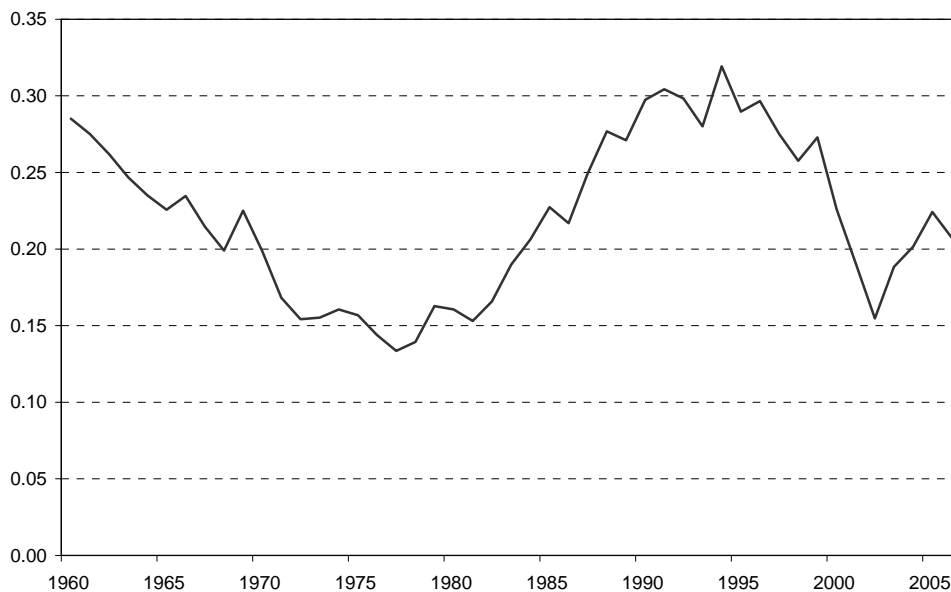
Wie oben gezeigt (Abbildung 1), waren die 1980er Jahre in den USA von einer weitgehend schwachen Investitionstätigkeit der Unternehmen geprägt. Dieser Ausfall an effektiver Nachfrage wurde neben dem Rückgang der privaten Sparquote durch hohe staatli-

⁴⁰ Vgl. zu den Risiken dieser Konstellation insbesondere Papadimitriou et al. (2005), Papadimitriou/Chilcote/Zezza (2006).

che Budgetdefizite von häufig bis zu 6% des BIP teilweise ausgeglichen (vgl. Abbildung 3). Während des „*New Economy*“-Booms Ende der 1990er Jahre konnte das Haushaltsdefizit jedoch gesenkt werden und sogar kurzzeitig Überschüsse erreicht werden. Allerdings wurde der Einbruch der privaten Investitionstätigkeit seit 2000 erneut durch massive Budgetdefizite kompensiert und dadurch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung stabilisiert – anders als z.B. in Deutschland (vgl. Hein/Truger 2007).

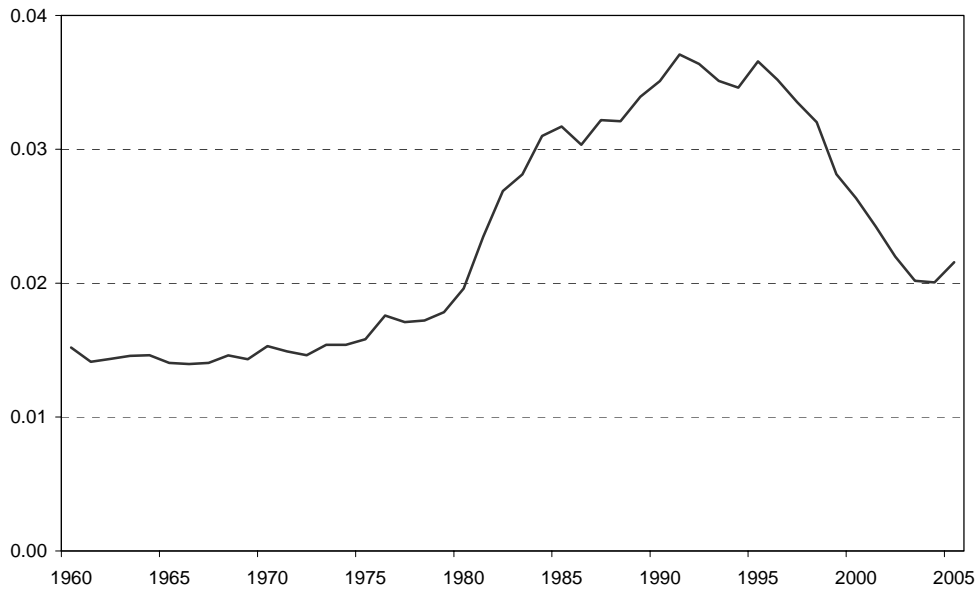
Während der 1980er Jahre konnte das Haushaltsdefizit dabei noch zu einem größeren Teil mit privaten inländischen Ersparnissen finanziert werden. Wie Abbildung 18 zeigt, ist in dieser Zeit der private Besitz an staatlichen Schuldtiteln relativ zu den verfügbaren Einkommen trotz des Rückgangs der privaten Sparquote angestiegen. In den 1990er Jahren konnte das Budgetdefizit dann abgebaut werden, und seit 2000 wird es überwiegend durch Kapitalimporte aus dem Ausland finanziert (siehe nächster Abschnitt).

Abbildung 18: Besitz von Staatspapieren der privaten Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen, USA, seit 1960



Quelle: *Flow of Funds*; eigene Berechnungen.

Abbildung 19: Netto-Zinszahlungen des Staates im Verhältnis zum nominalen BIP, USA, seit 1960



Quelle: NIPA; eigene Berechnungen.

Die hohen Haushaltsdefizite der 1980er Jahre haben im Zusammenspiel mit der Hochzinspolitik dieser Periode auch die Zinsbelastung der öffentlichen Haushalte erheblich ansteigen lassen (vgl. Abbildung 19). Manche Autoren haben hierin den Übergang von der „Investorgesellschaft“ zur „Rentiergesellschaft“ gesehen. Zum einen erhöht ein steigender Zinssatz die Kosten privater Investitionen, gleichzeitig macht eine hohe Verzinsung das Halten von Staatspapieren und damit die Finanzierung staatlicher Budgetdefizite attraktiv. Dies gilt nicht nur für private Haushalte; auch Unternehmen erhalten einen Anreiz, ihre Geldvermögensbildung zulasten der physischen Investitionstätigkeit auszudehnen. Hierdurch wird sowohl eine Entkoppelung der makroökonomischen Profite von den Unternehmensinvestitionen möglich (siehe Abbildung 1, Gleichung 4), als auch eine Umverteilung von nichtfinanziellen zu finanziellen Unternehmensprofiten (siehe Abbildung 5). Riese (1996, S. 44) hat hierzu angemerkt:

„Abkoppelung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft heißt somit [...] eine Abkoppelung der Zinszahlung von ihrem realwirtschaftlichen Fundament der Profiterzielung. Als Folge entwickelt sich die Investorgesellschaft zur Rentiergesellschaft. Und da wiederum der Staat aus den verschiedensten Gründen als sicherer (,souveräner’) Schuldner gilt, erhält die Verselbständigung des Vermögensmarktes ein zusätzliches Moment, in-

dem die Finanztransaktionen spekulativen Charakter allein von Zinserwartungen und nicht mehr wie bei Transaktionen, die aus Profiten gespeist werden, zusätzlich von Ertragsersparungen erhalten.“

Der stark expansive fiskalpolitische Eingriff nach dem Ende des „*New Economy*“-Booms seit 2000 hat bisher nicht zu einem so drastischen Anstieg der öffentlichen Zinsbelastung geführt wie in den 1980er Jahren. Dies liegt an dem relativ moderaten Zinsniveau in den USA und weltweit. Ohne die akkomodierende Zinspolitik des *Federal Reserve System* sowie die massiven Kapitalimporte aus dem Ausland (siehe nächster Abschnitt) wäre der starke Anstieg der Aktien- bzw. Immobilienpreise seit Mitte der 1990er Jahre sowie der kräftige, weitgehend kreditfinanzierte private Konsum ebenso wenig möglich gewesen wie die expansive staatliche Fiskalpolitik.

Wichtiger Teil der staatlichen Wirtschaftspolitik seit dem Einbruch der Aktienkurse im Jahr 2000 war die massive Förderung von Hypothekenkrediten durch die staatlich geförderten Immobilienfinanzierer (*government-sponsored enterprises*) *Fannie Mae* und *Freddie Mac*. In staatlichem Auftrag fördern diese Unternehmen privates Wohneigentum, v.a. auch bei weniger einkommensstarken Haushalten. Nach Angaben von Bloomberg (6.9.2007) halten *Fannie Mae* und *Freddie Mac* etwa 40% aller Hypothekenkredite, im Jahr 2003 vergaben sie sogar 70% aller Hypothekenkredite. Hierdurch scheint der Immobilienpreis-, Kredit- und Konsumboom der letzten Jahre maßgeblich begünstigt worden zu sein – aber auch der gegenwärtige Kollaps auf dem US-Immobilienmarkt.⁴¹

3.5. „Finanzialisierung“ und Leistungsbilanz

Das US-amerikanische Leistungsbilanzdefizit belief sich in den letzten Jahren auf über 6% des BIP (vgl. Abbildung 3). Die Gründe hierfür sind vielfach diskutiert worden.

⁴¹ Vgl. Chancellor (2005, S. 236) und die dort angeführten Literaturhinweise. Die *Federal Reserve Bank* sieht die Aktivitäten von *Fannie Mae* und *Freddie Mac* bereits seit einiger Zeit sehr kritisch (vgl. z.B. Forbes, 3.6.2007). Insbesondere ist bedenklich, dass die laxen Kreditvergabepraxis der beiden Immobilienfinanzierer offenbar von der Annahme staatlicher Garantien im Fall von Zahlungsschwierigkeiten geleitet war. Zudem stellt sich generell die Frage, inwieweit eine mangelnde Finanzmarktregulierung die Fähigkeit der Geldpolitik, gezielt die realwirtschaftliche Investitionstätigkeit zu befördern, einschränkt. So scheint das niedrige Zinsniveau seit dem Ende des „*New Economy*“-Booms v.a. die Anreize für kreditfinanzierte Unternehmensübernahmen, Aktien(rück)käufe und Immobilienkäufe durch Unternehmen, private Haushalte und Banken erhöht zu haben.

Interessante, im Wesentlichen ähnliche Erklärungen sind von Bernanke (2005) und Rajan (2006) vorgeschlagen worden. Beide sind kompatibel mit unserer Sicht der „Finanzialisierung“. Bernanke spricht von einem „globalen Überhang von (geplanter) Ersparnis“ (*global savings glut*), Rajan von weltweiter „Investitionszurückhaltung“ (*investment restraint*).

Tabelle 3: Leistungsbilanzen ausgewählter Länder, in Milliarden US-Dollar

| | 1996 | 2000 | 2006 |
|-------------------------|--------|--------|--------|
| Industrieländer | | | |
| USA | -124.8 | -415.2 | -877.6 |
| Vereinigtes Königreich | -10.5 | -37.4 | -55.6 |
| Euro-Zone | 73.2 | -36.9 | 8.1 |
| Spanien | -1.4 | -23.0 | -107.0 |
| Italien | 39.5 | -5.9 | -56.3 |
| Frankreich | 20.8 | 18.2 | -37.1 |
| Deutschland | -13.8 | -33.9 | 116.8 |
| Japan | 65.1 | 118.7 | 164.9 |
| Summe | -10.7 | -404.7 | -643.5 |
| Andere | | | |
| China (ohne Hongkong) | 7.2 | 20.5 | 211.3 |
| Südkorea | -23.1 | 12.3 | 2.2 |
| „Dynamisches Asien“* | -8.1 | 61.2 | 116.8 |
| Zentral- und Südamerika | -36.1 | -28.3 | 45.3 |
| Mittlerer Osten/Afrika | 1.3 | 79.3 | 280.0 |
| Mittel- und Osteuropa | -0.3 | 42.4 | 69.6 |
| Summe | -59.1 | 187.4 | 725.3 |

*Taiwan, Hongkong, Indonesien, Malaysia, Philippinen, Singapur, Thailand.

Quelle: OECD Economic Outlook No. 80.

Wie Bernanke feststellt, wiesen v.a. diejenigen Länder in den letzten Jahren Leistungsbilanzdefizite auf, in denen zugleich starke Vermögenspreissteigerungen stattgefunden haben und die privaten Sparquoten drastisch gesunken sind, wie die USA, Großbritannien oder Spanien. Dies ist nur möglich in Ländern mit entwickelten und weitgehend deregulierten Finanzsystemen, in denen Konsumenten- und Hypothekenkredite mit immateriellen Vermögensgütern besichert werden können.

Bemerkenswerterweise gehören zu den Überschussländern neben entwickelten Industriestaaten mit zuletzt schleppender binnenwirtschaftlicher Entwicklung und schwacher

Vermögenspreisentwicklung, wie Deutschland oder Japan, auch viele Entwicklungs- und Schwellenländer. Während noch Mitte der 1990er Jahre die Industrieländer Kapital in Schwellen- und Entwicklungsländer exportierten, hat sich die Richtung der Kapitalflüsse bis heute weitgehend umgekehrt (vgl. Tabelle 3). Bernanke und Rajan führen dies darauf zurück, dass viele Länder in Lateinamerika und in Asien nach der Erfahrung wiederholter schwerer Finanzkrisen Mitte und Ende der 1990er Jahre bestrebt sind, Devisenreserven als „Kriegskassen“ (Bernanke) zur Abwehr möglicher Währungsspekulationen aufzubauen.

Nach traditioneller neoklassischer Sichtweise sollte die Öffnung des internationalen Kapitalverkehrs zu Nettokapitalflüssen in Länder mit relativ geringem Kapitalstock zwecks Finanzierung von physischen Investitionen führen. Hiervon kann aber schon seit längerem keine Rede sein. Während des „*New Economy*“-Booms standen dem US-amerikanischen Investitions- und Konsumboom in großem Umfang Kapitalimporte aus Schwellenländern gegenüber. Seit dem Ende des „*New Economy*“-Booms sind noch höhere Kapitalimporte durch die USA notwendig, um die hohen negativen Finanzierungssalden des Staates und der privaten Haushalte auszugleichen (vgl. Abbildung 3). Besonders problematisch erscheint, dass diese Kapitalimporte angesichts der Investitionszurückhaltung derzeit in vornehmlich konsumtive anstatt in investive Verwendungen fließen.

Das US-amerikanische Leistungsbilanzdefizit dürfte auf Dauer erhebliche Probleme aufwerfen (vgl. z.B. Godley/Izurieta/Zezza, 2004 und Godley et al., 2005), insbesondere wegen der überwiegend konsumtiven Verwendung der damit verbundenen Kapitalimporte. Diese könnten zulasten zukünftiger Wachstumsmöglichkeiten gehen, und damit zulasten der glaubhaften Fähigkeit, die mit den Kapitalimporten verbundenen Zahlungsverpflichtungen zu bedienen. Die schwache physische Kapitalstockbildung der letzten Jahre hat zudem bereits zu einem Verlust an Wettbewerbsfähigkeit der US-amerikanischen Industrie bei handelbaren Gütern geführt, welche einen kurzfristigen Abbau des Außenhandelsdefizits erschweren dürfte.⁴² Spätestens seit dem „*New Economy*“-Boom der 1990er Jahre hat der industrielle Sektor zunehmend gegenüber dem (Finanz-)Dienstleistungssektor an Bedeutung verloren, wie oben in Abschnitt 3.1 angedeutet wurde. Offenbar sind dabei Investitionen im Industriesektor vernachlässigt

⁴² Vgl. hierzu ausführlicher z.B. Blecker (2002), Palley (2007a,b), Hersh (2003) und Weller (2003).

worden (vgl. Weller/Helppe, 2002). Darüber hinaus hat die Bereitschaft insbesondere asiatischer Zentralbanken zur Finanzierung überwiegend konsumtiver Ausgaben der privaten und öffentlichen Haushalte in den USA offenbar zu einer tendenziellen Überbewertung des US-Dollars geführt. Dies hat die Wettbewerbsfähigkeit der Industrie bei handelbaren Gütern weiter geschwächt und den heimischen Konsumgüter- und Finanzdienstleistungssektor gestärkt (vgl. Hersh, 2003). Vor dem Hintergrund der in Gleichung 5 gegebenen Restriktion könnte eine Reduktion des Leistungsbilanzdefizits zwar durch eine Verbesserung des privaten und öffentlichen Finanzierungssaldos im Zuge eines Einbruchs der inländischen Nachfrage durch eine Finanzmarktkrise oder durch restriktive geld- und/oder fiskalpolitische Eingriffen erzwungen werden. In diesem Fall droht allerdings ein Einbruch der Gewinneinkommen (siehe Gleichung 4) sowie ein Wachstumseinbruch mit entsprechend negativen Folgen für die Weltwirtschaft.⁴³

3.6. Zusammenfassung USA

Der Zusammenhang von „Finanzialisierung“ und wirtschaftlicher Entwicklung in den USA seit den frühen 1980er Jahren lässt sich aus unserer Sicht folgendermaßen zusammenfassen:

Eine zunehmende *Shareholder Value*-Orientierung hemmt *ceteris paribus* die Investitionsdynamik und spiegelt sich in einer hohen Dividendenausschüttung und massiven Aktienrückkäufen wider. Es kommt gleichzeitig zu einer Einkommensumverteilung zugunsten der (einfachen) Arbeitnehmer und der einbehaltenen Unternehmensgewinne im industriellen Sektor. Die Aktienkursentwicklung hingegen ist sehr positiv.

Der Rückgang der realen Investitionsdynamik wird im Hinblick auf die Gewinnentwicklung vor allem durch die starke private Konsumnachfrage insbesondere der vermögenden Haushalte kompensiert, die von Dividendenausschüttungen, Aktienrückkäufen und Vermögenspreissteigerungen profitieren. Der private Konsumboom ist abhängig von einem dauerhaft hohen Kreditfluss, der wiederum auf hohen Vermögenspreisen beruht. Durch die Deregulierung des Kreditvergabegeschäfts, eine regelmäßig expansi-

⁴³ Ein alternativer Weg zum Abbau der „globalen Ungleichgewichte“ könnte natürlich über die Belebung der Binnennachfrage v.a. in Kontinentaleuropa führen (vgl. IMF, 2005, Kap. II; Izurieta, 2003). Hierauf hat die US-amerikanische Wirtschaftspolitik freilich nur sehr bedingt Einfluss.

ve Geld- und Fiskalpolitik sowie die direkte Förderung von privaten Immobilienkäufen und Hypotheken ist der Vermögenspreis-, Kredit- und Konsumboom bisher maßgeblich von staatlicher Seite unterstützt worden. Die zunehmende Verschuldung der privaten Haushalte geht jedoch mit „finanzieller Fragilität“ einher, die bei einem plötzlichen Wertverlust von Finanz- und Immobilienvermögen (mit denen Konsumentenkredite besichert werden) zu einer privaten Verschuldungskrise führen kann. Dies gilt umso mehr, als der Immobilienpreisboom der letzten Jahre gerade auch einkommens- und vermögensschwachen Haushalten zunehmende Verschuldungsmöglichkeiten eröffnet hat.

Ein Investitionsboom wie im „*New Economy*“-Boom erscheint nur in Ausnahmefällen möglich, wenn euphorische Erwartungen bzgl. neuer technologischer Entwicklungen entstehen sowie eine sehr starke Konsumnachfrage bis hin zu negativen privaten Sparquoten einen kräftigen Nachfrageimpuls verursacht. Dies bedeutet allerdings, dass der private Finanzierungssaldo (Haushalte und Unternehmen) negativ wird. Dies wiederum ist nur möglich, wenn Kapital aus dem Ausland importiert wird, d.h. die Auslandsverbindlichkeiten müssen immer weiter steigen. Der „*New Economy*“-Boom Ende der 1990er Jahre wurde nicht zuletzt dadurch ermöglicht, dass viele Schwellenländer nach der Erfahrung wiederholter Währungskrisen Mitte der 1990er Jahre von Kapitalimporteuren zu Kapitalexporturen geworden waren.

Soll trotz schwacher Investitionstätigkeit eine kräftige konjunkturelle Dynamik erreicht werden, müssen sowohl der private als auch der öffentliche Finanzierungssaldo dauerhaft negativ sein. Hieraus folgt dann jedoch automatisch auch ein hohes Leistungsbilanzdefizit (siehe die Phase nach Ende des „*New Economy*“-Booms). In dieser Konstellation liegt eine weitere Quelle von „finanzieller Fragilität“: Ein plötzlicher Vertrauensverlust gegenüber dem Dollar kann die Weltwirtschaft schwer belasten.

„Finanzialisierung“ in den USA ist zudem mit einer gewissen Deindustrialisierung und einem Verlust an internationaler Wettbewerbsfähigkeit bei handelbaren Gütern verbunden. Dies folgt aus der schwachen Investitionstätigkeit im industriellen Sektor und der Finanzierung konsumtiver Ausgaben durch massive Kapitalimporte aus dem Ausland, die eine längerfristige Überbewertung des US-Dollars ermöglichten.

Im Ergebnis sind die relativ positive Gewinnentwicklung ebenso wie das vergleichsweise kräftige Wirtschaftswachstum der jüngeren Vergangenheit in den USA mit erheblichen Stabilitätsproblemen behaftet, welche von der „Finanzialisierung“ mitverursacht bzw. verstärkt worden sind. Die aktuellen Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten als Folge der US-amerikanischen Hypothekenkrise verdeutlichen dies beispielhaft.

4. Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland

4.1. Grundlinien der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland seit 1960

4.1.0 Nachholende „Finanzialisierung“ in Deutschland?

In Deutschland sind „Finanzialisierung“ und *Shareholder Value*-Orientierung im Vergleich zu den USA noch sehr junge Phänomene, welche erst während des letzten Jahrzehnts zunehmend an Bedeutung in der akademischen und politischen Debatte gewonnen haben. So unterschied sich das deutsche Finanzsystem traditionell von dem US-amerikanischen durch eine Reihe von Regulierungsvorschriften für Unternehmen und Finanzmarktakteure. Die viel beschriebene „Deutschland AG“ zeichnete sich durch vergleichsweise starre wechselseitige Kapitalverflechtungen von Banken und Großkonzernen aus, feindliche Übernahmen spielten kaum eine Rolle. Dies führte dazu, dass Deutschland – neben Japan – als klassisches bankenbasiertes Finanzierungssystem charakterisiert wurde, das insbesondere durch einen vergleichsweise hohen Anteil der Fremdkapitalfinanzierung des Unternehmenssektors und durch langfristige Beziehungen zwischen Geschäftsbanken und Unternehmen charakterisiert sei. Dieses Modell wurde dem marktbasieren System der USA und Großbritanniens gegenübergestellt, das durch eine stärkere Kapitalmarktorientierung des Unternehmenssektors und durch kurzfristige Beziehungen zwischen Kapitalmarktinvestoren und Unternehmen gekennzeichnet sei.⁴⁴

Seit Ende der 1990er Jahre werden allerdings die Deregulierung des Finanzsystems und die Auflösung der „Deutschland AG“ politisch mit großer Vehemenz vorangetrieben. Hier sollen nur zwei besonders wichtige gesetzliche Änderungen kurz Erwähnung finden.⁴⁵ Zum einen können Unternehmen seit 1998 in begrenztem Maße Aktienrückkäufe tätigen, nachdem dies seit der Finanzkrise von 1931 gänzlich untersagt gewesen war.⁴⁶ Ähnlich bedeutsam ist die im Januar 2002 in Kraft getretene Abschaffung der Steuer auf Gewinne aus Beteiligungsveräußerungen bei Kapitalgesellschaften. Der vorherige Steu-

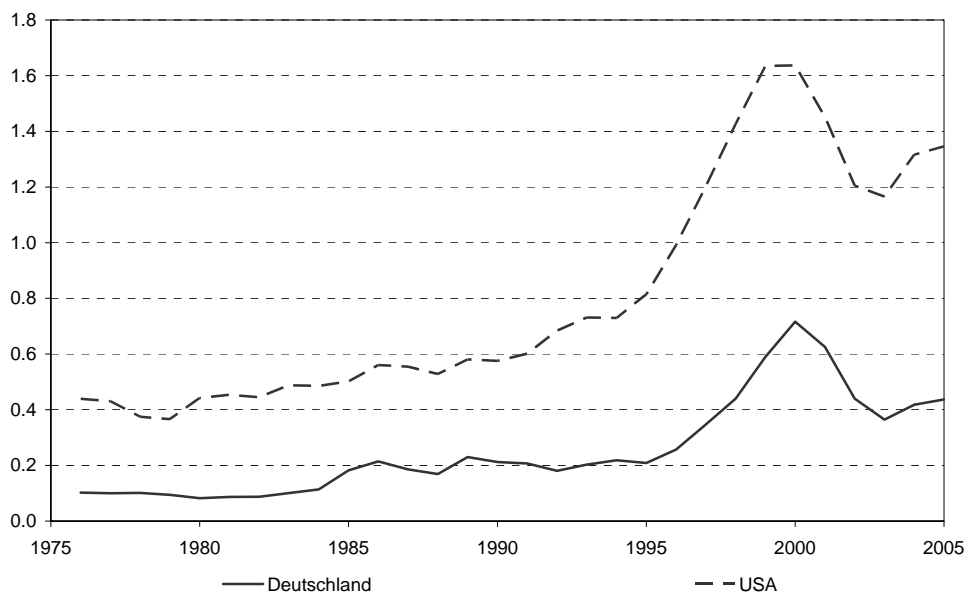
⁴⁴ Vgl. zur Unterscheidung von bankenbasierten und marktbasieren Finanzierungssystemen z.B. Grabel (1997).

⁴⁵ Umfassende Analysen der institutionellen Veränderungen im deutschen Finanzsystem finden sich in Höpner (2003) und Windolf (2005).

⁴⁶ Zu den historischen Gründen für diese Beschränkung der Unternehmensstrategien vgl. Terberger/Wettberg (2005).

ersatz von 53% war bis dahin einer der höchsten weltweit und stellte einen wirksamen Schutz der in Deutschland ansässigen Konzerne vor feindlichen Übernahmen dar. Mit der ersatzlosen Abschaffung dieser Steuer nimmt Deutschland jedoch nunmehr eine entgegengesetzte Extremposition ein. Hieraus folgt, dass das Unternehmensmanagement einer positiven Aktienkursentwicklung zum Schutz vor feindlichen Übernahmen nun eine hohe Bedeutung zumessen muss.

Abbildung 20: Börsenkapitalisierung im Verhältnis zum nominalen BIP, Deutschland, USA, seit 1976



Quelle: Weltbank, *Financial Structure Dataset*; eigene Berechnungen.

Als ersten groben Indikator für die gestiegene gesamtwirtschaftliche Bedeutung des Aktienmarktes bildet Abbildung 20 das Verhältnis von Börsenkapitalisierung zum nominalen BIP ab. Dieses ist in Deutschland zwar nach wie vor deutlich geringer als in den USA; allerdings ist es hier seit Mitte der 1990er Jahre zu einem erkennbaren Anstieg gekommen.

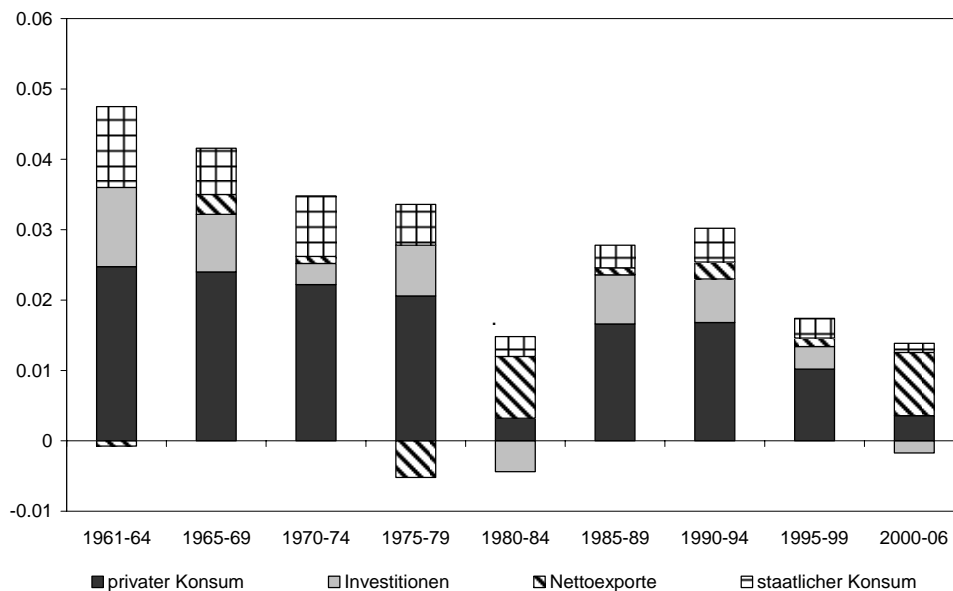
Die folgende Darstellung des Zusammenhangs von „Finanzialisierungstendenzen“, *Shareholder Value*-Orientierung und wirtschaftlicher Entwicklung in Deutschland orientiert sich eng an dem in Abschnitt 3 entwickelten Analyseraster. Hierbei ist jeweils zu berücksichtigen, dass eine konsequente Durchsetzung von *Shareholder Value*-

Orientierung in Deutschland aufgrund der kürzlich veränderten institutionellen Voraussetzungen erst seit einigen Jahren überhaupt möglich ist. Der direkte Vergleich mit den USA sollte sich jedoch als hilfreich erweisen, einige mögliche gegenwärtige und insbesondere künftige Wirkungen der „Finanzialisierung“ in Deutschland zu ergründen.

4.1.1 BIP-Wachstum, Wachstumsbeiträge und Finanzierungssalden

Wie in anderen entwickelten Industrieländern schwächte sich das BIP-Wachstum auch in Deutschland nach der Golden-Age Phase der 1950er und 1960er bereits in den 1970er Jahren und dann insbesondere in den 1980er Jahren deutlich ab (vgl. Abbildung 21). Anfang der 1990er Jahre erlebte Deutschland dann im Rahmen des Vereinigungsbooms eine Wachstumsbeschleunigung, die aber ab Mitte der 1990er Jahre in eine stagnative Phase mündete.⁴⁷

Abbildung 21: Beiträge der Nachfragekomponenten zum realen BIP-Wachstum, Deutschland, seit 1960



Quelle: AMECO; eigene Berechnungen.

⁴⁷ Vgl. Hein/Truger (2005) zu einer Analyse der wesentlichen wirtschaftspolitischen Ursachen dieser auch im internationalen Vergleich außerordentlichen Stagnationsphase.

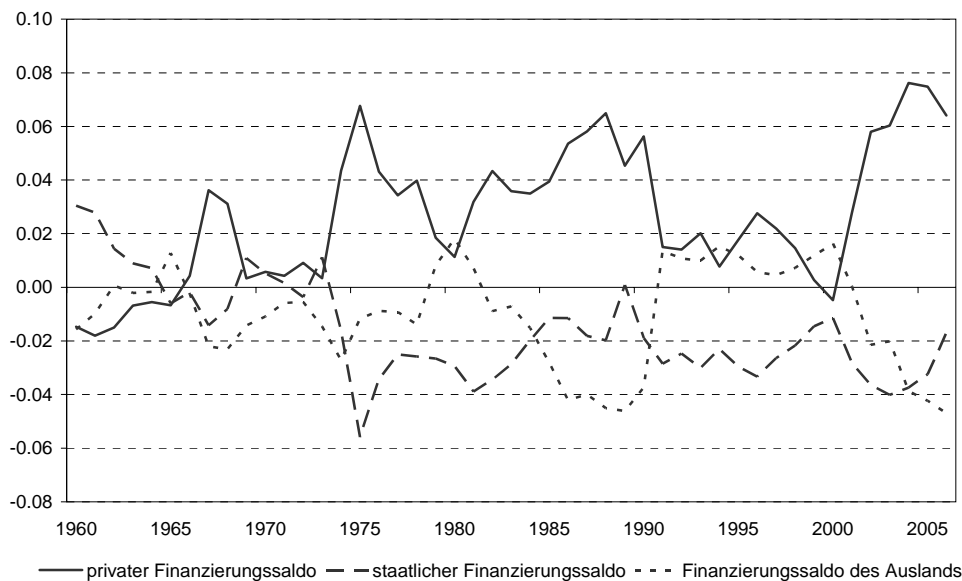
Wie in Abschnitt 2 dargestellt wurde, ist Deutschland in der jüngeren Vergangenheit wie die USA von dem Phänomen „Profite ohne Investitionen“ betroffen gewesen, auch wenn Ausmaß und zeitliche Entwicklung in beiden Ländern voneinander abweichen. In Deutschland lässt sich eine erste kurze Phase der Auseinanderentwicklung von makroökonomischen Investitionen und Gewinnen in den frühen 1980er Jahren feststellen. Es ist angesichts der institutionellen Entwicklung des Finanzsystems jedoch unwahrscheinlich, dass diese Entwicklung mit „Finanzialisierung“ im Sinne unserer Überlegungen in den Abschnitten 1 und 2 zusammenhängt.

Die schwache Investitionsdynamik in der ersten Hälfte der 1980er Jahre ist im Hinblick auf die Gewinnentwicklung vor allem durch einen kräftigen Anstieg des Außenbeitrags kompensiert worden. Wie die Darstellung der Wachstumsbeiträge verschiedener Nachfragekomponenten in Abbildung 21 erkennen lässt, gingen vom privaten Konsum in dieser Zeit anders als in den USA kaum Wachstumsimpulse aus. Allerdings wurden die gesamtwirtschaftlichen Gewinne, ähnlich wie in den USA, zusätzlich durch das staatliche Haushaltsdefizit gestützt. Während der späten 1980er und im Vereinigungsboom der frühen 1990er Jahre kam es zu einem zeitweilig kräftigeren Anstieg von Investitionen und Konsum. Die „*New Economy*“ ging in Deutschland im Vergleich zu den USA mit einer deutlich schwächeren Investitionsnachfrage einher. Seitdem werden die makroökonomischen Gewinne und das Wirtschaftswachstum wieder in erster Linie vom Außenbeitrag getragen. Angesichts der vergleichsweise geringen Wachstumsimpulse durch die private Konsumnachfrage und den Staatskonsum weist Deutschland somit seit längerer Zeit eine insgesamt deutlich schwächere (binnenwirtschaftliche) Wachstumsdynamik auf als die USA (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 22 zeigt die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungssalden für Deutschland seit 1960. Im Vergleich mit den USA sind die makroökonomischen Ungleichgewichte in Deutschland von quantitativ geringerem Ausmaß sowie qualitativ verschieden. Bis Mitte der 1970er Jahre waren die Finanzierungssalden aller drei Sektoren in den meisten Jahren verhältnismäßig klein und im Mittel beinahe ausgeglichen. Nach zunächst regelmäßigen staatlichen Überschüssen ist seit Mitte der 1970er Jahre jedoch ein nahezu permanentes öffentliches Haushaltsdefizit festzustellen, welches allerdings zumeist kleiner ausfiel als das US-amerikanische. Im Gegensatz zu den USA weist Deutschland während der 1980er Jahre systematisch einen (steigenden) Leis-

tungsbilanzüberschuss auf. In der Folge der Wiedervereinigung verschlechterte sich die Außenhandelsposition zwar zeitweise, seit 2000 setzt sich der positive Trend der 1980er Jahre aber fort, und der Leistungsbilanzüberschuss erreichte zuletzt über 4% des BIP. In krassem Unterschied zu den USA lassen sich in Deutschland seit Mitte der 1970er Jahre dauerhafte Finanzierungsüberschüsse des privaten Sektors feststellen. Nach einer vorübergehenden Verschlechterung während der 1990er Jahre im Zuge des Wiedervereinigungs- und des (im Vergleich zu den USA verhaltenen) „*New Economy*“-Booms hat der private Finanzierungssaldo in der jüngsten Vergangenheit ein beachtliches Niveau von bis zu knapp 8% des BIP erreicht. Hierin spiegelt sich die seit vielen Jahren schwache binnenwirtschaftliche Konsum- und Investitionsnachfrage wider.

Abbildung 22: Finanzierungssalden als Anteil am nominalen BIP, Deutschland, seit 1960



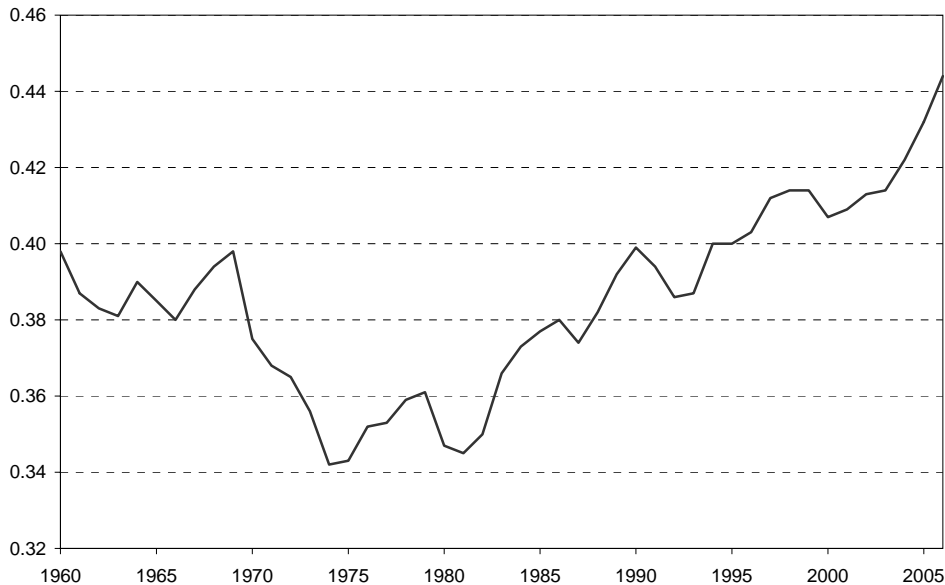
Quelle: Statistisches Bundesamt, VGR; eigene Berechnungen.

4.1.2 Strukturwandel und Einkommensverteilung

Die seit den frühen 1980er Jahren – mit kurzer Unterbrechung während der außergewöhnlichen 1990er Jahre – anhaltende Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Exportproduktion wird häufig auf die im internationalen Vergleich sehr moderate Lohnstückkostenentwicklung und auf die damit zusammenhängende drastische

Einkommensumverteilung zulasten der Arbeitseinkommen erklärt (vgl. Abbildung 23).⁴⁸

Abbildung 23: Anteil der Gewinne am BIP zu Marktpreisen, Deutschland, seit 1960



Anmerkungen: 1 – bereinigte Lohnquote, gesamte Volkswirtschaft, Anteil am BIP zu jeweiligen Marktpreisen.

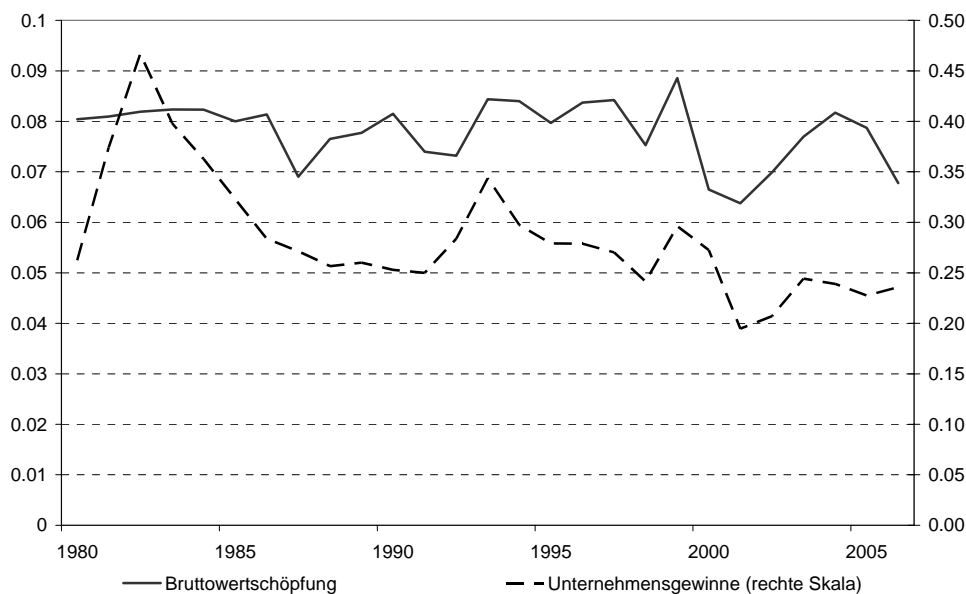
Quelle: AMECO; eigene Berechnungen.

Die Umverteilung zulasten der Arbeitseinkommen ist allerdings, anders als in den USA, bisher nicht mit einer deutlichen Verschiebung der Profite zugunsten der finanziellen und zulasten der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften verbunden. Ein weiteres Indiz für die bisher geringe Bedeutung von „Finanzialisierungstendenzen“ in Deutschland ist nämlich darin zu sehen, dass sich weder Wertschöpfung noch Unternehmensgewinne der finanziellen Kapitalgesellschaften im Vergleich zu den nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in der jüngeren Vergangenheit besonders positiv entwickelt haben (vgl. Abbildung 24). Diese Einschätzung wird auch durch Abbildung 25 gestützt, in der der seit langem stagnierende Anteil des Wirtschaftsbereichs „Kredit- und Versicherungsgewerbe“ am BIP sowie an den gesamten Erwerbstätigen aufgezeigt wird. Auch wenn die

⁴⁸ Vgl. z.B. Hein/Truger (2005, 2007) und Horn/Mülhaupt/Rietzler (2005).

Betrachtung verschiedener Sektoren bzw. Wirtschaftsbereiche im Sinne der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung keine eindeutigen Schlussfolgerungen zulässt,⁴⁹ kann eine Ursache für die Konstanz der relativen Gewinnentwicklung im Finanzsektor darin gesehen werden, dass es in Deutschland in der jüngeren Vergangenheit zwar (wie in den USA) auch einen Anstieg der Aktienkurse aber (anders als in den USA) weder einen Immobilienpreisboom noch einen kreditbasierten Konsumboom gegeben hat. Wie unten zu zeigen sein wird, dürfte letzteres u.a. an den niedrigen Konsumquoten der einkommensstarken und vermögenden Haushalte liegen, deren Einkommen sich in den vergangenen Jahrzehnten im Verhältnis zu den unteren Einkommensgruppen kräftig steigerten.⁵⁰

Abbildung 24: Verhältnis der nominalen Bruttowertschöpfung und der Unternehmensgewinne von finanziellen zu nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, Deutschland, seit 1960

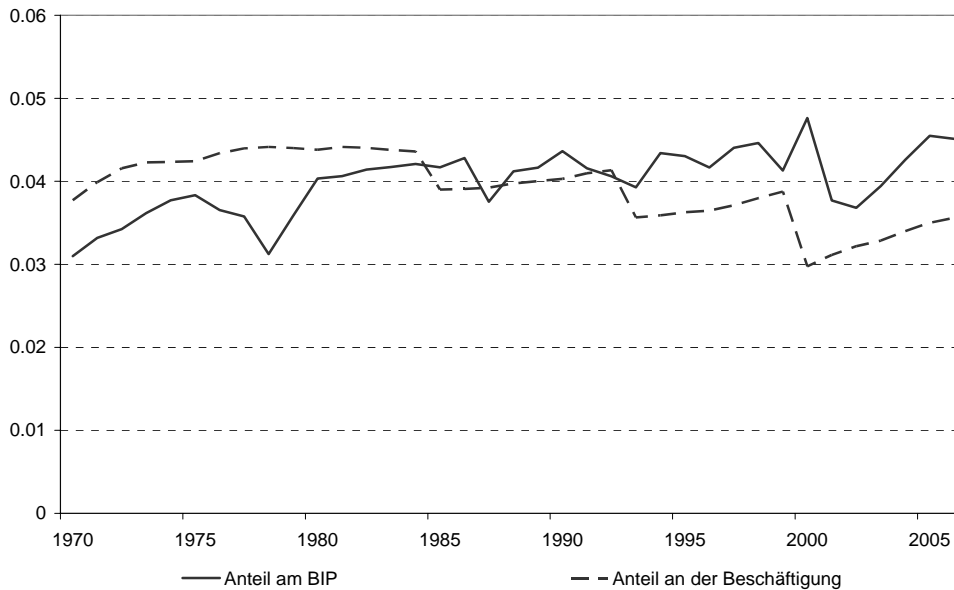


Quelle: Statistisches Bundesamt, VGR; eigene Berechnungen.

⁴⁹ Auch Unternehmen im nichtfinanziellen Sektor können durch finanzielle Aktivitäten Wertschöpfung betreiben und Gewinne erzielen.

⁵⁰ Zur zunehmenden personellen Einkommensungleichheit in Deutschland vgl. Bach/Steiner (2007).

Abbildung 25: Anteil des Wirtschaftsbereichs „Kredit- und Versicherungsgewerbe“ am nominalen BIP und an den Erwerbstätigen, Deutschland, seit 1960



Quelle: Statistisches Bundesamt, VGR; eigene Berechnungen.

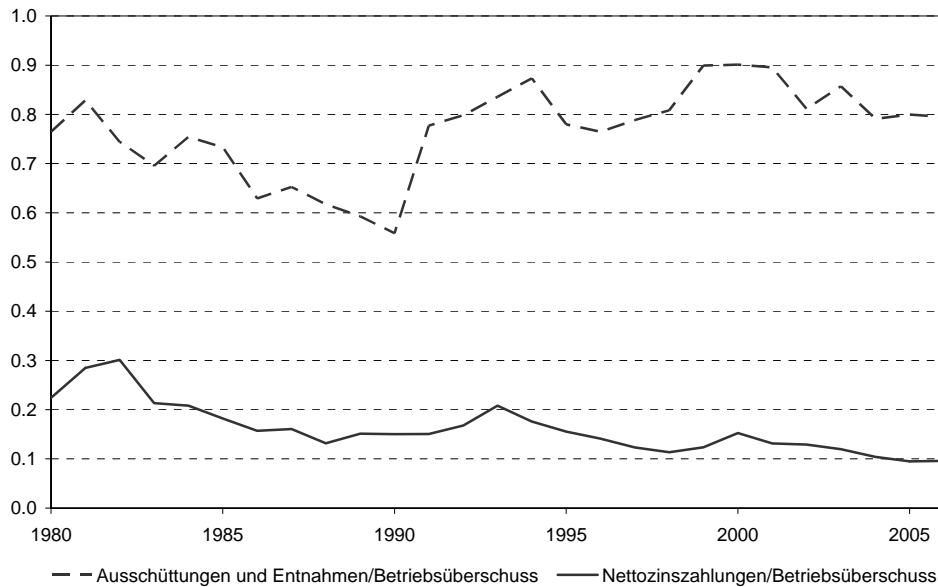
Im Folgenden ist daher genauer zu diskutieren, warum in Deutschland viele der für die USA beschriebenen Implikationen der „Finanzialisierung“ lange Zeit ausgeblieben sind, wie sich die beschriebenen institutionellen Deregulierungsmaßnahmen in der jüngsten Vergangenheit makroökonomisch niedergeschlagen haben und welche Chancen und Risiken sie für die künftige wirtschaftliche Entwicklung mit sich bringen.

4.2. „Finanzialisierung“ und private Investitionstätigkeit

Um die Einflüsse der Finanzierungsseite auf die reale Investitionstätigkeit der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften zu identifizieren, zeigen Abbildungen 26 bis 28 wichtige Teilaspekte der Finanzierungsrechnung dieses Unternehmenssektors nach Maßgabe von Tabelle 1 aus Abschnitt 3.2. Auf die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften entfallen dabei in Deutschland etwa 60% der privaten Bruttoinvestitionen. Da für Deutschland für diesen Sektor keine separaten Zahlen für Dividendenzahlungen vorliegen, werden in Abbildung 26 alle Ausschüttungen und Entnahmen inklusive Unternehmerlöhne im Verhältnis zum Betriebsüberschuss betrachtet. Interessanterweise zeigt sich hier, im Gegensatz zu den USA, während der 1980er Jahre ein abnehmender Trend; nach der

Niveaushiftung im Zuge der Wiedervereinigung ist die Ausschüttungsrate dann nahezu konstant geblieben.

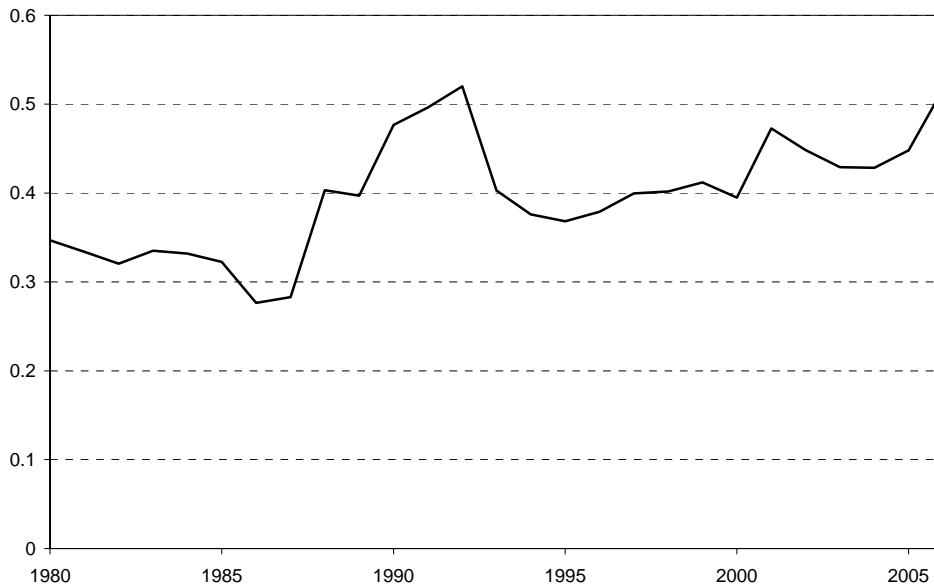
Abbildung 26: Verwendung des Betriebsüberschusses, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Deutschland, seit 1980



Quelle: Statistisches Bundesamt, VGR; eigene Berechnungen.

Der Anteil der Nettozinszahlungen am Betriebsüberschuss weist dabei, anders als in den USA, bereits seit Anfang der 1980er Jahre einen sinkenden Trend auf. Ähnlich wie in den USA lässt sich über den Zeitraum 1980-2006 ein Anstieg des Verhältnisses von empfangenen zu geleisteten Zinsen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften feststellen (Abbildung 27). Im Falle Deutschlands dürfte dies insbesondere auf die Zunahme der Kreditvergabe an die öffentlichen Haushalte sowie an das Ausland, und nur in geringerem Ausmaß an die privaten Haushalte, zurückzuführen sein (vgl. Abschnitte 4.3 bis 4.5).

Abbildung 27: Empfangene/geleistete Zinszahlungen, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, Deutschland, seit 1960

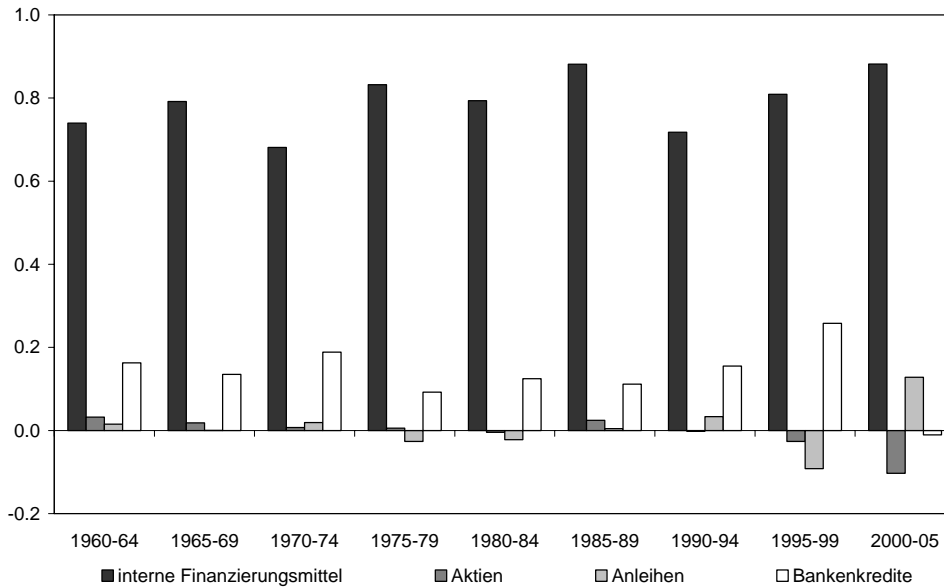


Quelle: Statistisches Bundesamt, VGR; eigene Berechnungen.

Betrachtet man die Finanzierung der Bruttoinvestitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland seit Beginn der 1960er Jahre in Abbildung 28, so lässt sich Folgendes feststellen: Zunächst fällt auf, dass die internen Finanzierungsmittel einen überragenden Anteil an der Finanzierung der Bruttoinvestitionen haben, der deutlich über dem Anteil der Bankkredite liegt. Der im Vergleich zum „marktbasierten“ System der USA traditionell etwas geringeren Innenfinanzierungsquote im „bankenbasierten“ Deutschland steht ein etwas höherer Anteil der Finanzierung durch Bankkredite gegenüber. Corbett/Jenkinson (1997) kommen zu ähnlichen Ergebnissen, weisen jedoch darauf hin, dass in dem für ihre Untersuchung relevanten Untersuchungszeitraum viele Unternehmen in Deutschland von staatlichen Vermögensübertragungen profitiert haben, welchen teilweise Eigenmittelcharakter zugesprochen werden kann (vgl. Appendix).

Abbildung 28: Anteil verschiedener Finanzierungsmittel an der Finanzierung der Bruttoinvestitionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften*, Deutschland, seit 1960

a) seit 1960, Fünfjahreszeiträume



b) seit 1990, Jahreswerte



* bis 1991 Produktionsunternehmen.

Anmerkungen: Der Beitrag weiterer Finanzierungsmittel und die statistische Diskrepanz bleiben in der Abbildung unberücksichtigt. Die vollständigen Ergebnisse und methodische Erläuterungen finden sich im Appendix.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Finanzierungsrechnung; eigene Berechnungen.

Als allgemeines Ergebnis formulieren Corbett/Jenkinson (1997), dass sowohl in traditionell bankenbasierten als auch in traditionell marktbasieren Finanzsystemen Investitionsausgaben zu einem überwiegenden Anteil aus internen Finanzierungsmitteln bestritten werden und dass dieser Anteil zudem einen steigenden Trend aufweist. Unsere Ergebnisse bestätigen dieses Resultat nicht nur für die USA sondern auch für Deutschland. Gleichzeitig ist als ein wesentlicher Unterschied zwischen dem deutschen Finanzsystem und dem US-amerikanischen festzustellen, dass Aktienrückkäufe in Deutschland – allein angesichts der gesetzlichen Beschränkungen – lange Zeit keine Rolle gespielt haben. So war der Nettobeitrag von Aktienemissionen an der Investitionsfinanzierung bis zur Mitte der 1990er Jahre positiv, wenn auch vom Umfang her überaus gering.

Häufig wird argumentiert, dass das in bankenbasierten Finanzsystemen enge Verhältnis zwischen (Haus-)Banken und Industrieunternehmen zu einer Entschärfung des in Abschnitt 2 beschriebenen Problems der Informationsasymmetrien zwischen den Empfängern und Gebern von Finanzierungsmitteln führt (vgl. z.B. Levine 2005). Anders als einzelne Aktionäre oder institutionelle Kapitalanleger, welche sich in erster Linie an kurzfristigen Finanzmarktkennzahlen orientieren, haben Banken ein Interesse an der langfristigen Bonität eines Unternehmens, welche regelmäßige, langfristig festgelegte Zinszahlungen ermöglicht. Hierdurch dürfte eine kräftige Investitionstätigkeit der Unternehmen (aber evtl. auch eine teilweise ineffiziente Mittelverwendung) in geringerem Maße behindert werden als durch das Interesse der Aktionäre an einer möglichst guten kurzfristigen Aktienkursentwicklung sowie hohen Ausschüttungen in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen. Überdies besaßen viele Banken im Rahmen der „Deutschland AG“ lange Zeit gewichtige Anteile an Industrieunternehmen, welche aufgrund der beschriebenen steuerlichen Regelungen praktisch nicht handelbar waren, so dass Banken und Unternehmen ein gemeinsames strategisches Interesse an Unternehmenswachstum und Vergrößerung von Marktanteilen entwickelten (vgl. Höpner, 2003).

Wie aus Abbildung 28 ersichtlich, ist es seit Mitte der 1990er Jahr jedoch zu einigen gewichtigen Veränderungen in der Finanzierungsstruktur der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in Deutschland gekommen. Zunächst fällt auf, dass die kurzzeitige Revitalisierung der Investitionsnachfrage während des „*New Economy*“-Booms weitgehend über klassische Bankenkredite finanziert wurde. Entgegen populärer Vermutungen spielten Aktienneuemissionen, im Aggregat betrachtet, hier kaum eine Rolle. Im Gegen-

teil, im Saldo war der Beitrag der Aktienfinanzierung an den Investitionsausgaben sogar über einen längeren Zeitraum negativ, und viele Unternehmen haben seit der gesetzlichen Neuregelung von 1998 Gebrauch von der Möglichkeit gemacht, eigene Aktien zurückzukaufen. Über den Zeitraum 2000-2005 belief sich der Nettofinanzierungsbeitrag von Aktien im Aggregat auf ca. -10% der Bruttoinvestitionen. In Abbildung 28b zeigt sich für die Zeit seit 2000, dass der Finanzierungsbeitrag von Aktien in einzelnen Jahren sogar deutlich stärker negativ war (bis zu ca. -40% der Bruttoinvestitionen). Gleichzeitig hat die Innenfinanzierungsquote beinahe 100% erreicht, während die Unternehmen Kredite getilgt bzw. an andere Sektoren vergeben haben. Dies ging damit einher, dass im Bereich der Fremdkapitalfinanzierung die klassischen Bankenkredite zugunsten handelbarer Unternehmensanleihen an Bedeutung verloren haben.⁵¹

Die geschilderten Entwicklungen lassen Zweifel daran entstehen, dass die Liberalisierung des Finanzsystems in Deutschland einen positiven Volumeneffekt für die Investitionstätigkeit mit sich bringen kann. So haben zuletzt verschiedene Institutionen darauf hingewiesen, dass Unternehmen in Deutschland keineswegs an Kapitalmangel leiden, sondern im Gegenteil die Ausgaben für physische Investitionen trotz guter Gewinnsituation sich überaus schwach entwickelt haben. Während die Deutsche Bundesbank wiederholt die „hohe Innenfinanzierung bei schwacher Investitionstätigkeit“ bei deutschen Unternehmen betont hat (z.B. Weber, 2006, S. 10), stellt die Europäische Zentralbank für die Europäische Währungsunion fest, dass „Aktienrückkäufe durch Unternehmen [...] in den letzten zehn Jahren an den meisten wichtigen Märkten sehr stark zugenommen (haben)“, wobei „Unternehmen des Eurogebiets, die in den letzten Jahren Aktienrückkäufe durchführten, im Durchschnitt weniger investiert (haben) als Unternehmen, die keine Aktien zurückkauften“ (EZB, 2007a, S. 111). Zwar folgt die EZB den in Abschnitt 2 diskutierten theoretischen Überlegungen zu potenziell effizienzstei-

⁵¹ Die in Abbildung 28 vorgenommene Betrachtung ist hoch aggregiert und erlaubt keine gesonderte Analyse des Finanzierungsverhaltens von großen börsennotierten Aktiengesellschaften (AGs) einerseits und kleinen und mittelständischen Unternehmen (KMU) andererseits. Verschiedene Autoren haben darauf hingewiesen, dass insbesondere KMU in Deutschland eine verhältnismäßig geringe Eigenkapitalquote aufweisen. Im Zuge der Basel II-Regelungen spielt die Eigenkapitalquote jedoch eine wichtige Rolle für die Kreditwürdigkeit von Unternehmen. Daher führen viele Autoren den Rückgang des Beitrags von Krediten an der Investitionsfinanzierung auf die verschärfte Kreditvergabepolitik der Banken zurück. Zu kritischen Einschätzungen von Basel II vgl. z.B. Buchholz (2006), Fröhlich/Huffschild (2004), Borio (2003) und Amato/Furfine (2003). Die in Abbildung 28 zu erkennende Substituierung von Bankenkrediten durch Unternehmensanleihen dürfte im Wesentlichen auf die veränderten Finanzierungsstrukturen großer Unternehmen zurück zu führen sein. Gleichzeitig könnte die hohe Innenfinanzierungsquote den Versuch insbesondere kleiner Kapitalgesellschaften widerspiegeln, ihre Eigenkapitalquote graduell zu erhöhen.

gernden Effekten von *Shareholder Value*-Orientierung.⁵² Gleichzeitig äußert sie aber auch Sorgen im Hinblick auf mögliche investitionshemmende Wirkungen von Aktienrückkäufen. Im Einklang mit unseren vorangegangenen Überlegungen wird darauf hingewiesen, dass der „Kausalzusammenhang zwischen Investitionen und Aktienrückkäufen in beide Richtungen bestehen kann“ (EZB, 2007a, S. 111). In jedem Fall aber können Aktienrückkäufe im Sinne des oben beschriebenen Phänomens „Profite ohne Investitionen“ als Ausfluss von „zeitweilig hohen Cashflows bei gleichzeitiger Unsicherheit der Investitionsmöglichkeiten“ (EZB, 2007a, S. 120) verstanden werden. Überdies „wurden Aktienrückkäufe von einigen Unternehmen wohl auch dazu genutzt, um sich angesichts immer umfangreicherer Übernahmeangebote und LBOs vor dem Risiko feindlicher Übernahmen zu schützen“ (EZB, 2007a, S. 120).⁵³ LBOs (*Leveraged Buyouts*) sind weitgehend schuldenfinanzierte Unternehmensaufkäufe, welche von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften selbst sowie zunehmend auch von hierauf spezialisierten *Private Equity*-Gesellschaften durchgeführt werden, welche einen hohen Anteil an der Kreditexpansion der vergangenen Jahre hatten.⁵⁴

Hinsichtlich der Entwicklung der Unternehmensverschuldung hat die Europäische Zentralbank jüngst die Entwicklung der Schuldenquote der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im gesamten Euroraum analysiert (EZB, 2007b, S. 56 ff.). Wie in den USA (vgl. Abbildung 12) zeigt sich hier seit einigen Jahren ein steigender Trend. Interessant ist hierbei, dass die nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften in den letzten Jahren ihre Kreditnachfrage zur Finanzierung von Fusionen, Übernahmen und Unternehmensum-

⁵² „Des Weiteren besteht laut der ‚Free-Cashflow-Hypothese‘ ein Agency-Problem zwischen der Unternehmensleitung und den Anteilseignern bezüglich der Verteilung des vom Unternehmen erwirtschafteten freien Cashflow. Durch eine hohe Ausschüttungsquote können die Aktionäre das Management davon abhalten, Investitionen mit negativen Nettobarwerten vorzunehmen“ (EZB, 2007a, S. 112 f.). Vgl. hierzu allerdings die in Abschnitt 2 zitierten Studien von Graham/Harvey/Rajgopal (2005) und Cheng/Subramanyam/Zhang (2005), welche für US-amerikanische Unternehmen nachweisen, dass im Zuge der *Shareholder Value*-Orientierung systematisch auch Investitionen mit „sehr hohem Nettobarwert“ zugunsten kurzfristig positiver Finanzmarktkennzahlen unterlassen werden.

⁵³ Vgl. auch EZB (2007b, S. 55 f.): „Die nach wie vor gedämpfte Zunahme der Aktienemission hing möglicherweise mit den anhaltend hohen Kosten der Begebung von Aktien sowie dem hohen Niveau der Aktienrückkäufe, der robusten Ertragslage der Unternehmen und der großen Zahl von – insbesondere fremdkapitalfinanzierten – Firmenübernahmen durch nicht börsennotierte Investoren zusammen.“

⁵⁴ Vgl. EZB (2007b, S. 55): „Im zweiten Quartal 2007 war die Wachstumsrate der von nichtmonetären finanziellen Kapitalgesellschaften (einschließlich Zweckgesellschaften) begebenen Schuldverschreibungen weiter hoch (rund 27,4 % im Juni nach 29,7 % im März). Die starke Emissionstätigkeit dürfte unter anderem eng mit Finanzierungsgesellschaften in Verbindung stehen, die direkt von großen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften gegründet wurden. In erster Linie ist sie wahrscheinlich jedoch sowohl auf die Verbriefungsgeschäfte von Banken und Private-Equity-Fonds als auch auf die außerbilanziellen Geschäfte der Banken zurückzuführen.“ Kamp/Krieger (2005), Böttger (2006) und Voth (2007) bieten einen Überblick über die Anlagestrategien von *Private Equity*-Fonds.

strukturierungen stärker ausgedehnt haben als ihre Kreditnachfrage zur Finanzierung von realen Anlage- und Vorratsinvestitionen (EZB, 2007b, S. 56, Abb. 31). Die Unternehmen nutzen also für den Erwerb von Finanzanlagen nicht nur interne Finanzierungsmittel, sondern verschulden sich hierzu zusätzlich in steigendem Maße bei Banken, wobei „die treibenden Kräfte hinter der dynamischen Gesamtentwicklung der Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften im ersten Quartal 2007 [...] Anlagen in Anteilsrechten (waren)“ (EZB, 2007b, S. 56).

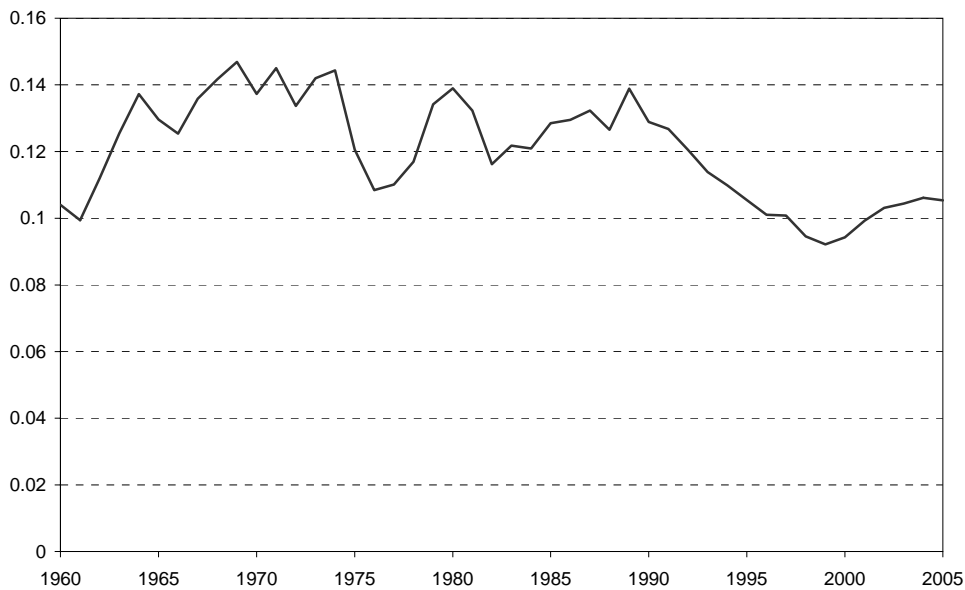
Die vorangehend skizzierten Entwicklungen sind noch sehr jung, und es erschiene verfrüht, hierin bleibende strukturelle Veränderungen des Finanzsystems und des privaten Investitionsverhaltens in Deutschland zu sehen. So kann die Investitions- und Wachstumsschwäche der letzten Jahre vielfältige andere Gründe als veränderte Finanzierungsbedingungen haben, z.B. einen wenig wachstumsfreundlichen makroökonomischen Policy-Mix (vgl. z.B. Hein/Truger, 2005, 2007). Wie oben erörtert, können verstärkte Finanzinvestitionen durch Unternehmen auch lediglich eine Reaktion auf die Binnennachfrageschwäche und die fehlenden realwirtschaftlichen Investitionsmöglichkeiten darstellen. Jedenfalls ist aufgrund unterschiedlicher gesamtwirtschaftlicher Rahmenbedingungen davon auszugehen, dass eine weitere Annäherung deutscher Unternehmen an das Finanzierungsverhalten US-amerikanischer Unternehmen ganz andere makroökonomische Effekte haben könnte, als sie oben für die USA diskutiert wurden. Um zu einer genaueren Einschätzung zu gelangen, sind daher, analog zur Vorgehensweise für die USA im vorhergehenden Abschnitt, die Entwicklungen des privaten Konsums, des Staatshaushaltes, der Leistungsbilanz sowie mögliche Effekte der „Finanzialisierung“ hierauf zu thematisieren.

4.3. „Finanzialisierung“ und privater Konsum

Im diesem Abschnitt ist zunächst zu untersuchen, warum die in den letzten Jahren deutlich zunehmende *Shareholder Value*-Orientierung in Deutschland anders als in den USA nicht zu einer vergleichbaren Kompensation der privaten Investitionsschwäche durch einen Anstieg des privaten Konsums geführt hat. Abbildung 29 zeigt, dass die privaten Haushalte in Deutschland im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen deutlich mehr sparen als in den USA. Nachdem die Sparquote der privaten Haushalte seit Mitte

der 1960er Jahre lange Zeit auf nahezu konstantem Niveau bei ca. 12-14% gelegen hatte, stieg die Konsumneigung in den 1990er Jahren kurzzeitig an. In den letzten Jahren, als die amerikanischen Haushalte im Durchschnitt negative Ersparnisse aufwiesen, haben die deutschen Haushalte ihre Sparquote jedoch im Durchschnitt wieder erhöht.

Abbildung 29: Ersparnis der privaten Haushalte als Anteil am verfügbaren Einkommen, Deutschland, seit 1960

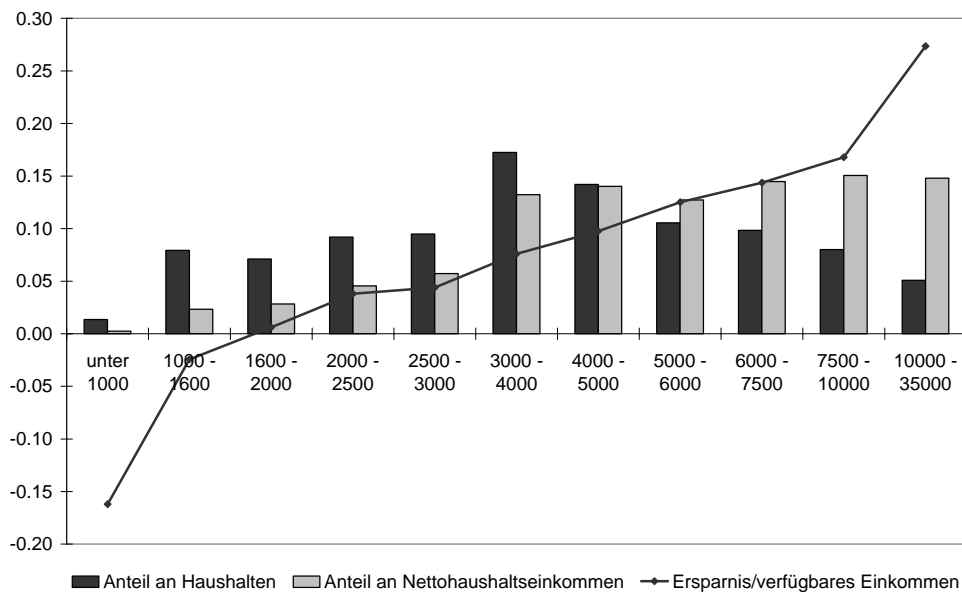


Quelle: OECD, Economic Outlook No. 80.

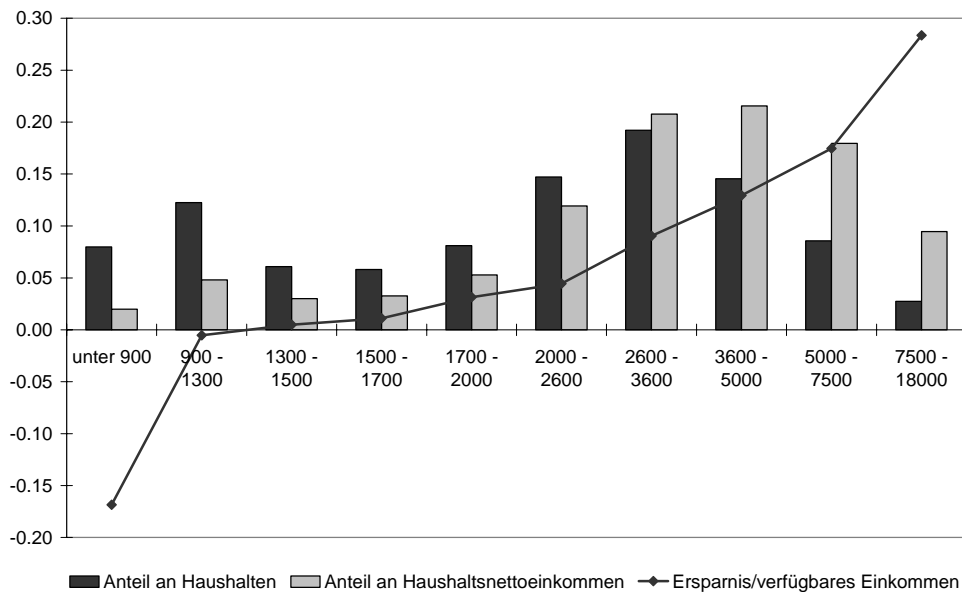
Das im Vergleich zu den USA hohe Niveau der privaten Haushaltssparquote ist vor allem auf das Sparverhalten der reichen Haushalte in Deutschland zurückzuführen. Während in den USA das reichste Einkommensfünftel seine Sparquote zwischen 1992 und 2000 von über 8% auf unter -2% senkte (vgl. Tabelle 2), lag die Sparquote der einkommensstärksten und vermögenden deutschen Haushalte in der jüngeren Vergangenheit auf einem deutlich höheren Niveau und ließ keine Tendenz nach unten erkennen (vgl. Abbildung 30). In den unteren Einkommensgruppen ist die Ersparnisbildung hingegen auch in Deutschland regelmäßig negativ, und auch in den mittleren Einkommensgruppen ist sie eher schwach.

Abbildung 30: Sparquoten nach Einkommensgruppen, Deutschland, 1993 und 2003

a) 1993 (in DM)



b) 2003 (in Euro)

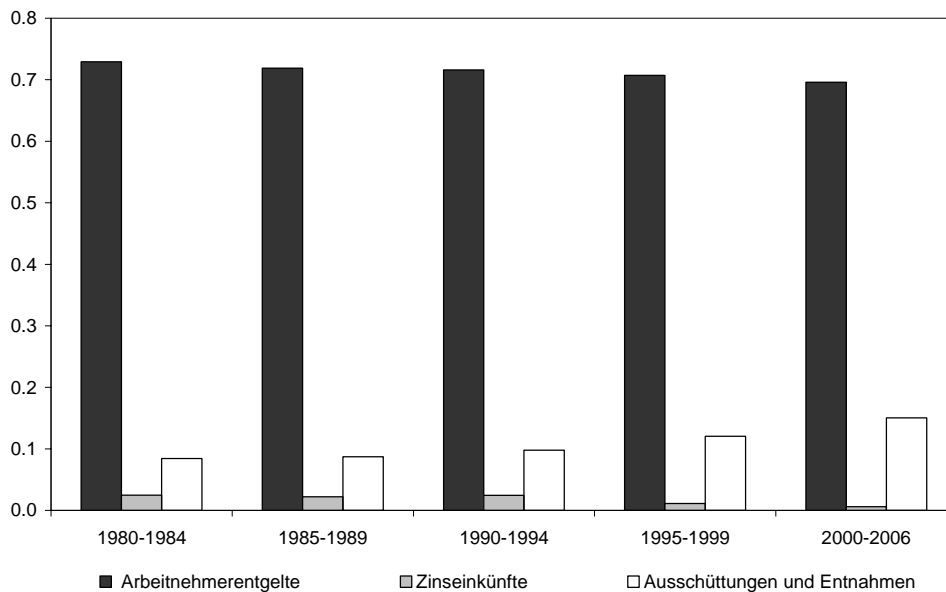


Quelle: Statistisches Bundesamt, EVS 1993 und 2003; eigene Berechnungen.

Abbildung 31 zeigt die Entwicklung verschiedener Komponenten der privaten Haushaltseinkommen. Die Abbildung spiegelt erneut den kontinuierlichen, und im Vergleich zu den USA noch stärkeren, Rückgang der Lohnquote seit den frühen 1980er Jahren wider und lässt die zunehmende Bedeutung von Gewinnausschüttungen und -

entnahmen für die privaten Haushaltseinkommen erkennen. Im Vergleich zu den einkommensstarken Haushalten in den USA scheinen die reichen Haushalte in Deutschland diese zusätzlichen Einkommen jedoch nur in geringem Maße für Konsumzwecke verwendet zu haben.

Abbildung 31: Verschiedene Bestandteile des Bruttoeinkommens der privaten Haushalte, Deutschland, seit 1980



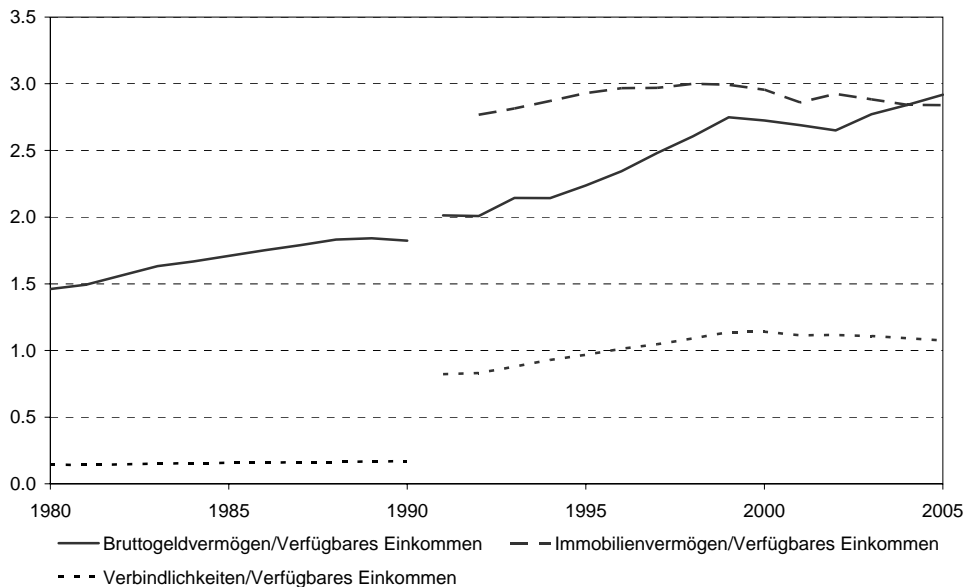
Quelle: Statistisches Bundesamt, VGR; eigene Berechnungen.

Die seit den frühen 1980er Jahren geradezu abstürzende Sparquote der privaten Haushalte in den USA wird, wie in Abschnitt 3.3 gesehen, häufig u.a. auf einen positiven Vermögenseffekt zurück geführt. Abbildung 32 zeigt, dass es auch in Deutschland seit 1980 zu einem deutlichen Anstieg des Verhältnisses von privatem Nettovermögen zu verfügbarem Einkommen gekommen ist. In beiden Ländern lag der Vermögensquotient zuletzt bei ca. 5:1 (vgl. Abbildungen 17 und 32).⁵⁵ Dabei ist die Vermögensverteilung in

⁵⁵ Hier werden lediglich Geld- und Immobilienvermögen berücksichtigt, auf welche in Deutschland 2004 jeweils ca. 41% des gesamten Bruttovermögens der privaten Haushalte entfielen (vgl. SVR, 2007, S. 202). In den USA ist der Anteil des Geldvermögens höher (vgl. Abschnitt 3.3). Allerdings dürfte in Deutschland der Vermögensquotient für die privaten Haushalte unter dem aus Abbildung 32 ableitbaren Wert liegen, da die Zeitreihen in Abbildung 32 seit 1991 auch Personenunternehmen als Teil des privaten Haushaltssektors beinhalten, was die Verschuldung (und in geringerem Umfang die Vermögen) dieses Sektors höher ausfallen lässt.

beiden Ländern sehr ungleich. In Deutschland entfallen nach Berechnungen des ZEW (Westerheide/Ammermüller/Weber, 2005) auf Grundlage von Daten der Einkommens- und Verbrauchsstichprobe 2003 des Statistischen Bundesamtes auf das reichste Einkommensfünftel 67,5% des Nettogesamtvermögens und 70,8% des gesamten Nettogeldvermögens.⁵⁶ In den USA hielt das reichste Einkommensfünftel in den 1990er Jahren nach Daten des Survey of Consumer Finances über 60% des gesamten privaten Bruttovermögens und knapp über 50% der gesamten Verbindlichkeiten sowie ca. 80% des gesamten (direkten und indirekten) Aktienbesitzes (siehe Abschnitt 3.3).

Abbildung 32: Vermögen und Verschuldung der privaten Haushalte im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen, Deutschland, seit 1980



Anmerkungen: ab 1991 inklusive Einzelkaufleute und Selbständige.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Finanzierungsrechnung; Statistisches Bundesamt, VGR; eigene Berechnungen.

Nichtsdestoweniger bestehen hinsichtlich der Nettovermögensentwicklung einige gravierende Unterschiede zwischen den beiden Ländern: Zum einen lässt sich für Deutschland mit Ausnahme der 1990er Jahre kein genereller Anstieg des Verhältnisses von

⁵⁶ Je nach Verfahren bei der Imputation fehlender Werte ergeben sich leichte Abweichungen von den o.g. Werten.

Verbindlichkeiten zu verfügbarem Einkommen feststellen. In den USA hingegen schlägt sich der konsumfördernde Effekt steigender privater Bruttovermögen in einer kräftigen Zunahme der privaten Verschuldung nieder. Immobilien- und Geldvermögen dienen dort, erleichtert durch die Deregulierung im Kreditvergabegeschäft, in großem Maße der Besicherung von Hypotheken- und Konsumentenkrediten. In Deutschland ist zwar das private Bruttovermögen seit den frühen 1980er Jahren kontinuierlich gestiegen, dies scheint sich jedoch nur in geringem Maße (und allenfalls während der 1990er Jahre) positiv auf den privaten Konsum ausgewirkt zu haben.⁵⁷ So kommen ökonomische Untersuchungen für Deutschland regelmäßig zu im Vergleich zu den USA weniger signifikanten und niedrigeren Werten für die Konsumneigung aus Vermögen.⁵⁸

Eine zweite Besonderheit ist hinsichtlich Deutschlands darin zu erkennen, dass sich das Immobilienvermögen während der letzten 15 Jahre nur sehr schleppend entwickelt hat. Demgegenüber hat in den USA, wie oben gesehen, der (staatlich geförderte) Immobilienpreisboom der jüngsten Vergangenheit nach dem Einbruch der Aktienkurse im Jahr 2000 einen weiteren (kreditfinanzierten) Rückgang der privaten Sparquote ermöglicht. Einen solchen Immobilienpreisboom hat es in Deutschland, im Unterschied zu vielen anderen Industrieländern, nicht gegeben. Hier ist das reale Immobilienpreisniveau seit längerer Zeit sogar leicht rückläufig (Klär/Slacazek, 2006).

Die Deutsche Bundesbank kommt in verschiedenen Monatsberichten zu ähnlichen Schlussfolgerungen. Im Hinblick auf die im internationalen Vergleich schwache Kreditnachfrage der privaten Haushalte in Deutschland wurde jüngst angemerkt:

„Sehr viel expansiver war diese Entwicklung allerdings in einigen anderen EWU-Staaten und auch in Großbritannien sowie in den USA. In allen diesen Ländern war die starke Expansion der privaten Verschuldung durch ein hohes Wachstum der Wohnungsbaukredite bedingt. Dahinter steht die vielerorts sehr rege Nachfrage nach Immobilien, die auch mit einem dynamischen Anstieg der Immobilienpreise einherging. [...]

⁵⁷ Trotz der bei aggregierter Betrachtung relativ geringen privaten Verschuldung in Deutschland stellt sich für eine zunehmende Anzahl von einkommensschwachen Haushalten in der Folge ihrer anhaltend negativen Sparquoten (vgl. Abbildung 30) eine immer schwerwiegendere Verschuldungsproblematik (vgl. Schuldenreport 2006). Möglicherweise liegt hierin, analog zu den USA (vgl. Boushy/Weller 2006) insofern auch eine Folge der „Finanzialisierung“, als zunehmend auch einkommensschwache Haushalte Zugang zu Kreditkarten und Konsumentenkrediten erhalten. Dieser Effekt wird jedoch makroökonomisch überkompensiert durch die hohe Sparquote der einkommensstärkeren Haushalte.

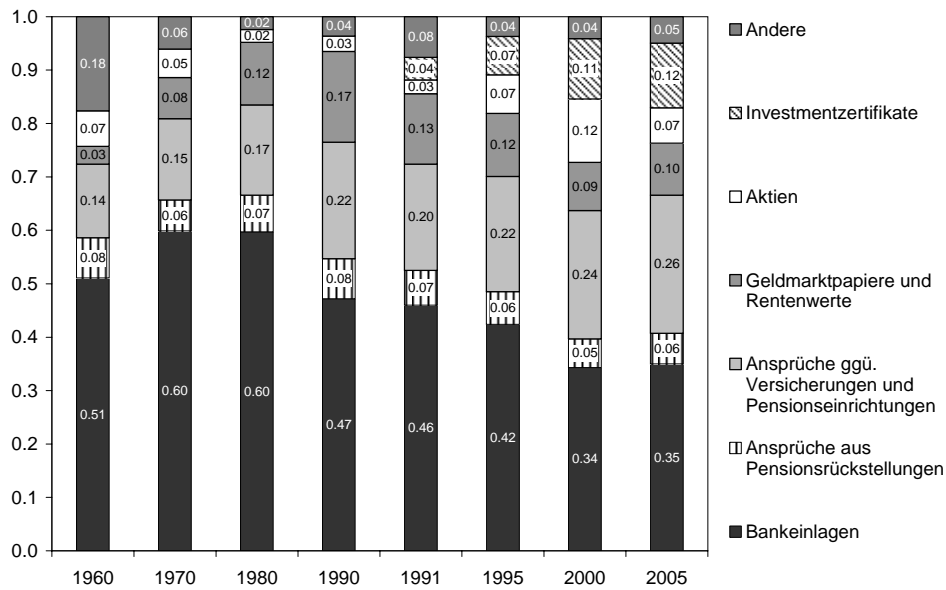
⁵⁸ Vgl. z.B. Boone/Giorno/Richardson (1998), Ludwig/Slok (2002), Dreger/Slacalek (2007).

Verbraucherkredite spielten insbesondere bei den britischen und US-amerikanischen Haushalten mit etwa einem Fünftel aller ausstehenden Verbindlichkeiten eine wichtige Rolle.“ (Deutsche Bundesbank, 2007, S. 26 f.)

Gleichzeitig habe in Deutschland die „seit einigen Jahren zu beobachtende Veränderung der personellen Einkommensverteilung zu einer tendenziell höheren Sparquote auf aggregierter Ebene [geführt]“ (Deutsche Bundesbank, 2005, S. 26).

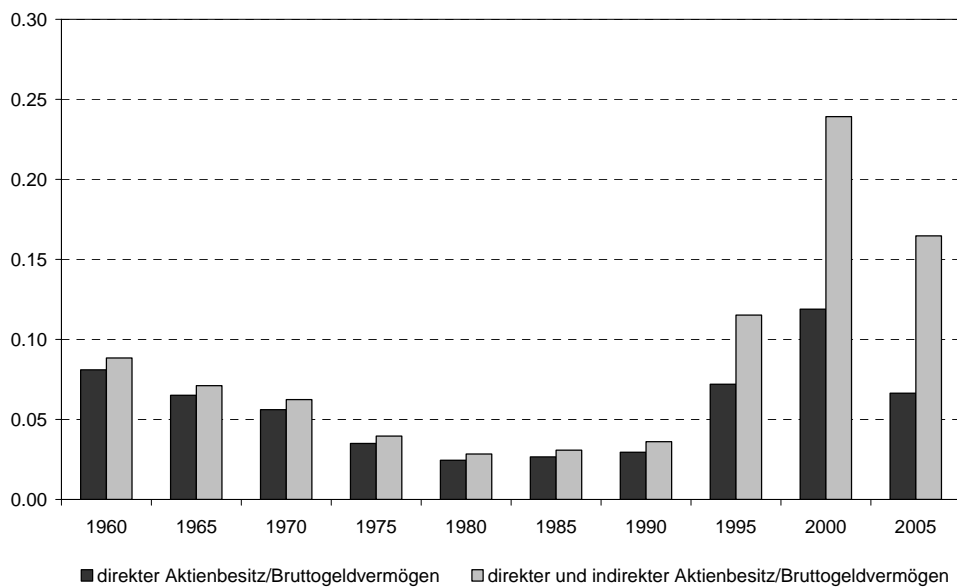
Der Anstieg des Vermögensquotienten in den USA ist angesichts der geringen Spartätigkeit allein damit zu erklären, dass die US-amerikanischen Haushalte in großem Umfang von Bewertungseffekten im Zuge von Aktienkurs- und Immobilienpreissteigerungen profitieren konnten. Demgegenüber kommt die Deutsche Bundesbank für Deutschland für das Jahr 2006 zu dem Ergebnis, dass der „recht beträchtliche Zuwachs (des Geldvermögens) überwiegend aus dem laufenden Sparprozess (resultierte); zwei Fünftel gingen jedoch auf Bewertungsgewinne insbesondere bei Aktien- und Fondsanlagen zurück, deren Anteil am Portfolio zusammen genommen zuletzt rund 20% betrug“ (Deutsche Bundesbank, 2007, S. 26). Wie aus der Gegenüberstellung von Abbildungen 15 und 33 zu erkennen, ist der direkte Aktienbesitz US-amerikanischer Haushalte als Anteil an ihrem gesamten Geldvermögen mehr als doppelt so groß wie derjenige der deutschen Haushalte. Zwar ist der Anteil von klassischen Bankeinlagen auch in Deutschland seit Anfang der 1980er Jahre kontinuierlich zugunsten von marktfähigen Wertpapieren und Beteiligungen bei Fonds und Versicherungen zurückgegangen. Dennoch spielen Aktien (und somit positive Vermögenseffekte durch Aktienkurssteigerungen) im Vergleich zu den USA noch immer eine sehr untergeordnete Rolle (vgl. auch Abbildung 34). Diese Schlussfolgerung gewinnt dadurch zusätzlich an Gewicht, dass das Aktienvermögen in Deutschland nicht nur sehr ungleich verteilt ist (wie in den USA), sondern dass (anders als in den USA) nur ein sehr geringer Anteil der Bevölkerung überhaupt im Besitz von Aktien ist. In den USA hielten im Jahr 2000 etwa 50% der erwachsenen Bevölkerung Aktien, in Deutschland nur 10%. Im gleichen Jahr hatten etwa 68% der US-amerikanischen Haushalte Immobilienvermögen, aber nur ca. 41% der deutschen (EU-Durchschnitt: ca. 61%) (vgl. Ludwig/Slok, 2002, S.10).

Abbildung 33: Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte, Deutschland, seit 1960



Quelle: Deutsche Bundesbank, Finanzierungsrechnung; eigene Berechnungen.

Abbildung 34: Anteil des direkten und indirekten Aktienbesitzes der privaten Haushalte am Bruttogeldvermögen, Deutschland, seit 1960



Quelle: Deutsche Bundesbank; eigene Berechnungen und Schätzungen.

Im Ergebnis ist vom privaten Konsum im Hinblick auf die makroökonomische Gewinn- und Wachstumsentwicklung in der jüngeren Vergangenheit keine bzw. eine deutlich schwächere expansive Wirkung ausgegangen, als dies in den USA der Fall war. Während der 1990er Jahre hat zwar die kurzzeitig gestiegene Konsumneigung der privaten Haushalte im Sinne von Gleichung 4 aus Abschnitt 2.3 zu dem Phänomen „Profite ohne Investitionen“ beigetragen. Allerdings scheint diese temporäre Entwicklung nur in geringem Maße auf „Finanzialisierungstendenzen“ zurückzuführen zu sein, wie sie im Abschnitt 3.3 für die USA ausgemacht wurden. Zwar bleibt abzuwarten, wie sich die langsam zunehmende Bedeutung von Aktien für die privaten Haushaltsportfolios künftig auf den Zusammenhang von Aktienkurssteigerungen und Konsum auswirken wird. Angesichts der in den letzten Jahren drastischen personellen Einkommensumverteilung zugunsten der reichsten Haushalte und deren tendenziell steigender Sparquote scheint hier jedoch derzeit keine Trendwende bevorzustehen (vgl. auch Klär/Slacalek 2006).

4.4. „Finanzialisierung“ und staatliche Haushaltspolitik

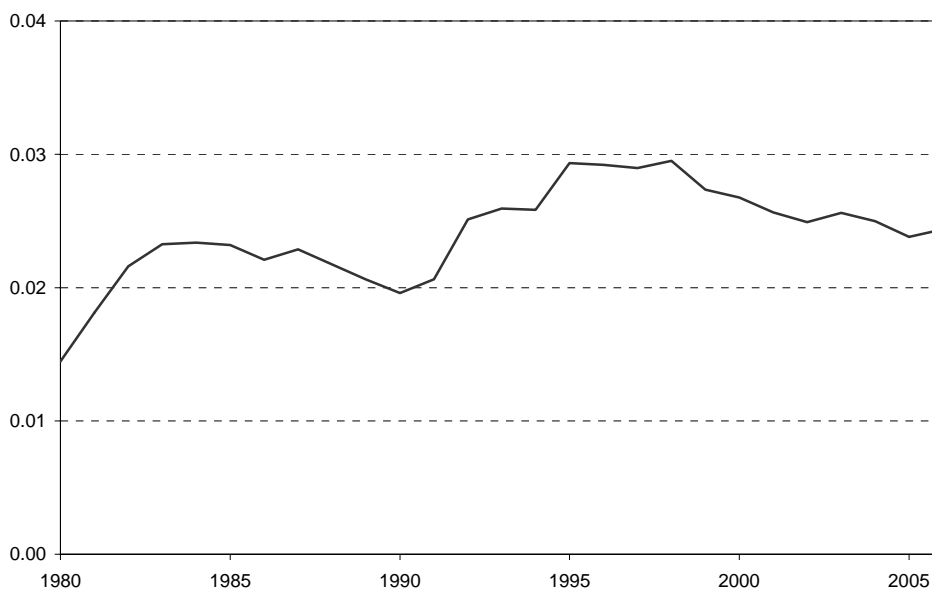
Für den Zusammenhang von „Finanzialisierung“ und öffentlichem Haushaltsdefizit gelten für Deutschland ähnliche Erwägungen, wie sie in Abschnitt 3.4 für die USA ange stellt wurden.

In Deutschland hat sich der Finanzierungssaldo sowohl der privaten Haushalte als auch des Unternehmenssektors während der letzten Jahrzehnte gegenüber den 1960er Jahren deutlich verbessert (bei einigen Ausnahmen, insbesondere während der 1990er Jahre, vgl. Abbildung 22). Kreislauftheoretisch muss dieser Entwicklung die Verschlechterung der Finanzierungssalden anderer Sektoren gegenüberstehen. In Deutschland schlägt sich die schwache private binnenwirtschaftliche Nachfrage in einem dauerhaften staatlichen Defizit sowie in gewöhnlich noch stärkerem Umfang in Leistungsbilanzüberschüssen und damit Kapitalexporten in das Ausland nieder. Negative Finanzierungssalden des Staates und die damit verbundene Staatsverschuldung sind dabei nicht notwendigerweise Ausdruck einer aktiv stabilisierenden Nachfragepolitik, sondern können sich makroökonomisch auch aus den Versuchen einer Haushaltskonsolidierung durch Ausgabenbeschränkungen in einer ökonomischen Schwächephase ergeben. Dieses war in Deutsch-

land insbesondere nach dem Wachstumseinbruch 2000/01 der Fall (vgl. Hein/Truger 2007).

Leistungsbilanzüberschüsse und Defizite der öffentlichen Haushalte stützen nach Maßgabe von Gleichung 4 aus Abschnitt 2.3 die makroökonomischen Profite und die aggregierte Nachfrage, sie treiben aber zugleich tendenziell den Übergang von einer „Investorgesellschaft“ zur „Rentiergesellschaft“ voran (vgl. die Argumentation in Abschnitt 3.4). Abbildung 35 zeigt dies anhand des langfristig steigenden Trends der staatlichen Nettozinszahlungen im Verhältnis zum BIP seit 1980. Für diese Entwicklung ist neben den staatlichen Finanzierungssalden natürlich auch die Entwicklung der Zinssätze sowie die des nominalen BIPs verantwortlich. Sie ist daher nicht zwangsläufig und kann bei niedrigen Zinssätzen und hohem BIP-Wachstum vermieden werden (vgl. z.B. Domar 1944, Filc/Klär 2003).

Abbildung 35: Netto-Zinszahlungen des Staates im Verhältnis zum nominalen BIP, Deutschland, seit 1980



Quelle: Statistisches Bundesamt, VGR; eigene Berechnungen.

4.5. „Finanzialisierung“ und Leistungsbilanz

Wie in Tabelle 3 in Abschnitt 3.5 angedeutet, ist die außenwirtschaftliche Situation Deutschlands gänzlich verschieden von der US-amerikanischen. In den USA erforderte der seit Anfang der 1980er Jahre anhaltende Konsumboom der privaten Haushalte (sowie die kurzzeitige Revitalisierung der Investitionsnachfrage während des „*New Economy*“-Booms) bei gleichzeitig regelmäßigen öffentlichen Haushaltsdefiziten immer umfangreichere Kapitalimporte aus dem Ausland. Im Gegensatz dazu hat Deutschland im gleichen Zeitraum systematisch (mit Ausnahme der 1990er Jahre) und zuletzt in deutlich steigendem Ausmaß Kapital exportiert. Denn die positiven Nettoersparnisse der privaten Haushalte und zuletzt auch der Unternehmen wurden nicht vollständig durch das öffentliche Haushaltsdefizit absorbiert.

Die Finanzierungssalden der drei großen volkswirtschaftlichen Sektoren sind interdependent (vgl. Gleichung 5), und eindeutige Kausalitätsrichtungen sind jeweils schwer auszumachen. Im Hinblick auf die hier untersuchte Fragestellung kann jedoch gefolgert werden, dass die mit ersten „Finanzialisierungstendenzen“ einhergehende Abschwächung der Investitionstätigkeit sowie die ausbleibende konsumfördernde Wirkung steigender Finanzvermögen in Deutschland vor allem in der jüngsten Vergangenheit zusammen mit einer restriktiven makroökonomischen Politik eine anhaltende binnenwirtschaftliche Nachfrageschwäche verursacht oder zumindest verstärkt haben. Dies allein verbessert tendenziell den Leistungsbilanzsaldo. Zugleich hat die in Deutschland im Vergleich zu den meisten anderen Industrieländern sehr schwache Lohnentwicklung und die deutliche funktionale Einkommensumverteilung (vgl. Abbildung 23) in der Vergangenheit zu einer graduellen Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit des exportorientierten Unternehmenssektors geführt, wodurch der Leistungsbilanzsaldo zusätzlich verbessert wurde. Auch hier dürfte der exakte Beitrag von „Finanzialisierung“ schwer zu quantifizieren sein. Die Vermutung, dass eine zunehmende *Shareholder Value*-Orientierung auch in Deutschland tendenziell dämpfend auf das Lohnwachstum gewirkt hat, erscheint jedoch theoretisch und empirisch durchaus fundiert (vgl. Abschnitte 3.1.2 und 4.1.2).

Der systematische Kapitalexport der letzten Jahre impliziert, dass von Deutschland aus vermehrt Finanzinvestitionen im Ausland getätigt wurden. Vor diesem Hintergrund kann auch die massive Beteiligung deutscher Banken an der Finanzierung US-

amerikanischer Hypothekenkredite während der vergangenen Jahre verstanden werden: Während in Deutschland die Anlagemöglichkeiten angesichts der binnenwirtschaftlichen Wachstumsschwäche begrenzt waren, boten sich in Ländern mit kräftigerer Binnennachfrage und noch stärker deregulierten Finanzmärkten wie den USA eine Vielzahl scheinbar lukrativer Anlageoptionen. Hieraus folgt dann eine verstärkte Abhängigkeit der Finanzmarktentwicklung in Deutschland von derjenigen in den USA, wie die aktuellen Turbulenzen im deutschen Finanzdienstleistungssektor als Folge der Hypothekenkrise in den USA haben deutlich werden lassen.

4.6. Zusammenfassung Deutschland

In Deutschland ist „Finanzialisierung“ ein noch sehr junges Phänomen, welches erst seit Mitte/Ende der 1990er Jahre zunehmend an Bedeutung gewinnt. In dieser Zeit wurden die gesetzlichen Voraussetzungen für eine systematische Verbreitung von *Shareholder Value*-Orientierung im Unternehmenssektor geschaffen.

Seit Mitte der 1990er Jahre hat sich die Investitionstätigkeit der Unternehmen im Trend deutlich abgeschwächt. *Shareholder Value*-Orientierung könnte diesen Prozess mit verursacht haben bzw. scheint ihn zumindest zu verstärken. Ein für den Unternehmenssektor neues Phänomen sind die in den letzten Jahren zunehmenden Aktienrückkäufe, welche die für die Finanzierung von physischen Investitionen zur Verfügung stehenden Mittel reduziert haben. Insgesamt ist die Innenfinanzierungsquote deutscher Unternehmen in der jüngeren Vergangenheit gestiegen. Von Kapitalmangel kann – in aggregierter Betrachtungsweise – angesichts der im Vergleich zu den Investitionsausgaben positiven Gewinnentwicklung keine Rede sein.

Der Rückgang der Investitionsdynamik wird im Hinblick auf die Gewinn- und Wachstumsentwicklung anders als in den USA nicht durch einen Anstieg der privaten Konsumnachfrage kompensiert. Im Gegenteil, die kräftige Umverteilung zugunsten der einkommensstarken und vermögenden Haushalten kann – zusammen mit der Verunsicherung durch die Politik der strukturellen Reformen auf dem Arbeitsmarkt und bei den sozialen Sicherungssystemen (Agenda 2010, Hartz-Gesetze, Erhöhung des Renteneintrittsalters für die gesetzliche Rentenversicherung, etc.) – als ursächlich für den leichten

Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte während der letzten Jahre ausgemacht werden. In Deutschland hat „Finanzialisierung“ so bisher nicht zu einem vermögenspreisbasierten und kreditfinanzierten Konsumboom geführt.

Makroökonomische Gewinne und konjunkturelle Dynamik hingen in Deutschland in der jüngeren Vergangenheit insbesondere an der positiven Entwicklung des Leistungsbilanzüberschusses. Diese beruhen zu einem wesentlichen Teil auf einer schwachen Entwicklung der Lohnstückkosten und der deutlichen Umverteilung zulasten der Arbeitseinkommen. Gleichzeitig wurde die Gewinnsituation der Unternehmen durch ein nahezu permanentes öffentliches Budgetdefizit gestützt. Trotz Leistungsbilanzüberschuss und staatlichem Haushaltsdefizit waren die Gewinnentwicklung sowie die konjunkturelle Dynamik in Deutschland angesichts der schwachen privaten Konsumnachfrage in der jüngeren Vergangenheit jedoch deutlich schwächer als in den USA.

Angesichts der schwachen binnenwirtschaftlichen Wachstumsdynamik suchen in Deutschland angesiedelte Finanzdienstleister zunehmend neue Betätigungsfelder im Ausland. In Ländern mit kräftigerer Binnennachfrage und deregulierten Finanzmärkten ergeben sich zwar potenziell rentablere Anlagemöglichkeiten, es nimmt jedoch auch die Abhängigkeit gegenüber der Finanzmarkt- und Konjunkturerwicklung im Ausland zu. Die Beteiligung deutscher Finanzdienstleister an der Spekulation mit US-amerikanischen Hypothekenkrediten kann in diesem Sinne verstanden werden.

5. Fazit: Chancen und Risiken der „Finanzialisierung“

In den USA sind „Finanzialisierung“ und *Shareholder Value*-Orientierung während der letzten zweieinhalb Jahrzehnte mit einer tendenziellen Abschwächung der Investitionstätigkeit bei gleichzeitig kräftiger Entwicklung des privaten Konsums einhergegangen. Unternehmen haben in zunehmendem Maße Gewinne an die privaten Haushalte ausgeschüttet, anstatt sie, wie in früheren Jahrzehnten, in investive Verwendungen zurückzuführen. Die Profiteure von vermehrten Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufen haben ihre Sparquote auf der Grundlage der notionalen Vermögenseffekte eines Aktien- und dann Immobilienbooms drastisch vermindert. Im Ergebnis zeigten sich eine trotz schwacher Investitionstätigkeit relativ robuste gesamtwirtschaftliche Dynamik sowie eine positive Entwicklung der Unternehmensgewinne. Der starke Nachfrageimpuls durch den privaten Konsum scheint auch – neben den euphorischen Erwartungen eines neuen Technologie-Zeitalters – den kurzzeitigen Anstieg der privaten Investitionsneigung während des „*New Economy*“-Booms mit befördert zu haben.

Allerdings kann aus verschiedenen Gründen bezweifelt werden, dass die sehr stark vom privaten Konsum getragene makroökonomische Entwicklung in den USA als Vorbild für Deutschland herangezogen werden kann oder sollte. Zum einen ist der Konsumboom der jüngeren Vergangenheit weitgehend auf das veränderte Sparverhalten der reichsten Haushalte zurückzuführen, während sich die Einkommensungleichheit massiv verstärkt hat. Der Immobilienpreisboom der letzten Jahre ermöglichte zwar verstärkt auch einkommensschwachen Haushalten zunehmende Konsummöglichkeiten trotz stagnierender Einkommen, allerdings häufig um den Preis der latenten Überschuldung. Hierin liegt zum einen ein gesellschaftspolitisches Problem.

Zum anderen hat der andauernde Absturz der privaten Sparquote im Zusammenhang mit dem Phänomen „Profite ohne Investitionen“ erhebliche Gefahren für die längerfristige gesamtwirtschaftliche Entwicklung entstehen lassen. Die hohe Verschuldung der privaten Haushalte sowie die hohe Auslandsverschuldung sind mit erheblicher Fragilität des nationalen und internationalen Finanzsystems verbunden. Dem Abbau des Leistungsbilanzdefizits steht zudem eine gewisse Deindustrialisierung der US-amerikanischen Volkswirtschaft entgegen, nachdem viele Unternehmen ihre Tätigkeiten zunehmend auf den Finanzsektor verlagert haben.

In Deutschland sind die Wirkungen der „Finanzialisierung“ bislang weitaus weniger deutlich zu Tage getreten. Auch hier ist es in den frühen 1980er Jahren ansatzweise und nach dem Wiedervereinigungsboom erneut zu einer tendenziellen Abschwächung der privaten Investitionstätigkeit gekommen, wobei wohl nur letztere durch „Finanzialisierungstendenzen“ und *Shareholder Value*-Orientierung mit verursacht oder zumindest verstärkt wurde. Allerdings stand die unverändert hohe Sparquote der einkommensstarken und vermögenden Haushalte – zusammen mit einem deutlich restriktiverem makroökonomischen Politik-Mix – bisher einem nachhaltigen Anstieg der Konsumnachfrage im Wege. Somit ist in Deutschland seit einiger Zeit die wirtschaftliche Dynamik weitaus schwächer als in den USA. Eine Auseinanderentwicklung von Profiten und Investitionen in Deutschland wird durch öffentliche Haushaltsdefizite und durch Leistungsbilanzüberschüsse ermöglicht.

Die aktuellen, von der Krise am US-amerikanischen Immobilienmarkt ausgelösten Turbulenzen auf den internationalen Finanzmärkten verdeutlichen die Gefahren eines finanzmarktzentrierten Wachstumsmodells. Obwohl sich ein solches Modell in Deutschland bisher nicht entwickelt hat, ist auch die wirtschaftliche Entwicklung hierzulande von diesen Gefahren betroffen. Die Fragilität der exportgetriebenen wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland ergibt sich dabei zum einen bei einem wirtschaftlichen Einbruch in den USA direkt über den Exportkanal, zum anderen aber auch über mögliche Ansteckungen über die internationalen Finanzmärkte.

Angesichts dieser Tendenzen ist eine wirtschaftspolitische Strategie erforderlich, die eine stärkere binnenwirtschaftlich ausgerichtete Entwicklung in Deutschland forciert. Damit würde auch eine stärkere Ausrichtung des Finanzsektors auf die langfristige Finanzierung privater Investitionen und privaten Konsums im Inland gefördert. Gleichzeitig würde hierdurch aus Sicht von Finanzdienstleistern die Notwendigkeit abgeschwächt, scheinbar lukrativere, aber häufig zweifelhafte Finanzanlageoptionen in Ländern mit stärker deregulierten Finanzsystemen zu suchen. Eine solche wirtschaftspolitische Strategie sollte deshalb eine Neuausrichtung der makroökonomischen Politik, d.h. der Geld-, Fiskal- und Lohnpolitik, im Sinne einer Stimulierung der binnenwirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland mit einer Re-regulierung des Finanzsektors im Sinne einer langfristig orientierten Finanzierung von privaten Investitionen verbinden.

Zu einer Neuausrichtung der makroökonomischen Politik⁵⁹ in Deutschland (und im Euroraum) gehört dabei erstens eine im Euroraum koordinierte Lohnentwicklung, die den Verteilungsspielraum aus mittelfristigem nationalem Produktivitätswachstum und Zielinflationrate der Europäischen Zentralbank (EZB) jeweils ausschöpft. Zweitens sollte die Fiskalpolitik die Spielräume des reformierten Stabilitäts- und Wachstumspaktes zur Stabilisierung der wirtschaftlichen Entwicklung nutzen und insbesondere die öffentlichen Investitionen deutlich erhöhen. Und drittens sollte auch die EZB immer wieder in die Pflicht genommen werden, Wachstum und Beschäftigung durch eine expansivere Geldpolitik zu fördern, wenn keine Gefährdungen für die Preisstabilität vorliegen.

Eine Re-regulierung des Finanzsektors muss die in Abschnitt 2 skizzierten Imperfektionen dieses Sektors berücksichtigen. Nur so können die beschriebenen potenziell effizienzsteigernden Wirkungen der Kapitalmarktfinanzierung ausgeschöpft und ihre gesamtwirtschaftlich unerwünschten Effekte vermindert werden. Unsere vorangehenden Überlegungen legen nahe, z.B. folgende Maßnahmen – ohne Anspruch auf Vollständigkeit – in Erwägung zu ziehen, die alle darauf abzielen, die langfristige Orientierung der Investitionsfinanzierung zu stärken:⁶⁰ eine stärkere gesetzliche Begrenzung von Aktienrückkäufen, eine Mindesthaltedauer von Aktienoptionen für Manager, die Begrenzung der Schuldenfinanzierung bei Aktienaufkäufen, die Koppelung der Einflussnahme von Aktionären auf die Unternehmenspolitik an die Haltedauer von Aktien, die Wiedereinführung einer Börsenumsatzsteuer, die Rücknahme der Steuerbefreiung für Veräußerungsgewinne bei Kapitalgesellschaften, sowie eine verbesserte Wettbewerbs- und Aufsichtspolitik im Finanzsektor.

⁵⁹ Vgl. hierzu ausführlicher z.B. Hein/Truger (2007) und Hein et al. (2005).

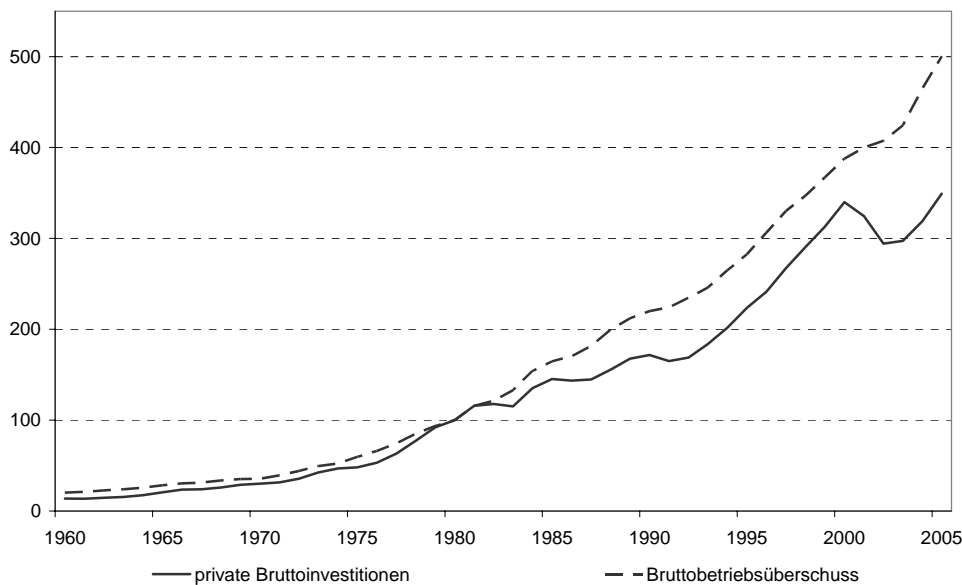
⁶⁰ Vgl. hierzu auch z.B. die Vorschläge in Palley (2007b,c).

Appendix

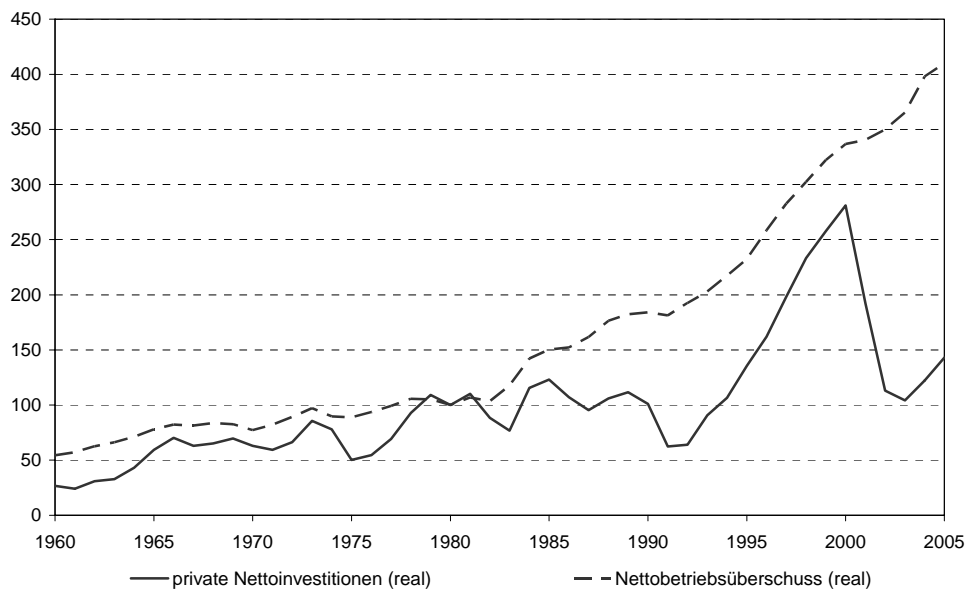
In Abbildung 1 wird die Entwicklung des nominalen Nettobetriebsüberschusses und der Nettoinvestitionen betrachtet. Diese Größen sind zwar von besonderem ökonomischen Interesse, basieren jedoch auf statistischen Konventionen über Abschreibungsmodalitäten, welche insbesondere den internationalen Vergleich erschweren. Zudem berücksichtigen sie nicht die Inflation und die relative Preisentwicklung von Investitionsgütern. Daher werden in der nachfolgenden Abbildung zum einen nominale Bruttogrößen herangezogen, welche nicht allein den Nettozuwachs an Investitionsgütern erfassen, sondern zusätzlich Abschreibungen beinhalten. Zudem werden reale Nettogrößen betrachtet, wobei zu berücksichtigen ist, dass Preisdeflatoren über längere Zeiträume naturgemäß problematisch sind, insbesondere wenn überdies ein internationaler Vergleich angestrebt wird. Unabhängig von den zugrunde gelegten Größen zeigen sich jedoch jeweils die gleichen Trends wie in Abbildung 1, obschon die seit den frühen 1980er Jahren festzustellende tendenzielle Abschwächung der Investitionstätigkeit für die Bruttogrößen etwas weniger stark ausfällt.

Abbildung A1: Investitionen und Profite, USA, Deutschland, seit 1960, 1980 = 100

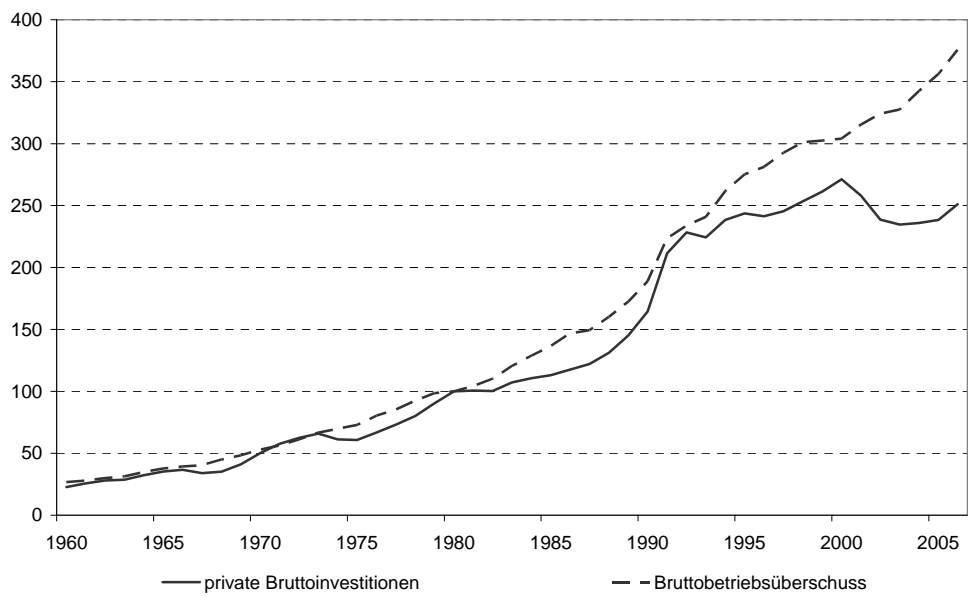
a) USA, nominale Bruttogrößen



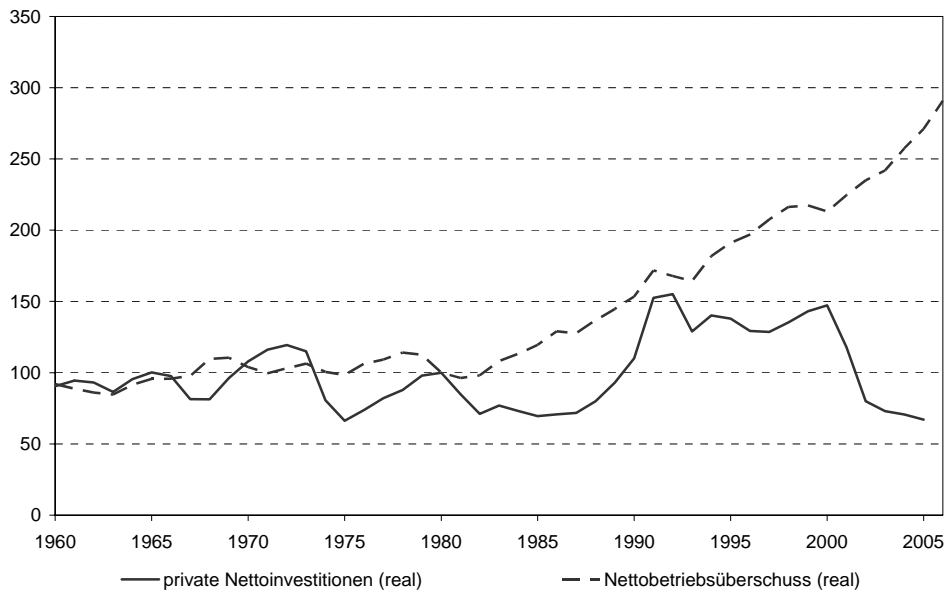
b) USA, reale Nettogrößen



c) Deutschland, nominale Bruttogrößen



d) Deutschland, reale Nettogrößen



Anmerkungen: USA: private Bruttoinvestitionen ohne Wohnungsbau; Nettobetriebsüberschuss + private Abschreibungen; reale Nettogrößen in der Abgrenzung wie in Abbildung 1, hier korrigiert um Preisdeflator für private Investitionen ohne Wohnungsbau (Basisjahr 2000). Deutschland: Bruttofixkapitalbildung, privater Sektor; Bruttobetriebsüberschuss, gesamte Volkswirtschaft; reale Nettogrößen in der Abgrenzung wie in Abbildung 1, hier korrigiert um: Preisdeflator für Fixkapitalbildung, gesamte Volkswirtschaft (Basisjahr 2000).

Quelle: NIPA, AMECO.

Im Folgenden wird die den Abbildungen 11 und 28 zugrunde liegende Methode der Berechnung von Finanzierungsbeiträgen für die Bruttoinvestitionen des Unternehmenssektors beschrieben. Die Methode orientiert sich an der Studie von Corbett/Jenkinson (1997). Die Finanzierungsrechnung des Unternehmenssektors kann wie folgt zusammengefasst werden:

Tabelle A1: Quellen und Verwendung von Finanzierungsmitteln

| Finanzierungsquellen | Verwendung von Finanzierungsmitteln |
|-----------------------------------------|--------------------------------------------|
| Interne Finanzierungsmittel (1) | Bargeld und Bankeneinlagen (7) |
| Bankenkredite (2) | Aktienkäufe (8) |
| Aktienneuemissionen (3) | Käufe von Unternehmensanleihen (9) |
| Emissionen von Unternehmensanleihen (4) | Vergabe von Handelskrediten (10) |
| Empfangene Handelskredite (5) | Andere (11) |
| Andere (6) | Physische Investitionen (12) |

Hieraus ergeben sich für die Nettofinanzierungsbeiträge an den Investitionen:

Interne Finanzierungsmittel: $(1) / (12)$

Nettobankenkredite: $[(2) - (7)] / (12)$

Nettoaktienemissionen: $[(3) - (8)] / (12)$

Nettoemissionen von Unternehmensanleihen: $[(4) - (9)] / (12)$

Nettohandelskredite: $[(5) - (10)] / (12)$

Andere (netto): $[(6) - (11)] / (12)$

Die Nettofinanzierungsquellen wurden für die USA wie folgt berechnet (positive Vorzeichen bezeichnen eine Zunahme von Verbindlichkeiten, negative Vorzeichen beschreiben die Zunahme von Aktivposten; Ausnahme: interne Finanzierungsmittel):

Interne Finanzierungsmittel

Total internal funds = Profits before tax (book) – Taxes on corporate income – Net dividends + Capital consumption allowance + Foreign earnings retained abroad + Inventory valuation adjustment (IVA) + Net capital transfers

Nettobankenkredite

Bank loans n.e.c. + Other loans and advances + Mortgages – Foreign deposits – Checkable deposits and currency – Time and savings deposits – Mortgages

Nettoaktienemissionen

Net new equity issues – Money market fund shares – Security RPs – Mutual fund shares

Nettoemissionen von Unternehmensanleihen

Municipal securities + Corporate bonds – Treasury securities – Agency- and GSE-backed securities – Municipal securities

Nettohandelskredite

Trade payables – Consumer credit – Trade receivables

Andere

Miscellaneous liabilities (incl. Foreign direct investment in U.S.) – Miscellaneous assets (incl. U.S. direct investment abroad) + Commercial paper – Commercial paper

Die Finanzierung der nominalen Bruttoinvestitionen (inkl. Lagerinvestitionen) verteilt sich vollständig auf die folgenden Nettofinanzierungsquellen:

Tabelle A2: Anteil verschiedener Finanzierungsmittel an der Finanzierung der Bruttoinvestitionen, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, USA, seit 1960

| | 1960-64 | 1965-69 | 1970-74 | 1975-79 | 1980-84 | 1985-89 | 1990-94 | 1995-99 | 2000-06 |
|-----------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Intern | 1.06 | 0.90 | 0.82 | 0.93 | 0.90 | 1.01 | 1.01 | 0.93 | 1.02 |
| Aktien | 0.02 | 0.01 | 0.08 | 0.02 | -0.04 | -0.26 | -0.03 | -0.17 | -0.26 |
| Anleihen | 0.13 | 0.17 | 0.16 | 0.16 | 0.12 | 0.24 | 0.12 | 0.24 | 0.20 |
| Kredite | 0.05 | 0.14 | 0.21 | -0.03 | 0.07 | 0.13 | -0.06 | 0.07 | 0.06 |
| Banken- | 0.10 | 0.18 | 0.23 | 0.05 | 0.14 | 0.19 | -0.06 | 0.10 | 0.04 |
| Handels- | -0.05 | -0.04 | -0.03 | -0.08 | -0.07 | -0.06 | 0.01 | -0.03 | 0.01 |
| Andere | -0.02 | -0.08 | -0.18 | 0.13 | 0.05 | 0.17 | -0.05 | -0.15 | -0.07 |
| Stat. Dis- krepanz | -0.23 | -0.14 | -0.09 | -0.21 | -0.10 | -0.29 | 0.01 | 0.07 | 0.07 |

Quelle: Flow of Funds; eigene Berechnungen.

Den Berechnungen für Deutschland liegen für den Zeitraum 1960-1991 Daten für westdeutsche Produktionsunternehmen inkl. Selbstständige und Personengesellschaften zugrunde. Für den Zeitraum ab 1992 umfassen die Daten für Gesamtdeutschland nur nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Quasikapitalgesellschaften. Die verschiedenen Nettofinanzierungsquellen wurden wie folgt berechnet (positive Vorzeichen bezeichnen eine Zunahme von Verbindlichkeiten, negative Vorzeichen beschreiben die Zunahme von Aktivposten; Ausnahme: interne Finanzierungsmittel):

Interne Finanzierungsmittel

Einbehaltene Gewinne + Abschreibungen + Pensionsrückstellungen

Netto-Bankenkredite

Lang- und kurzfristige Bankkredite + Darlehen der Versicherungen – Bargeld und Einlagen – gewährte Kredite

Netto-Aktienemissionen

Emission von Aktien – Erwerb von Aktien

Netto-Emissionen von Unternehmensanleihen

1960-1991: Absatz festverzinslicher Wertpapiere – Erwerb festverzinslicher Wertpapiere (einschl. Geldmarktpapiere)

1992-2005: Absatz Geldmarktpapiere – Erwerb Geldmarktpapiere + Absatz Rentenwerte – Erwerb Rentenwerte

Vermögensübertragungen

Investitionszuschüsse öffentlicher Haushalte zur Förderung der Wirtschaft in bestimmten Branchen und Regionen, Entschädigungen des Staates für größere Schäden, Leistungen staatlicher Stellen zur Förderung der Vermögensbildung, um Erbschaftssteuerzahlungen oder Ablösungen im Rahmen des Lastenausgleichs

Andere

Sonstige Beteiligungen (Außenfinanzierung) – Sonstige Beteiligungen (Geldvermögensbildung) – Ansprüche gegenüber Versicherungen – Finanzderivate – Investmentzertifikate + Sonstige Verpflichtungen – sonstige Forderungen

Hieraus ergeben sich die folgenden Finanzierungsbeiträge für die Bruttoinvestitionen:

Tabelle A3: Anteil verschiedener Finanzierungsmittel an der Finanzierung der Bruttoinvestitionen, nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften*, Deutschland, seit 1960

| | 1960- 64 | 1965- 69 | 1970- 74 | 1975- 79 | 1980- 84 | 1985- 89 | 1990- 94 | 1995- 99 | 2000- 05 |
|-----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Intern | 0.74 | 0.79 | 0.68 | 0.83 | 0.79 | 0.88 | 0.72 | 0.81 | 0.88 |
| Aktien | 0.03 | 0.02 | 0.01 | 0.01 | 0.00 | 0.02 | 0.00 | -0.03 | -0.10 |
| Anleihen | 0.02 | 0.00 | 0.02 | -0.03 | -0.02 | 0.00 | 0.03 | -0.09 | 0.13 |
| Kredite | 0.16 | 0.13 | 0.19 | 0.09 | 0.12 | 0.11 | 0.16 | 0.26 | -0.01 |
| Vermögens- übertragungen | 0.04 | 0.04 | 0.06 | 0.09 | 0.09 | 0.08 | 0.07 | 0.17 | 0.07 |
| Andere | 0.01 | 0.01 | 0.04 | 0.00 | 0.01 | -0.10 | -0.02 | -0.14 | 0.05 |
| Stat. Diskre- panz | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.04 | 0.02 | 0.01 |

* bis 1991 Produktionsunternehmen.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Finanzierungsrechnung; eigene Berechnungen.

Datenquellen

Annual macro-economic database (AMECO), European Commission, Economic and Financial Affairs, http://ec.europa.eu/economy_finance/index_en.htm

Deutsche Bundesbank, Finanzierungsrechnung, <http://www.bundesbank.de>

Flow of Funds, Board of Governors of the Federal Reserve System, <http://www.federalreserve.gov/>

National Income and Product Accounts (NIPA), Bureau of Economic Analysis (BEA), <http://www.bea.gov/National/Index.htm>

OECD Economic Outlook, No. 80, http://www.oecd.org/department/0,3355,en_2649_34109_1_1_1_1_1,00.html

Statistisches Bundesamt, Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung, <http://www.destatis.de>

Statistisches Bundesamt, Einkommens- und Verbrauchsstichprobe, <http://www.destatis.de>

Weltbank, Financial Structure Dataset, <http://econ.worldbank.org>

Literatur

- Aghion, P., Howitt, P. (1998): *Endogenous Growth Theory*, Cambridge: MIT Press.
- Aglietta, M. (2000): *Shareholder Value* and corporate governance: some tricky questions, in: *Economy and Society*, 29(1), 146-159.
- Akerlof, G. (2007): The missing motivation in macroeconomics, *American Economic Review*, 97(1), 5-36.
- Albert, M. (1991): *Capitalisme contre capitalisme*, Paris : Seuil.
- Amato, J., Furfine. C. (2003): Are credit ratings procyclical? BIS Working Paper, 129.
- Arestis, P., Sawyer, M. (2005): Financial liberalization and the finance-growth nexus: what have we learned? in: Arestis, P., Sawyer, M. (Hg.): *Financial Liberalization. Beyond Orthodox Concerns*, Basingstoke: Palgrave Macmillan, 1-42.
- Bach, S., Steiner, V. (2007): Zunehmende Ungleichheit der Markteinkommen: reale Zuwächse nur für Reiche, *Wochenbericht des DIW*, 74/2007.
- Bernanke, B. (2005): The Global Saving Glut and the U.S. Current Account Deficit. Remarks at the Homer Jones Lecture, St. Louis, Missouri, 14.04 2005.
- Bhaduri, A., Laski, K., Riese, M. (2006): A model of interaction between the virtual and the real economy, in: *Metroeconomica*, 57, 412-427.
- Blecker, R. (2002): Exchange rates in North America: effects of the over-valued U.S. Dollar on domestic manufacturing and implications for Canada and Mexico, paper presented at the conference "Can Canada and its NAFTA partners conduct independent macroeconomic policies in a globalized world?" in Ottawa, Canada, September 20-21.
- Bloomberg (2007): Fannie, Freddie retreat as mortgage bonds mutate (Update 2), by James Tyson, 06.09.2007, <http://www.bloomberg.com/apps/news?pid=20601087&sid=aqn QT4X2L884&refer=home>.
- Bogle, J. (2003): The mutual fund industry in 2003: back to the future exhibit IV, Statement before the U.S. House of Representatives Committee on Financial Services, 12.03.2003.
- Boone, L., Giorno, C., Richardson, P. (1998): Stock market fluctuations and consumption behaviour: some recent evidence, *OECD Working Paper*, 208.
- Borio, C. (2003): Towards a macroprudential framework for financial supervision and regulation? BIS Working Paper, 128.
- Böttger, C. (2006): *Strukturen und Strategien von Finanzinvestoren*, HBS-Arbeitspapier, 120, Düsseldorf.

- Boushey, H., Weller, C. (2006): Unequal fortunes, unstable households: has rising inequality contributed to economic troubles for households in the USA?, in: Hein, E., Heise, A., Truger, A. (Hg.), *Wages, Employment, Distribution and Growth. International Perspectives*, Basingstoke: Palgrave Macmillan, 117-150.
- Boyer, R. (2000): Is a finance-led growth regime a viable alternative to Fordism? A preliminary analysis, in: *Economy and Society*, 29(1), 111-145.
- Buchholz, L. (2006): Überleben mit Basel II. Chancen in einem überregulierten Umfeld, Vortrag auf der Generalversammlung des Fördervereins der Primärbanken, 26. 04. 2006, Salzburg.
- CBO, Congressional Budget Office. (2007): *Housing Wealth and Consumer Spending*, Background Paper.
- Chancellor, E. (2005): *Crunch Time for Credit? An inquiry into the state of the credit system in the United States and Great Britain*, Petersfield: Harriman House.
- Cheng, M., Subramanyam, K., Zhang, Y. (2005): *Earnings guidance and managerial myopia*, Working Paper, University of Southern California.
- Corbett, J., Edwards, J., Jenkinson, T., Mayer, C., Sussman, O. (2004): A Response to Hackethal and Schmidt (2003) "Financing patterns: measurement concepts and empirical results.", mimeo, Said Business School, Oxford University.
- Corbett, J., Jenkinson, T. (1996): The financing of industry, 1970-89: an international comparison', in: *Journal of the Japanese and International Economies*, 10(1), 71-96.
- Corbett, J., Jenkinson, T. (1997): How is investment financed? A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States, in: *Manchester School*, 65, 69-93.
- Cordonnier, L. (2006): Le profit sans l'accumulation: la recette du capitalisme dominé par la finance, in: *Innovations, Cahiers d'économie de l'innovation*, 23(1), 109-140.
- Crotty, J. (1990): Owner-manager conflict and financial theories of investment instability – A critical assessment of Keynes, Tobin, and Minsky, in: *Journal of Post Keynesian Economics*, 12(4), 519-542.
- Demetriades, P., Andrianova, S. (2004): Finance and growth: what we know and what we need to know, in: Goodhart, C. (Hg.), *Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links*, Basingstoke: Palgrave Macmillan, 38-65.
- Deutsche Bundesbank (2005): *Monatsbericht Juni*, Frankfurt a.M.
- Deutsche Bundesbank (2007): *Monatsbericht Juni*, Frankfurt a.M.
- Deutschmann, Ch. (2005): Finanzmarkt-Kapitalismus und Wachstumskrise, in: Windolf, P. (Hg.): *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produkti-*

onsregimen. *Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie*, Sonderheft 45/2005, VS-Verlag Wiesbaden, 58-84.

- Domar, E.D. (1944): The “burden of debt” and the national income, in: *American Economic Review*, 34, 798-827.
- Dreger, C., Slacalek, J. (2007): Finanzmarktentwicklung, Immobilienpreise und Konsum, *Wochenbericht des DIW Berlin*, 35/2007.
- Duménil, G., Lévy, D. (2001): Costs and benefits of neoliberalism. A class analysis, in: *Review of International Political Economy*, 8(4), 578-607.
- Dutt, A.K. (2005): Conspicuous consumption, consumer debt and economic growth, in: M. Setterfield (Hg.): *Interactions in Analytical Political Economy. Theory, Policy and Applications*, Armonk, New York: M.E. Sharpe, 155-178.
- Dutt, A. K. (2006): Maturity, stagnation and consumer debt: a Steindlian approach, in: *Metroeconomica*, 57(3), 339-364.
- Eatwell, J., Taylor, L. (2000): *Global Finance at Risk – the Case for International Regulation*, in: Cambridge/UK: Polity Press.
- EZB, Europäische Zentralbank (2007a): Aktienrückkäufe im Euroraum, in: *Monatsbericht Juni*, Frankfurt a.M., 111-120.
- EZB, Europäische Zentralbank (2007b): *Monatsbericht September*, Frankfurt a.M.
- Fama, E. F. (1980): Agency problems and the theory of the firm, in: *Journal of Political Economy*, 88(2), 288-307.
- Farber, H., Hallock, K. (1999): Have employment reductions become good news for shareholders? The effect of job loss announcements on stock prices, 1970-97, *NBER Working Paper*, 7295.
- Fazzari, S. M., Hubbard, R. G., Petersen, B. C. (1988): Financing constraints and corporate investment, in: *Brookings Papers on Economic Activity*, 88(1), 141–195.
- Filc, W., Klär, E. (2003): Absolut oder relativ: Zur Diskussion über die Konsolidierung öffentlicher Haushalte, in: *Wirtschaftsdienst*, 11/2003, 742-748.
- Forbes (2007): Bernanke urges Fannie, Freddie to slim down, by Evelyn M. Rusli, 03.06.07, http://www.forbes.com/home/2007/03/06/bernanke-mortgage-control-markets-equity-cx_er_0306markets.html
- Fröhlich, N., Huffs Schmid, J. (2004): *Der Finanzdienstleistungssektor in Deutschland*, Edition der Hans-Böckler-Stiftung, 101, Düsseldorf.
- Godley, W., Izurieta, A., Zezza, G. (2004): Prospects and policies for the U.S. economy. Why net exports must now be the motor for U.S. growth, *The Levy Economics Institute of Bard College, Strategic Analysis*.

- Godley, W., Papadimitriou, D., Dos Santos, C. Zezza, G. (2005): The United States and her creditors, can the symbiosis last? The Levy Economics Institute of Bard College, Strategic Analysis.
- Grabel, I. (1997): Savings, investment and functional efficiency: a comparative examination of national financial complexes, in: Pollin R. (Hg.): The Macroeconomics of Saving, Finance, and Investment, Ann Arbor: The University of Michigan Press, 251-297.
- Graham, J., Harvey, C., Rajgopal, S. (2005): The economic implications of corporate financial reporting, NBER Working Paper, 10550.
- Greenspan, A. (1996): The challenge of central banking in a democratic society, Remarks at the Annual Dinner and Francis Boyer Lecture of The American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington, D.C. 05.12.1997.
- Greenwald, B., Stiglitz, J. (1993): Financial market imperfections and business cycles, in: Quarterly Journal of Economics, 108, 77-114.
- Greenwald, B., Stiglitz, J. (2003): Towards a New Paradigm in Monetary Economics, Raffaele Mattioli Lectures, Cambridge, UK: Cambridge University Press.
- Grinstein, Y., Michaely, R. (2005): Institutional holdings and payout policy, in: Journal of Finance, 60(3), 1389-1426.
- Grötter, R. (2006): Die Sache mit dem *Shareholder Value*: Wo er herkommt. Und wo er hinführt, in: brand eins 3/2006, 72-79.
- Hackethal, A., Schmidt, R. (2004): Financing patterns: Measurement concepts and empirical results, mimeo, University of Frankfurt.
- Hein, E. (2004): Verteilung und Wachstum. Eine paradigmensorientierte Einführung unter besonderer Berücksichtigung der post-keynesianischen Theorie, Marburg: Metropolis.
- Hein, E. (2005): Finanzstruktur und Wirtschaftswachstum – theoretische und empirische Aspekte, IMK Studies, 1/2005, Düsseldorf: IMK in der Hans Böckler Stiftung.
- Hein, E. (2007): Money, Distribution Conflict and Capital Accumulation, Contributions to 'Monetary Analysis', Basingstoke: Palgrave Macmillan, im Erscheinen.
- Hein, E., Horn, G., Tober, S., Truger, A. (2005): Eine gesamtwirtschaftliche Politik-Strategie für mehr Wachstum und Beschäftigung, in: WSI Mitteilungen, 8/2005, 58: 411-418.
- Hein, E., Oxen, C. (2003): Regimes of interest rates, income shares, savings and investment: a Kaleckian model and empirical estimations for some advanced OECD economies, in: Metroeconomica, 54(4), 404-433.
- Hein, E., Truger, A. (2005): What ever happened to Germany? Is the decline of the former european key currency country caused by structural sclerosis or by macroeco-

conomic mismanagement? In: *International Review of Applied Economics*, 19(1), 3-28.

Hein, E., Truger, A. (2007): Die deutsche Wachstums- und Beschäftigungsschwäche im europäischen Kontext – ein Lehrstück makroökonomischen Missmanagements, in: Chaloupek, G., Hein, E., Truger, A. (Hg.), *Ende der Stagnation? Wirtschaftspolitische Perspektiven für mehr Wachstum und Beschäftigung in Europa*, Wien: NexisLexis, im Erscheinen.

Hein, E., van Treeck, T. (2007): ‘Financialisation’ in Kaleckian/Post-Kaleckian models of distribution and growth, Working Paper, 7/2007, IMK in der Hans Böckler Stiftung.

Hersh, A. (2003): The Visible Hand of U.S. Deindustrialization, in: *The Industrial Relations Research Association Proceedings 2003*, 141-147.

Höpner, M. (2003): Wer beherrscht die Unternehmen? *Shareholder Value*, Managerherrschaft und Mitbestimmung in Deutschland, Frankfurt a.M.: Campus.

Höpner, M. (2004): Der organisierte Kapitalismus in Deutschland und sein Niedergang, *Politische Vierteljahresschrift, Sonderheft 34*, 300-324.

Horn, G. A., Mülhaupt, B., Rietzler, K. (2005): Quo vadis Euroraum? Deutsche Lohnpolitik belastet Währungsunion, *IMK Report*, 1, Düsseldorf: IMK in der Hans Böckler Stiftung.

Hubbard, R.G. (1998): Capital-market-imperfections and investment, in: *Journal of Economic Literature*, 36, 193-225.

Huffschnid, J. (2002): *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*, 2. Auflage, Hamburg: VSA.

IMF, International Monetary Fund (2000): Asset prices and the business cycle, in: *World Economic Outlook*, May, Washington D.C.

IMF, International Monetary Fund (2002): Recessions and recoveries, in: *World Economic Outlook*, April, Washington D.C.

IMF, International Monetary Fund (2004): Globalization and inflation, in: *World Economic Outlook*, April, Washington D.C.

IMF, International Monetary Fund (2005): Building Institutions, in: *World Economic Outlook*, September, Washington D.C.

Izurieta, A. (2003): Economic slowdown in the US, rehabilitation of fiscal policy and the case for a co-ordinated global reflation, *CFAP Working Paper*, 6.

Jensen, M. (2005): Agency costs of overvalued equity, in: *Financial Management* 34, 5-19.

- Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976): Theory of Firm - Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, 3(4), 305-360.
- Kalecki, M. (1937): The principle of increasing risk, in: *Economica*, 4, 440-447.
- Kalecki, M. (1954): *Theory of Economic Dynamics*, London.
- Kamp, L., Krieger, A. (2005): Die Aktivitäten von Finanzinvestoren in Deutschland, HBS-Arbeitspapier, 103, Düsseldorf: IMK in der Hans Böckler Stiftung.
- Kappler, M., Westerheide, P. (2003): Aktienmärkte und Beschäftigung: Eine Analyse aus makro- und mikroökonomischer Perspektive, Research Paper, Deutsche Börse AG, Mannheim.
- Keynes, J.M. (1930): *A Treatise on Money*, New York: Harcourt, Brace and Co.
- Klär, E., Slacalek, J. (2006): Entwicklung der Sparquote in Deutschland: Hindernis für die Erholung der Konsumnachfrage, Wochenbericht des DIW, 40/2006.
- Krippner, G. (2005): The financialization of the American economy, in: *Socio-Economic Review*, 3, 173-208.
- Kühl, S. (2005): Profit als Mythos. Über den Erfolg und Misserfolg im Exit-Kapitalismus, in: Windolf, P. (Hg.): *Finanzmarkt-Kapitalismus. Analysen zum Wandel von Produktionsregimen*, Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, Sonderheft 45/2005, VS-Verlag Wiesbaden, 117-144.
- Lavoie, M. (1992): *Foundations of Post-Keynesian Economic Analysis*, Aldershot: Edward Elgar.
- Lazonick, W., O'Sullivan, M. (2000): *Maximizing Shareholder Value: a new ideology for corporate governance*, in: *Economy and Society*, 29(1), 13-35.
- Levine, R. (2003): More on finance and growth: more finance, more growth? *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 85(4), 31-46.
- Levine, R. (2005): Finance and growth: theory and evidence, in: Aghion, P., Durlauf, S. (Hg.): *Handbook of Economic Growth*, Elsevier, 865-934.
- Lucas, R. (1988): On the Mechanics of Economic Development, in: *Journal of Monetary Economics*, 22, 3-42.
- Ludwig, A., Slok, T. (2002): The impact of changes in stock prices and house prices on consumption in OECD countries, IMF Working Paper, 02/1.
- Maki, D. M., Palumbo, M. G. (2001): Disentangling the wealth effect: A cohort analysis of household saving in the 1990s, Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), Finance and Economics Discussion Series, 2001-21.
- Manne, H. G. (1965): Mergers and the market for corporate-control, in: *Journal of Political Economy*, 73:2, pp. 110-120.

- Marx, K. (1885): *Das Kapital. Kritik der politischen Ökonomie, Zweiter Band: Der Zirkulationsprozeß des Kapitals*, 2. Auflage 1893, herausgegeben von Engels, F., Marx-Engels-Werke, Band 24, Berlin: Dietz-Verlag 1962.
- Mayer, C. (1988): New issues in corporate finance, in: *European Economic Review*, 32, 1167-1189.
- Mayer, C., Sussman, O. (2002): Projects are largely external and mostly debt financed: A new approach to testing capital structure, mimeo, University of Oxford.
- Meyer, J.R., Kuh, E. (1957): *The Investment Decision*, Cambridge, Mass: Harvard University Press.
- Minsky, H.P. (1977a): The financial instability hypothesis, in: *Challenge*, 20(1): 20-27.
- Minsky, H.P. (1977b): A theory of systemic fragility”, in: Altman E., A. Samaets (Hg.): *Financial Crisis-Institutions and Markets in a Fragile Environment*”, New York: Wiley.
- Minsky, H.P. (1982): *Can “It” Happen Again? Essays on Instability and Finance*, Armonk, New York: M.E. Sharpe.
- Minsky, H.P. (1986): *Stabilizing an Unstable Economy*, New Haven: Yale University Press.
- Mishkin, F. (2007): *The Economics of Money, Banking and Financial Markets*, 8th edition, Addison-Wesley.
- Myers, S., Majluf, N. (1984): Corporate finance and investment decisions when firms have information that investors do not have, in: *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221.
- OECD, Organisation for Economic Cooperation and Development, (1998): *Shareholder Value and the market in corporate control in OECD countries*, *Financial Market Trends*, 69, 15–38.
- Palley, T. (2007a): *Zombie Economics: The Myth of the Twin Deficits*, <http://www.thomaspalley.com/?p=63>.
- Palley, T. (2007b): *The Fed and America’s Distorted Expansion*, <http://www.thomaspalley.com/?p=85>
- Palley, T. (2007c): *Expand Sarbox, Not Shrink It*, <http://www.thomaspalley.com/?p=68>
- Papadimitriou, D.P., Chilcote, E., Zezza, G. (2006): Are housing prices, household debt, and growth sustainable? The Levy Economics Institute of Bard College, *Strategic Analysis*.
- Papadimitriou, D., Shaikh, A.M., Dos Santos, C.H., Zezza, G. (2002): Is personal debt sustainable? The Levy Economics Institute of Bard College, *Strategic Analysis*.

- Papadimitriou, D.P., Shaikh, A.M., Dos Santos, C.H., Zezza, G. (2005): How fragile is the U.S. economy? The Levy Economics Institute of Bard College, Strategic Analysis.
- Patgiri, R., Gaspar, J.-M., Massa, M., Matos, P., Rehman, Z. (2005): Can buybacks be a product of shorter shareholder horizons? CEPR Discussion Paper 4813.
- Penrose, E. T. (1959): *The Theory of the Growth of the Firm*, New York: John Wiley.
- Piketty, T., Saez, E. (2003): Income inequality in the United States, 1913-1998, in: *Quarterly Journal of Economics*, 118(1), 1-39.
- Porter, M. E. (1992). *Capital Choices: The Causes and Cures of Business Myopia*, Research Report to the U.S. Government's Council on Competitiveness, Washington D.C.
- Poterba, J. M. (2000): Stock market wealth and consumption, in: *Journal of Economic Perspectives*, 14(2), 99-118.
- Rajan, R.G., Zingales, L. (1995): What do we know about capital structure? Some evidence from international data, in: *Journal of Finance* 50, 1421-1460.
- Rajan, R. G. (2006): Investment restraint, the liquidity glut, and global imbalances, remarks at the Conference on Global Imbalances organized by the Bank of Indonesia in Bali, November 16th.
- Rappaport, A. (1999): *Shareholder Value*. Ein Handbuch für Manager und Investoren, Stuttgart: Schäffer-Poeschel.
- Reisach, Ulrike (2007): *Die Amerikanisierungsfälle. Kulturkampf in deutschen Unternehmen*, Berlin: Econ.
- Riese, H. (1996): Kann sich die Realwirtschaft von den Finanzmärkten abkoppeln? Das monetäre Fundament des Keynesianismus, in: Hengsbach, F., Emunds, B. (Hg.): *Haben sich die Finanzmärkte von der Realwirtschaft abgekoppelt? Impulse einer Fachkonferenz*, Frankfurt, 35-49.
- Robinson, J. (1962): *Essays in the Theory of Economic Growth*, London: Macmillan.
- Romer, P. (1986): Increasing returns and long-run growth, in: *Journal of Political Economy* 94(5), 1002-37.
- SVR, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, (2007): *Widerstreitende Interessen - Ungenutzte Chancen*, Wiesbaden.
- Schiantarelli, F. (1996): Financial constraints and investment: methodological issues and international evidence, in: *Oxford Review of Economic Policy*, 12, 70-89.
- Schuldenreport 2006: Schriftenreihe des Bundesverbandes zur Verbraucherpolitik, Band 7, Berliner Wissenschafts-Verlag.

- Schulmeister, S. (2003): Aktienkursdynamik und Realkapitalbildung in den USA und Deutschland, WIFO-Studie mit Unterstützung des Jubiläumsfonds der Österreichischen Nationalbank, Wien: WiFo.
- Schulmeister, S. (2007): Finanzspekulation, Arbeitslosigkeit und Staatsverschuldung, in: *Intervention* 4(1), 73-97.
- Shiller, R. (2000): *Irrational Exuberance*, Princeton University Press.
- Stiglitz, J. E., Weiss A. (1981): Credit rationing in markets with imperfect information, in: *American Economic Review*, 71, 393-410.
- Stockhammer, E. (2005-6): *Shareholder Value* orientation and the investment–profit puzzle, in: *Journal of Post Keynesian Economics*, 28(2), 193-215.
- Terberger, E., Wettberg, S. (2005): Der Aktienrückkauf und die Bankenkrise von 1931, University of Heidelberg, Department of Economics, Discussion Paper Series, 418.
- Tobin, J., Brainard, W., (1990): On Crotty’s critique of q-theory, in: *Journal of Post Keynesian Economics* (12), 543–549.
- The State of the Nation’s Housing (2006): Report of the Joint Center for Housing Studies of Harvard University.
- van Treeck, T. (2007a): Reconsidering the investment-profit nexus in finance-led economies: an ARDL-based approach, Working Paper, 1/2007, Düsseldorf: IMK in der Hans Böckler Stiftung.
- van Treeck, T. (2007b): A Synthetic Stock-Flow Consistent Macroeconomic Model of Financialisation, Working Paper, 6/2007, Düsseldorf: IMK in der Hans Böckler Stiftung.
- Voth, H.-J. (2007): Transparenz und Fairness auf dem Einheitlichen Europäischen Kapitalmarkt, Gutachten für die Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf.
- Weber, A. (2006): Finanzvermögen und Verschuldung privater Haushalte in Deutschland, Pressekonferenz, Frankfurt am Main, 19.06.2006.
- Weller, C. (2003): The stock market boom and manufacturing investment, in: *The Industrial Relations Research Association Proceedings 2003*, 148-155.
- Weller, C., Helppie, B. (2002): Biting the hand that fed It: did the stock market boom of the Late 1990s impede investment in manufacturing? EPI Technical Paper, 264. Washington, DC.
- Westerheide, P., Ammermüller, A., Weber, A. (2005): Die Entwicklung und Verteilung des Vermögens privater Haushalte unter besonderer Berücksichtigung des Produktivvermögens, ZEW, Mannheim.
- Windolf, P. (2002): *Corporate Networks in Europe and the United States*, Oxford: Oxford University Press.

- Windolf, P. (Hg.) (2005): Finanzmarktkapitalismus: Analysen zum Wandel von Produktionsregimen, Wiesbaden: VS-Verlag.
- Windolf, P. (2006): Das Regime des Finanzmarkt-Kapitalismus, in: Mitbestimmung 06/2006, 49-59.
- Windolf, P., Beyer, J. (1995): Kooperativer Kapitalismus. Unternehmensverflechtungen im internationalen Vergleich, in: Kölner Zeitschrift für Soziologie und Sozialpsychologie, 47, 1-36.
- Zysman, J. (1983): Government, Markets and Growth. Financial Systems and the Politics of Industrial Change, Ithaca: Cornell University Press.

Publisher: Hans-Böckler-Stiftung, Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf, Germany

Phone: +49-211-7778-331, IMK@boeckler.de, <http://www.imk-boeckler.de>

IMK Studies is an online publication series available at:

<http://www.boeckler.de/cps/rde/xchg/hbs/hs.xls/31939.html>

ISSN: 1861-2180

The views expressed in this paper do not necessarily reflect those of the IMK or the Hans-Böckler-Foundation.

All rights reserved. Reproduction for educational and non-commercial purposes is permitted provided that the source is acknowledged.

**Hans Böckler
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.
