

Schmidberger, Wolf-Dieter

**Article — Digitized Version**

## Ursachen der Investitionsschwäche

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Schmidberger, Wolf-Dieter (1984) : Ursachen der Investitionsschwäche, Wirtschaftsdienst, ISSN 0043-6275, Verlag Weltarchiv, Hamburg, Vol. 64, Iss. 12, pp. 593-600

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/135989>

**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.*

# Ursachen der Investitionsschwäche

Wolf-Dieter Schmidberger, Hamburg

**Die Ursachen der gesamtwirtschaftlichen Investitionsschwäche in der Bundesrepublik sind umstritten<sup>1</sup>. Partielle oder globale Finanzierungsengpässe, aber auch niedrige Investitionsrentabilitäten oder hohe Zinsen werden als Gründe angeführt. Welches sind die entscheidenden Faktoren?**

---

Häufig werden Finanzierungsengpässe als Begründung für die geringe Investitionsneigung in der Bundesrepublik angeführt. Es stünde zu wenig Kapital für Investitionen zur Verfügung, weil sich mit der Verlangsamung der Einkommensexpansion die Sparneigung verringert habe, aber auch weil die hohe Besteuerung der Kapitalerträge im Zusammenwirken mit der Inflation den Konsum im Vergleich zum Sparen begünstige. Es gibt jedoch auch andere Erklärungsansätze. So werden in jüngster Zeit vor allem partielle Finanzierungsengpässe für die schwache Investitionstätigkeit verantwortlich gemacht, die nicht aus einem globalen Kapitalmangel, sondern aus der Kapitalstruktur resultieren. Eine Beeinträchtigung der Investitionsneigung wird insbesondere aus der geringen Eigenkapitalausstattung der Unternehmen abgeleitet<sup>2</sup>. Von anderer Seite wird ein unzureichendes Kapitalangebot als Ursache der Investitionsschwäche jedoch bestritten. Wenn zu wenig investiert wird, so sei dies auf zu niedrige Investitionsrentabilitäten<sup>3</sup> oder auf überhöhte Zinsen zurückzuführen<sup>4</sup>.

## Der empirische Befund

Im langfristigen Trend scheint der empirische Befund die These des globalen Kapitalmangels zunächst bis zu einem gewissen Grade zu stützen: die Konsumneigung ist gestiegen. Der Teil der verfügbaren Mittel<sup>5</sup> der privaten Haushalte, der für Konsumgüter ausgegeben wird, nahm – bei gleichzeitig verringerter Expansion der Realeinkommen – seit Anfang der 70er Jahre bis zum

Jahre 1983 von 79 % auf 84 % zu. Dagegen war die Konsumneigung in den 60er Jahren, abgesehen von kurzfristigen Schwankungen, im Trend konstant geblieben.

Trotz abnehmender Sparneigung hätte das Kapitalangebot der privaten Haushalte allerdings immer noch ausgereicht, um eine höhere Kapitalbildung der Unternehmen zu finanzieren. Bezogen auf die gesamtwirtschaftliche Bruttovermögensbildung<sup>6</sup> ist das Kapitalangebot der privaten Haushalte mit knapp über 50 % seit Beginn der 60er Jahre trendmäßig konstant geblieben, während die Kapitalnachfrage der Unternehmen von über 40 % in der ersten Hälfte der 60er Jahre auf unter 30 % in den 80er Jahren gesunken ist. Dies spricht gegen einen globalen Kapitalmangel.

Auch die hohe Geldvermögensbildung im Unternehmenssektor scheint die These eines globalen Kapital-

---

<sup>1</sup> Vgl. dazu auch Hans-Hagen Härtel u. a.: Auswirkungen veränderter Rahmenbedingungen auf das Finanzierungsverhalten der Unternehmen, Hamburg, August 1984, Eine Untersuchung im Auftrag des Bundesministeriums für Wirtschaft.

<sup>2</sup> Vgl. Deutsche Bundesbank: Geschäftsbericht 1982, S. 48; Helmut Schlesinger: Finanzielle Schwachepunkte der deutschen Wirtschaft, in: Kredit und Kapital, 15. Jg. 1982, S. 476 ff.; Horst Albach: Zur Entwicklung der Verschuldung deutscher Industrieaktiengesellschaften, in: Zeitschrift für Betriebswirtschaft, Jg. 48, 1978, S. 1007 ff.

<sup>3</sup> Thies Thormählen, Joachim Michalk: Leiden die deutschen Unternehmen an mangelnder Eigenkapitalausstattung?, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 63. Jg. (1983), H. 2, S. 87 ff.

<sup>4</sup> Georg Dumler: Ertragslage und Rentabilität des Unternehmenssektors 1966-1981, in: Konjunkturpolitik, 30. Jg., H. 1, 1984, S. 23 ff.; Thilo Sarrazin: Die Finanzpolitik des Bundes 1970 bis 1982, in: Finanzarchiv, 41. Jg., H. 3, 1984, S. 273 ff.

<sup>5</sup> Verfügbare Einkommen der privaten Haushalte einschließlich nicht entnommener Gewinne der Unternehmen ohne eigene Rechtspersönlichkeit, Einkommen aus Wohnungsvermietung der Unternehmen, Abschreibung auf Wohnbauten, Saldo der Vermögensübertragungen der privaten Haushalte und der Wohnungswirtschaft.

<sup>6</sup> Bruttoinvestitionen und Zunahme des Nettovermögens gegenüber dem Ausland.

---

*Dr. Wolf-Dieter Schmidberger, 34, Dipl.-Volkswirt, ist wissenschaftlicher Mitarbeiter in der Abteilung Wirtschaftsstruktur und Wirtschaftsordnung des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg.*

mangels zu widerlegen. Während die Bruttoinvestitionen – bezogen auf die gesamtwirtschaftliche Bruttovermögensbildung – mit etwa 56 % konstant geblieben und die Nettoinvestitionen von 33 % auf 16 % gesunken sind, haben die Geldanlagen der Unternehmen von 8 % auf 12 % zugenommen (vgl. Tabelle 1).

Dagegen scheint der empirische Befund einen Risikokapitalengpaß als Ursache der verringerten Investitionstätigkeit zu bestätigen. Der Rückgang der Eigenkapitalbildung in den Unternehmen deckt sich nicht nur nahezu vollständig mit dem des Eigenkapitalangebots der privaten Haushalte, sondern auch mit dem der Sachkapitalbildung der Unternehmen. Das Eigenkapitalangebot der privaten Haushalte, bestehend aus einbehaltenen Gewinnen der Selbständigen und Beteiligungserwerb, ist – bezogen auf die gesamtwirtschaftliche Bruttovermögensbildung – um nahezu 15 Prozentpunkte von 17 % in der ersten Hälfte der 60er Jahre auf 2,5 % in den 80er Jahren gesunken. Parallel dazu hat die Eigenkapitalbildung der Unternehmen von 21 % auf 6 % abgenommen. Auch der Anteil der Sachkapitalbildung (Nettoinvestitionen und Beteiligungen an anderen Unternehmen) in den Unternehmen an der gesamtwirtschaftlichen Bruttovermögensbildung ging von 33 % auf 18 % zurück (vgl. Tabelle 1).

### Risikokapitalmangel als Ursache?

Ein verringertes Risikokapitalangebot muß die Investitionstätigkeit aber nicht reduzieren. Wenn die Kapitalanbieter riskante Kapitalanlagen meiden und risikoloses Fremdkapital präferieren, wird dies zwar zu einer Verteuerung von Risikokapital führen, andererseits wird der Zins für risikoloses Kapital solange sinken, bis genügend Investitionsprojekte rentabel sind und das Kapitalangebot über eine erhöhte Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen absorbiert wird. Zudem wird die Zinssenkung die Bereitschaft zur Risikokapitalanlage erhöhen. Auch wenn die Kreditgeber wegen des steigenden Verschuldungsgrades der Unternehmen eine höhere Risikoprämie fordern oder hoch verschuldeten Unternehmen Kredite verweigern, kommt es nicht zu einem Anstieg der Finanzierungskosten, weil die Kapitalanbieter dann nur unter Zinszugeständnissen aufnahmebereite Investoren finden<sup>7</sup>.

Dieser Marktprozeß wird nur dann unterbrochen, wenn die Anleger statt zu sparen stärker konsumieren, wenn andere Kapitalnachfrager die Geldanlagen auch bei hohen Zinsen bereitwillig absorbieren oder die Geldpolitik die Zinsen hochhält. Eine stärkere Verschul-

<sup>7</sup> Vgl. Heiner Flassbeck, Willi Koll: Kapital und Rendite, in: Wirtschaftswoche, Heft 21, 1983, S. 72 ff.

## VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG

### NEUERSCHEINUNG

Georg Junge

### PURCHASING POWER PARITY AND THE INTERNATIONAL TRANSMISSION OF PRICE DISTURBANCES UNDER ALTERNATIVE EXCHANGE RATE REGIMES

– The Swiss Experience –

Das Problem der sogenannten „importierten Inflation“ beschäftigt die Wirtschaftspolitik von Ländern mit hohem Außenhandelsanteil immer wieder. Die vorliegende Studie setzt sich theoretisch und empirisch mit der These auseinander, daß flexible Wechselkurse die Übertragung externer Störungen auf die Volkswirtschaften verhindern und den Ländern die Möglichkeit geben, ihre Inflationsrate selbst zu bestimmen.

Großoktav, 252 Seiten, 1984, Preis brosch. DM 54,-

ISBN 3-87895-263-5

VERLAG WELTARCHIV GMBH – HAMBURG

**Tabelle 1**  
**Herkunft und Verwendung der Finanzmittel in den**  
**Sektoren „Private Haushalte einschl.**  
**Wohnungsbau“ und „Produktionsunternehmen“**  
 (in % der gesamtwirtschaftlichen Bruttovermögensbildung)

	60-64	65-69	70-74	75-79	80-83
<b>PRIVATE HAUSHALTE</b>					
Herkunft der Anlagemittel					
Ersparnis <sup>1</sup>	51,2	53,2	50,8	54,0	50,0
Kreditaufnahme	14,7	13,6	15,7	19,5	19,2
dar. Wohnungsbaukredite	13,1	11,8	13,1	13,9	16,2
Anlagemittel insges.	65,8	66,9	66,5	73,5	69,2
Verwendung der Anlagemittel					
Bruttoinvestitionen im Wohnungsbau	26,4	27,1	27,6	27,0	29,9
Geldanlagen	22,2	27,6	33,2	40,2	36,8
Eigenkapital an Unternehmen	17,2	12,2	5,7	6,2	2,5
<b>UNTERNEHMEN</b>					
Herkunft der Anlagemittel					
Kreditaufnahme	20,4	20,5	27,5	20,8	24,0
Eigenkapital (brutto)	44,6	43,3	36,9	47,2	45,9
dar. Eigenkapital netto <sup>2</sup>	20,8	15,0	8,0	10,1	5,7
Abschreibungen	23,8	28,3	28,9	37,1	40,2
Anlagemittel brutto	65,0	63,9	64,4	68,1	69,9
(Anlagemittel netto)	41,2	35,6	35,5	31,0	29,7
Verwendung der Anlagemittel					
Bruttoinvestitionen	56,5	52,6	50,8	52,4	56,1
(Nettoinvestitionen)	32,7	24,3	22,0	15,3	15,9
Beteiligungen	0,4	0,9	1,0	1,1	1,9
Geldanlagen	8,0	10,4	12,7	14,6	12,0

<sup>1</sup> Einschließlich Vermögensübertragungen und Abschreibungen auf Wohngebäude.

<sup>2</sup> Kapitalzuführungen von privaten Haushalten, einbehaltene Gewinne der Unternehmen mit eigener Rechtspersönlichkeit sowie Kapitalzuführungen der Sektoren Banken, Staat und Ausland.

Quelle: Deutsche Bundesbank: Sonderdruck Nr. 4; Statistisches Bundesamt: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Fachserie 18; eigene Berechnungen.

dungsbereitschaft der Unternehmen setzt dann eine Rentabilitätssteigerung der Investitionen oder ein Zurückdrängen der übrigen Kapitalnachfrage voraus.

### Verhaltene Verschuldungsneigung

Die geringe Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen spricht dafür, daß der Zinssenkungsprozeß ausgeblieben ist und auch nicht durch eine Rentabilitätssteigerung ersetzt wurde. Die Unternehmen haben den Eigenkapitalrückgang nur in geringem Ausmaß durch Fremdkapital kompensiert, überwiegend haben sie ihre Kapitalnachfrage reduziert. Bezogen auf die gesamtwirtschaftliche Bruttovermögensbildung ist die Fremdkapitalaufnahme der Unternehmen von 20 % in

den 60er Jahren auf durchschnittlich nur 24 % seit Beginn der 70er Jahre gestiegen, während die Geldkapitalbildung der privaten Haushalte<sup>8</sup> von durchschnittlich 23 % in den 60er Jahren auf 33 % seit Anfang der 70er Jahre zugenommen hat (vgl. Tabelle 1). Die Geldanlagen der privaten Haushalte wurden demnach nicht den Unternehmen, sondern anderen Kapitalnachfragern, dem Wohnungsbau, dem Staat und dem Ausland, zugeführt.

Nur in den Konjunkturaufschwungsphasen waren die Unternehmen bereit, einen kräftigen Anstieg der Nettoinvestitionen durch Kredite zu finanzieren. Die erhoffte Konsolidierung der Verschuldung aus Investitionserträgen ist allerdings jedesmal ausgeblieben. Ende der 60er und Anfang der 70er Jahre wurde die Verschuldungsbereitschaft der Unternehmen durch die günstigen Wettbewerbsbedingungen – nicht zuletzt infolge der Unterbewertung der DM – gestärkt, zumal die Kapitalgeber bei zunehmender Inflation noch der Geldillusion unterlagen und die steuerlichen Vorteile der Fremdfinanzierung bei Inflation zunahmen.

In dieser Phase wurde das steigende Geldkapitalangebot der privaten Haushalte von den Unternehmen absorbiert. Auch im Investitionsaufschwung 1978/80 haben die Unternehmen ihre Investitionen wieder verstärkt durch Verschuldung finanziert. Der anhaltende Rückgang der Preis- und Lohnsteigerungsraten seit Mitte der siebziger Jahre hatte die Ertragserwartungen der Investoren stabilisiert, vor allem weil bei niedrigen Inflationsraten die Risiken einer erneuten Stabilisierungskrise und von Preisverzerrungen geringer eingeschätzt wurden. Zudem hatte der ausgesprochen kräftige Zinsrückgang die Investitionsneigung der Unternehmen forciert. Die günstigen Kapitalmarktbedingungen waren im Gegensatz zum Investitionsboom Anfang der siebziger Jahre nicht in verzerrten Wechselkursrelationen und in der Geldillusion der Kapitalanleger begründet. Vielmehr hatte die im internationalen Vergleich erfolgreiche Bewältigung der Stabilisierungskrise nach dem Ölpreisschock das Vertrauen in die Stabilität der deutschen Währung gestärkt.

Aus dem Finanzierungsverhalten der Unternehmen allein läßt sich jedoch nicht ablesen, ob ein Rentabilitäts- oder Zinsproblem vorliegt. In beiden Aufschwungsphasen waren die Rentabilitätserwartungen angestiegen und die Zinsentwicklung ausgesprochen günstig. Dagegen waren in den Abschwungsphasen die Rentabilitätserwartungen der Investoren zusammengebrochen und die Kapitalmarktzinsen angestiegen.

<sup>8</sup> Geldanlagen abzüglich der Konsumentenkredite.

**Tabelle 2**  
**Anlageverhalten und Kreditaufnahme der Unternehmen**

(in % der gesamtwirtschaftlichen Bruttovermögensbildung)

	66-69	70-74	75-79	80-83
Bruttoinvestitionen	44,1	46,0	38,1	35,4
dar. Vorratsinvestitionen	4,4	8,6	6,6	4,1
Nettoinvestitionen	15,5	20,5	11,5	8,1
Beteiligungen	2,9	1,5	1,6	1,5
Geldanlagen <sup>1</sup>	14,3	14,4	12,6	8,2
dar. Handelskredite	6,6 <sup>a</sup>	7,3 <sup>a</sup>	5,2	3,0 <sup>b</sup>
Kreditaufnahme <sup>2</sup>	19,6	25,5	15,2	11,3
dar. Handelskredite	5,1 <sup>a</sup>	6,1 <sup>a</sup>	4,9	3,5 <sup>b</sup>

<sup>1</sup> Ohne Beteiligungen.

<sup>2</sup> Ohne Rückstellungen.

<sup>a</sup> Von 1966 bis 1971 geschätzt.

<sup>b</sup> Durchschnitt der Jahre 1980/81.

Quelle: Deutsche Bundesbank: Sonderdruck Nr. 5; eigene Berechnungen.

**Tabelle 3**  
**Sach-, Geldanlagen und Kreditaufnahmen der Unternehmen in Hochzinsphasen**

(in Mrd. DM)

	1973	1974	1980	1981
Finanzierungsrechnung				
Bruttoinvestitionen	120,6	107,5	195,2	180,1
Geldanlagen <sup>1</sup>	23,5	30,9	30,1	46,3
Kreditaufnahmen <sup>2</sup>	53,8	51,6	72,5	83,9
Jahresabschlüsse				
Bruttoinvestitionen	103,7	92,1	140,5	121,2
Geldanlagen <sup>3</sup>	25,3	12,9	32,0	22,9
Kreditaufnahmen <sup>4</sup>	48,8	24,4	65,5	55,2

<sup>1</sup> Ohne Aktienbeteiligungen.

<sup>2</sup> Ohne Aktienemissionen und Pensionsverpflichtungen.

<sup>3</sup> Ohne Beteiligungen und Wertberichtigungen auf Forderungen.

<sup>4</sup> Ohne Rückstellungen.

Quelle: Deutsche Bundesbank, Sonderdruck Nr. 4 und 5.

Aus dem Anlageverhalten der Unternehmen wird auf überhöhte Zinsen als Ursache der Investitionsschwäche geschlossen. Die Unternehmen hätten wegen der hohen Zinsen nicht in Sachkapital investiert, sondern ihre Finanzmittel als Geldanlagen gehalten<sup>9</sup>. Verwiesen wird auf den Anstieg der Geldanlagen auf gesamtwirtschaftlicher Unternehmensebene und in einzelnen Unternehmen, z. B. Daimler Benz und Siemens. Die hohe Geldvermögensbildung auf gesamtwirtschaftlicher Unternehmensebene ist jedoch nicht auf eine hohe Geldvermögensbildung in allen Unternehmen zurückzuführen.

<sup>9</sup> Vgl. Rudolf Hickel: Zum Ideologiegehalt der Staatsverschuldungsdebatte – Ein theoriengeschichtlicher Abriss –, in: D. B. Simmert, K.-D. Wagner (Hrsg.): Staatsverschuldung kontrovers, Schriftenreihe der Bundeszentrale für politische Bildung, Band 74, Bonn 1981, S. 137 ff.; Georg Dümmler: Ertragslage und Rentabilität des Unternehmenssektors 1966-1981, in: Konjunkturpolitik, 30. Jg., H. 1, 1984, S. 23 ff.; Thilo Sarrazin: Die Finanzpolitik des Bundes 1970 bis 1982 – Eine kritische Würdigung, in: Finanzarchiv, 41. Jg., H. 3, S. 273 ff.

ren. Vielmehr haben die Geldanlagen zugenommen, weil Unternehmen mit Einnahmeüberschüssen oft nur unzureichende Rentabilitätsaussichten aufzuweisen hatten, während Unternehmen mit guten Rentabilitätsaussichten oft nicht über genügend eigene Finanzmittel verfügten. Dieser „Spreizeffekt“ wurde in den Hochzinsphasen noch verstärkt. Bei gleichzeitig abnehmender wirtschaftlicher Aktivität haben nicht mehr so viele Unternehmen Einnahmeüberschüsse erzielt, und diejenigen, die über liquide Mittel verfügten, haben diese wegen der hohen Investitionsrisiken an den Finanzmärkten angelegt.

Eine hohe und steigende Geldvermögensbildung in einzelnen Unternehmen und im gesamten Unternehmensbereich bedeutet nicht zwangsläufig eine Verdrängung von Investitionen. Wenn die Geldanlagen von Unternehmen mit niedrigen Investitionsrentabilitäten dazu verwendet werden, um rentable Investitionen in anderen Unternehmen zu finanzieren – die Finanzierung kann dabei über interindustrielle Kreditverflechtungen oder über Banken erfolgen –, findet keine Verdrängung, sondern eine dem hohen Zinsniveau angemessene Verbesserung der Kapitalallokation statt. Von einer Verdrängung der Investitionen kann man erst dann reden, wenn die Geldanlagen mangels unzureichender Rentabilitätsaussichten im Unternehmenssektor nicht in Investitionen, sondern in den Wohnungsbau, in zinstragende Staatspapiere oder in das Ausland gelenkt werden.

### Anlageverhalten der Unternehmen

Das Anlageverhalten der Unternehmen wird in gesamtwirtschaftlichen Analysen überwiegend anhand der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung beurteilt. Oft wird dabei übersehen, zumindest aber nicht darauf verwiesen, daß in der Finanzierungsrechnung auch die freien Berufe im Unternehmenssektor erfaßt sind. Das Kapitalanlageverhalten der freien Berufe ist jedoch eher mit dem der privaten Haushalte als mit dem von Produktionsunternehmen zu vergleichen. Die Möglichkeiten der freiberuflichen Unternehmer, Mittel im eigenen Unternehmen anzulegen, sind wegen der geringen Expansionsfähigkeit begrenzt. Dementsprechend haben die freien Berufe ihre frei verfügbaren Mittel weitgehend am Kapitalmarkt angelegt.

Vergleicht man die Ergebnisse der Finanzierungsrechnung mit den Jahresabschlüssen der Unternehmen, in denen die freien Berufe nicht erfaßt werden, dann zeigt sich, daß die Geldanlagen im Gegensatz zur Finanzierungsrechnung im langfristigen Trend kaum stärker als die Sachkapitalbildung zugenommen haben. Bezogen auf die gesamtwirtschaftliche Bruttovermö-

gensbildung sind die Geldanlagen der Unternehmen von 14 % in der zweiten Hälfte der 60er Jahre auf 8 % in den 80er Jahren gesunken, während die Nettoinvestitionen von 15,4 % auf 8 % zurückgegangen sind (vgl. Tabelle 2). Im Gegensatz zur Finanzierungsrechnung wurden in den Hochzinsphasen 1973/74 und 1980/81 nicht nur die Bruttoinvestitionen, sondern auch die Geldanlagen der Unternehmen reduziert (vgl. Tabelle 3). Dies ist teilweise darauf zurückzuführen, daß in den Jahresabschlüssen auch die interindustriellen Kreditverflechtungen enthalten sind. Die Kreditbeziehungen zwischen den Unternehmen sind durch den Konjunkturverlauf und nicht durch die Zinsentwicklung geprägt. Sie steigen im Konjunkturaufschwung stark an und werden im Konjunkturabschwung ebenso rasch abgebaut. Die unterschiedlichen Ergebnisse dieser beiden Statistiken verdeutlichen, daß eine starke Intensivierung der Geldvermögensbildung im gesamten Unternehmenssektor aufgrund steigender Zinsen keineswegs empirisch abgesichert ist.

Aus theoretischen Gründen ist eine dauerhafte Substitution von Sachkapital durch Geldkapital in den Unternehmen auch wenig plausibel. Wenn Unternehmen weder investieren noch rentable Unternehmen aufkaufen, dann werden sie über kurz oder lang aus dem Markt ausscheiden. Produktionsunternehmen haben im allgemeinen keine Effizienzvorteile, wenn es darum geht, mit Fremd- oder Eigenmitteln Geldvermögenserträge zu erwirtschaften. Da normalerweise die Zinserträge niedriger als die Kapitalkosten sind, ist bei einem dauerhaften Mangel an rentablen Investitionen die Schuldentilgung und zuletzt die Rückzahlung des Eigenkapitals günstiger als der Erwerb von Wertpapieren. Eine hohe Geldvermögensbildung in einzelnen Unternehmen kann deshalb nur bedeuten, daß die Unternehmen wieder auf bessere Investitionsrentabilitäten oder auf eine Verringerung der Investitionsrisiken hoffen.

### **Geringe Zinsreagibilität des Wohnungsbaus**

Hohe Zinsen hätten die Kapitalnachfrage der Bauherren stärker als die Kapitalnachfrage der Unternehmen reduzieren müssen, weil Erträge im Wohnungsbau ausgesprochen kapitalintensiv erwirtschaftet werden<sup>10</sup>. Eine Entlastung des Kapitalmarktes durch verringerte Wohnungsbauinvestitionen ist jedoch erst nach dem Zusammenbruch der Rentabilitätserwartungen der Bauherren in jüngster Zeit eingetreten. Bis Anfang der 80er Jahre hat der Wohnungsbau in hohem Ausmaß Kapital zu Lasten der Unternehmen absorbiert. Die

Wohnungsbauinvestitionen wurden gegen Ende der 70er Jahre beträchtlich forciert und reagierten verhältnismäßig wenig auf den Zinsanstieg, obwohl sich schon damals Sättigungsgrenzen am Wohnungsmarkt abzeichnen begannen, die auf Dauer gesehen keine hohen Rentabilitäten zuließen. Trotzdem hatte der Wohnungsbau Anfang der 80er Jahre mit etwa 30 % einen größeren Teil des gesamtwirtschaftlichen Kapitalangebots aufgenommen als in der ersten Hälfte der 60er Jahre (26 %) bei noch großem Wohnungsbedarf (vgl. Tabelle 1).

Die Verdrängung der Unternehmen am Kapitalmarkt ist nur dann zu verstehen, wenn man berücksichtigt, daß Kapitalanlagen im Wohnungsbau gegenüber Geldanlagen und Kapitalanlagen in Unternehmen erhebliche Steuervorteile genießen. Zwar besteht die Bevorzugung des Wohnungsbaus schon seit langer Zeit, doch sind die steuerlich bedingten Vorteile des Wohnungsbaus gegenüber anderen Anlageformen erst in den letzten Jahren angesichts der hohen Steuerbelastung der Einkommen stärker ins Bewußtsein der Anleger gerückt. Eine wesentliche Rolle hat dabei gespielt, daß die Innovationstätigkeit bei der Entwicklung von steuersparenden Anlageformen enorm zugenommen hat und der allgemeine Kenntnisstand über die Steuervorteile im Wohnungsbau verbessert wurde. Die Kapitalumlenkung von Investitionen in Produktionsvermögen zu Investitionen in Wohnungen ist also nicht nur durch das Steuersystem gefördert worden, sondern auch durch den höheren Kenntnisstand über die steuerlichen Vorteile und die Überbetonung des Aspekts der Steuervermeidung gegenüber Rentabilitätserwägungen<sup>11</sup>.

Hinzu kommt, daß die Banken den Fremdkapitalbedarf der Bauherren wegen der als niedrig erachteten Kapitalrisiken bereitwillig, bis vor kurzem auch durch Erhöhungen der Beleihungsgrenzen, finanziert haben. Dabei ist der Anteil der Eigenmittel an der Wohnungsbaufinanzierung (einschließlich der Eigenkapitalbildung durch Tilgung aufgenommener Kredite) von durchschnittlich 54 % in den 60er Jahren auf 50 % seit Beginn der 70er Jahre und auf 47 % Anfang der 80er Jahre gesunken. Der hohe Fremdkapitalanteil an der Wohnungsbaufinanzierung ist nicht nur Ausdruck der hohen Investitionstätigkeit bei verringerter Sparneigung, sondern eine zwangsläufige Folge der steuersparenden Modelle, nicht zuletzt aber auch der Erkenntnis, daß bei Inflation durch eine Verschuldung zusätzliche Gewinne realisiert werden können, die anders als beim Produktivvermögen bei Veräußerung nicht der Besteuerung unterliegen.

<sup>10</sup> Vgl. Hans-Hagen H ä r t e l u. a.: Wechselwirkungen von Geldpolitik, Inflation und Strukturwandel, Ergänzungsband 1 zum Strukturbericht 1983, Hamburg 1984.

<sup>11</sup> Vgl. ebenda.

### **Crowding-out durch staatliche Verschuldung?**

Die Abnahme der Investitionsneigung bei ansteigender Staatsverschuldung läßt auch eine Verdrängung der Kapitalnachfrage der Unternehmen durch den Staat vermuten. Die Ausgaben der Sozialversicherungen und Gebietskörperschaften sind seit der ersten Hälfte der 60er Jahre von 35 % des nominalen Bruttosozialprodukts auf 49 % zu Beginn der 80er Jahre gestiegen. Sie wurden in zunehmendem Umfang nicht über Einnahmen, sondern durch Kredite finanziert. Hatte der Staat in der ersten Hälfte der 60er Jahre noch Finanzierungsüberschüsse in Höhe von durchschnittlich 6 % der gesamtwirtschaftlichen Bruttovermögensbildung realisiert, und war der Staatshaushalt in der folgenden Dekade aufgrund der günstigen Einnahmenentwicklung nahezu ausgeglichen, so haben die Ausgaben die Einnahmen seit dem konjunkturellen Einbruch 1974/75 erheblich überschritten. Die Staatsdefizite erreichten bis 1983 ein durchschnittliches Volumen von 15 % der gesamtwirtschaftlichen Bruttovermögensbildung (vgl. Tabelle 4).

Ein Crowding-out durch die Staatsverschuldung wird jedoch bestritten. Die Budgetdefizite des Staates seien aus konjunkturellen Gründen entstanden, dabei habe die antizyklische Fiskalpolitik über die Stabilisierung der Nachfrage nicht nur die Investitionserträge und die Ertragserwartungen der Unternehmen verbessert, sondern gleichzeitig auch die Investitionsrisiken gesenkt. Eine Verzögerung des Zinssenkungsprozesses durch die staatliche Kreditnachfrage sei damit mehr als kompensiert worden.

Betrachtet man die fiskalpolitische Praxis seit dem Ölpreisschock, so herrscht mit Ausnahme der Jahre 1978/79 durchaus ein keynesianisches Muster vor. Sowohl in den Jahren 1974/75 als auch in den Jahren 1980/81 nahmen die Defizite der Gebietskörperschaften und der Sozialversicherungen durch konjunkturbedingte Ein-

nahmeausfälle zu. Nach der beträchtlichen Ausweitung wurden die Defizite sowohl in den Jahren 1976/77 als auch in den Jahren 1982 bis 1984 wieder reduziert.

### **Risiko- und Kostenerhöhung**

Ob die antizyklische Fiskalpolitik die Investitionsrisiken per saldo gemindert oder verstärkt hat, ist umstritten. Den positiven Wirkungen eines Ausgleichs akuter Nachfrageausfälle steht gegenüber, daß die Finanzpolitik sowohl in Expansions- als auch in Kontraktionsphasen nicht aus einem konsistenten Maßnahmenbündel, sondern aus Ad-hoc-Maßnahmen bestand. Dies hat die Investitionsrisiken erhöht. Kennzeichnend dafür ist die Entwicklung in der Bauwirtschaft, die als Folge der staatlichen Maßnahmen jegliche mittelfristige Orientierung verloren hat. Zum einen wurden die öffentlichen Investitionen von den Konsolidierungsmaßnahmen überdurchschnittlich getroffen, zum anderen haben die staatlichen Maßnahmen auch im Wohnungsbau destabilisierend gewirkt. Die massive Dauersubventionierung, das exzessive Ausnutzen der vom Gesetzgeber eingeräumten Steuervorteile sowie konjunkturpolitisch motivierte Hilfen bewirkten ein Überangebot an Wohnungen und einen Einbruch der Wohnungsbaunachfrage.

Auch die These über die Unschädlichkeit einer dauerhaften Kreditaufnahme läßt sich anhand des empirischen Befundes bezweifeln. Die staatliche Kreditnachfrage, so wird behauptet, muß nicht zu höheren Finanzierungskosten der Unternehmen führen. Der Zinsanstieg werde durch die Abnahme der Risikoprämie kompensiert, wenn die Kapitalanleger durch den Zuwachs an ausgesprochen sicheren Staatspapieren dazu bewegt werden, mehr Risikokapital zu bilden<sup>12</sup>. Ob bei den Kapitalanlegern eine komplementäre oder eine substitutive Beziehung zwischen sicheren Wertpapieren und

<sup>12</sup> Vgl. James T o b i n : Grundsätze der Geld- und Staatsschuldenpolitik, Baden-Baden 1978, S. 44 ff.

**Tabelle 4**  
**Entwicklung des Staatshaushalts**  
(in % des nominalen BSP)

	60-64	65-69	70-74	75-79	80-83	1981	1982	1983	1984	1985
Ausgaben	34,9	38,0	41,1	48,0	48,7	49,1	49,2	48,2	47,6	46,8
Einnahmen	36,6	37,6	41,0	44,6	45,4	45,2	45,8	45,5	45,8	45,7
Finanzierungssaldo	1,8	-0,4	-0,1	-3,4	-3,3	-3,8	-3,4	-2,7	-1,7	-1,1
dar. Gebietskörperschaften	0,8	-0,6	-1,1	-3,2	-3,5	-4,2	-3,9	-2,7	-	-
Sozialversicherungen	1,0	0,3	1,0	-0,1	0,2	0,4	0,5	-0,0	-	-
nachrichtlich:										
Finanzierungssaldo <sup>1</sup>	6,4	-1,5	-0,5	-15,5	-15,2	-18,5	-16,1	-12,2	-	-

<sup>1</sup> In % der gesamtwirtschaftlichen Bruttovermögensbildung.  
Q u e l l e n : Statistisches Bundesamt: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Fachserie 18; Herbstgutachten der fünf Wirtschaftsforschungsinstitute, Oktober 1984; eigene Berechnungen.

**Tabelle 5**  
**Entwicklung der Realzinsen<sup>a</sup> im internationalen Vergleich**  
(in %)

	60-69	70-79	80-83	82	83
Bundesrepublik Deutschland	4,1	3,0	3,7	3,5	4,4
USA	2,2	0,5	3,8	6,3	7,8
Japan	2,0 <sup>b</sup>	-1,6	3,9	5,3	5,5

<sup>a</sup> Berechnet unter Zugrundelegung der Umlaufrenditen öffentlicher Anleihen und der Steigerungsraten der Konsumentenpreise.

<sup>b</sup> Durchschnitt der Jahre 1966-1969.

Quelle: International Monetary Fund; eigene Berechnungen.

Risikokapital besteht, ist empirisch kaum zu überprüfen. Die ungebrochene Abnahme der Risikokapitalbildung der privaten Haushalte deutet jedoch eher auf eine substitutive Beziehung hin. Dies spräche für einen Anstieg der Kapitalkosten.

### Crowding-out durch das Ausland?

Die staatliche Kreditaufnahme führt nur dann nicht zu einer Verdrängung der Investitionen, wenn gleichzeitig die Rentabilität verbessert wird oder Kapitalzuflüsse aus dem Ausland den Zinsanstieg verhindern. Die letzte Bedingung war bis Ende der 70er Jahre erfüllt. Nach der ersten Ölpreiskrise waren die Kapitalanleger im Vertrauen auf eine Aufwertungsprämie gewillt, ihr Kapital selbst bei niedriger Verzinsung in der Bundesrepublik anzulegen. Der Staat konnte deshalb bei sinkenden Zinsen eine hohe Kreditaufnahme durchsetzen. Diese günstige Konstellation war jedoch vorbei, als der Kurswechsel der amerikanischen Geldpolitik Anfang der achtziger Jahre das Mißtrauen in den Dollar beseitigte und Dollaranlagen attraktiv machte. Der Einbruch der Investitionstätigkeit zu diesem Zeitpunkt ist aber weniger auf ein Crowding-out durch den Staat zurückzuführen, sondern darauf, daß die Bundesbank versuchte, den Kapalexport mit einer Hochzinspolitik zu bekämpfen.

Der schwerfällige Investitionsaufschwung in der Bundesrepublik bei tragem Zinsrückgang nach dem Konjunkturunbruch 1981/82 ist allerdings nicht mehr der Geldpolitik anzulasten, denn die Bundesbank hatte schon frühzeitig auf Expansion umgeschaltet. Statt dessen wird die amerikanische Hochzinspolitik dafür verantwortlich gemacht, daß die Realzinsen nicht nur in den USA, sondern auch weltweit gestiegen sind (vgl. Tabelle 5). Die Unsicherheit über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung nach den Stabilisierungskrisen Mitte der 70er Jahre und Anfang der 80er Jahre gilt als weiterer Grund für die hohen Realzinsen. Sie habe dazu geführt, daß risikobewußte Kapitalanleger eine höhere

Risikoprämie forderten<sup>13</sup>. Ein Anstieg der Risikoprämie kann die hohen Zinsen allerdings nicht allein, sondern nur in Verbindung mit einer steigenden Kapitalnachfrage erklären. Bei unveränderter Kapitalnachfrage wäre nämlich ein Zinssenkungsprozeß eingetreten, der den Anstieg der Risikoprämie kompensiert hätte.

### Rentabilitätsvorsprung des Auslandes

Diese Zinssenkung ist unter anderem ausgeblieben, weil der amerikanische Fiskus seine Kapitalnachfrage gesteigert hat. Dadurch sind die Rentabilitätsanforderungen an Investitionsprojekte bei allen Investoren angestiegen. Infolge des Rentabilitätsvorsprungs amerikanischer und japanischer Unternehmen hat der Investitionsaufschwung dort rascher und stärker als in der Bundesrepublik eingesetzt. Die dadurch induzierte Erhöhung der Kapitalnachfrage hat den Realzinsanstieg noch forciert.

Die Bundesrepublik kann sich den hohen Zinsen aber nicht durch eine Politik des leichten Geldes entziehen. Eine Abkoppelungsmöglichkeit vom hohen Zinsniveau in den USA besteht allenfalls in einer Senkung der Risikoprämie, die die Kapitalanleger von den Investoren in der Bundesrepublik fordern. Letzteres ist der Bundesrepublik auch in den achtziger Jahren wieder gelungen. Mit der inflationsbekämpfenden Geldpolitik und der auf Konsolidierung des Staatshaushalts ausgerichteten Finanzpolitik hat die Bundesrepublik das Vertrauen der Kapitalanleger zurückgewonnen. Der Realzinsanstieg war in der Bundesrepublik weniger ausgeprägt als in den USA und Japan. Allerdings konnte die geringere Risikoprämie den Rentabilitätsvorsprung amerikanischer und japanischer Investoren nicht ausgleichen. Da der Abkoppelungsspielraum nicht mehr allzu groß sein dürfte, ist eine stärkere Investitionsbelegung in der Bundesrepublik bei anhaltend hoher Kapitalnachfrage in der Welt nur über eine Steigerung der Investitionsrentabilität zu erreichen.

### Eigenkapitalmangel?

Es stellt sich die Frage, ob eine Belegung der Investitionstätigkeit auch über eine verbesserte Eigenkapitalbildung zu erreichen wäre. Dies setzt voraus, daß einerseits an sich rentable Investitionen nur deshalb unterlassen werden, weil nicht genügend Eigenkapital zur Verfügung steht und eine Finanzierung am Kreditmarkt wegen der hohen Finanzierungsrisiken nicht oder nur zu überhöhten Zinsen möglich ist, und daß andererseits die Anleger im Ausland genügend attraktive Anlage-

<sup>13</sup> Vgl. Günter Großer, Günter Weinert: Die weltwirtschaftlichen Auswirkungen der Reaganomics, in: WIRTSCHAFTSDIENST, 64. Jg. (1984), H. 11, S. 535 ff.

möglichkeiten finden, so daß der Zinssenkungsprozeß, der die hohe Risikoprämie neutralisieren würde, unterbleibt. Hilfreich wäre in diesem Fall die Beseitigung der zahlreichen Diskriminierungstatbestände für die Anlage bzw. die Verwendung von Risikokapital gegenüber der Bildung von Geldkapital bzw. der Aufnahme von Fremdkapital. Dies würde die Risikoprämien für die Anlage im Unternehmensbereich senken. Es würde sich dann vermutlich herausstellen, daß es von der Seite des Eigenkapitalangebots keine globalen, sondern nur partielle Finanzierungsengpässe gibt. Große Unternehmen leiden bisher schon nicht unter Eigenkapitalmangel, es sei denn, ihre Ertragslage und ihre Rentabilitätsaussichten sind schlecht. Partielle Finanzierungsengpässe sind dagegen vor allem bei mittelständischen Unternehmen und bei Unternehmungsgründungen zu vermuten.

Die Tatsache, daß kleine und mittelgroße Unternehmen Eigenkapital durch Fremdkapital ersetzt haben, läßt sich aber nicht als Finanzierungsengpaß deuten, denn immerhin haben die Kreditgeber diesen Unternehmen Mittel zur Verfügung gestellt. Eine Benachteiligung dieser Unternehmen kann eher aus der Anfälligkeit gegenüber monetären Störungen abgeleitet werden. Diese ist im besonderen deshalb gegeben, weil die kleinen und mittleren Unternehmen vor allem in Hochzinsphasen höhere Zinsbelastungen zu tragen haben, und zwar

nicht nur wegen des höheren Fremdkapitalanteils, sondern auch weil die effektive Zinsbelastung ihrer Verbindlichkeiten wesentlich stärker als die der Großunternehmen steigt. Empirisch läßt sich eine durch Finanzierungsengpässe bedingte zunehmende Benachteiligung der kleinen und mittelgroßen Unternehmen gegenüber großen Unternehmen weder mit der Umsatzentwicklung noch mit der Investitionstätigkeit und auch nicht mit der Insolvenzstatistik belegen<sup>14</sup>. Offensichtlich konnten die kleinen und mittleren Unternehmen Finanzierungs-nachteile durch höhere Flexibilität oder Vorteile bei anderen Wettbewerbsfaktoren ausgleichen.

Dennoch ist es gerade in Zeiten mit starkem strukturellen Wandel angezeigt, alle Diskriminierungen abzubauen, die eine unwirtschaftliche Verwendung von Kapital begünstigen, und alle Hemmnisse zu beseitigen, die ertragreiche Investitionen behindern. Bei den Ursachen der gesamtwirtschaftlichen Investitionsschwäche in der Bundesrepublik dürfte dabei dem Eigenkapitalproblem gegenüber dem Rentabilitätsproblem allerdings nur eine untergeordnete Bedeutung zukommen.

<sup>14</sup> Vgl. hierzu Hans-Hagen H ä r t e l u. a.: Auswirkungen veränderter Rahmenbedingungen auf das Finanzierungsverhalten der Unternehmen, Hamburg, August 1984, S. 263 ff.; Zur Investitionstätigkeit kleiner und mittelgroßer sowie großer Unternehmen vgl. auch Hans-Hagen H ä r t e l u. a.: Wechselwirkungen von Geldpolitik, Inflation und Strukturwandel, Hamburg 1984.

**VERÖFFENTLICHUNGEN DES HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG-HAMBURG**

**NEUERSCHEINUNG**

**Heinz-Dietrich Ortlieb**

**DIE ZUKUNFT UNSERER VERGANGENHEIT**

**– Zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik der Jahre 1956-1984 –**

Der vorliegende Band enthält Aufsätze, die der ehemalige Direktor des HWWA-Institut für Wirtschaftsforschung-Hamburg und Emeritus der Hamburger Universität, Heinz-Dietrich Ortlieb, zu den brennenden Fragen seiner Zeit veröffentlicht hat. Was Ortlieb vor allem anderen auszeichnet, ist sein gesellschaftspolitisches Engagement, das nie von den jeweils modischen politischen oder sozialen Vorstellungen geprägt war. Vielmehr hat er frühzeitig Fehlentwicklungen erkannt und vor ihren Folgen gewarnt. Seine in diesem Buch zusammengefaßten Stellungnahmen zur Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik sind auch heute noch von hoher Aktualität.

Großoktav, 340 Seiten, 1984, Preis brosch. DM 55,-

ISBN 3-87895-258-9

**V E R L A G W E L T A R C H I V G M B H – H A M B U R G**