

Dicke, Hugo; Trapp, Peter

**Working Paper — Digitized Version**

## Zinsen, Gewinne, Nettoinvestitionen: Zu den Bestimmungsfaktoren der Sachvermögensbildung westdeutscher Unternehmen

Kieler Diskussionsbeiträge, No. 99

**Provided in Cooperation with:**

Kiel Institute for the World Economy – Leibniz Center for Research on Global Economic Challenges

*Suggested Citation:* Dicke, Hugo; Trapp, Peter (1984) : Zinsen, Gewinne, Nettoinvestitionen: Zu den Bestimmungsfaktoren der Sachvermögensbildung westdeutscher Unternehmen, Kieler Diskussionsbeiträge, No. 99, Institut für Weltwirtschaft (IfW), Kiel

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/48009>

**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.*

# Zinsen, Gewinne, Nettoinvestitionen

## Zu den Bestimmungsfaktoren der Sachvermögensbildung westdeutscher Unternehmen

von Hugo Dicke und Peter Trapp

### A U S D E M I N H A L T

- Hoffnungen, die steigenden Unternehmensgewinne würden über kurz oder lang die Investitionsneigung der Unternehmen erhöhen, scheinen sich nicht zu erfüllen. Zwar ist die Investitionsgüternachfrage gestiegen; dies ist jedoch bislang vorwiegend auf Käufe für Ersatz- und Rationalisierungsvorhaben zurückzuführen. Neue Investitionsprojekte werden kaum in Angriff genommen. Auf solche (Netto-) Investitionen kommt es aber an, wenn das Produktionspotential und das Arbeitsplatzangebot steigen sollen. Daß sich die Rahmenbedingungen für solche Investitionen verbessert haben, scheint zweifelhaft.
- Der Realzins auf Finanzaktiva ist zwar gegenüber der Hochzinsphase 1980/81 gesunken. Die Ertragskraft von Sachvermögen ist jedoch noch immer unzureichend, mögen die Erfolgsberichte der Unternehmen auch ein anderes Bild erzeugen. Die bilanzierten Gewinne sind ein ungeeigneter Indikator für die Ertragskraft des Sachvermögens. Gesetzliche Bewertungsvorschriften, Änderungen der Finanzierungsstruktur und vermehrte Erträge aus Geldanlagen und Beteiligungen verschleiern die wahre Rentabilität der Produktion.
- Die Unternehmensgewinne, die dem eigentlichen Betriebszweck zuzurechnen sind, haben seit Mitte der 60er Jahre stark abgenommen. Die reale Ertragsrate des Sachvermögens liegt seit Anfang der 80er Jahre sogar unter dem Realzins auf relativ risikolose Kapitalmarktanlagen. Den Unternehmen werden daher auch weiterhin Anlagen in Finanzaktiva oder der Erwerb ausländischer Beteiligungen vorteilhafter erscheinen als die Bildung inländischen Produktivvermögens.

Zinsen, Gewinne, Nettoinvestitionen  
Zu den Bestimmungsfaktoren der Sachvermögensbildung  
westdeutscher Unternehmen

Zum Problem

Das wirtschaftliche Wachstum in der Bundesrepublik Deutschland war in den letzten Jahren deutlich schwächer als zu Beginn der siebziger Jahre. Während das Produktionspotential damals noch um 4 bis 4,5 vH zunahm, war der Zuwachs Anfang der achtziger Jahre nur noch etwa halb so stark. Um die Wachstumsschwäche zu überwinden, kommt es nach allgemeiner Auffassung vor allem darauf an, diejenigen Investitionen erheblich zu steigern, die das Produktivvermögen im Unternehmenssektor erhöhen. Die Bedingungen hierfür scheinen sich in letzter Zeit verbessert zu haben: 1983 sind die Ausrüstungsinvestitionen, die zuvor fast drei Jahre lang rückläufig waren, um 5,7 vH gestiegen. Bundesregierung und Bundesbank führen diesen Anstieg vor allem auf die erhebliche Verbesserung der Unternehmensgewinne und auf den Rückgang der Zinsen zurück. Die Zunahme der Investitionsaktivität darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, daß sich das Klima für die Bildung von Sachvermögen nicht grundlegend gebessert hat. Bislang haben die Unternehmen vor allem veraltete Anlagen ersetzt und Rationalisierungsmaßnahmen vorgenommen, also investiert, um den vorhandenen Kapitalstock zu erhalten und effizienter zu machen. Neue Investitionsprojekte wurden dagegen kaum in Angriff genommen. Erweiterungsinvestitionen spielen also nach wie vor eine untergeordnete Rolle. Auffällig ist zudem, daß die Unternehmen, obwohl sich die Erwartungen hinsichtlich zukünftiger Erträge allen Umfragen zufolge merklich verbessert haben, bei ihren Investitionsplänen weiterhin relativ zurückhaltend sind. Diese Beobachtungen widersprechen offensichtlich der Hypothese, daß den Unternehmenserträgen für das Investitionsverhalten eine zentrale Bedeutung zukommt, sie scheinen dagegen jenen Recht zu geben, die in dem anhaltend hohen Zinsniveau die Ursache für die geringe Investitionsneigung sehen.

In diesem Beitrag soll die Rolle von Gewinnen und Zinsen für die Bildung von neuem Sachvermögen in der Bundesrepublik untersucht werden. Die fünf mit der Strukturberichterstattung beauftragten wirtschaftswissenschaftlichen Forschungs-

stitute sind in ihren Strukturberichten 1983 dieser Frage nachgegangen und zu unterschiedlichen Auffassungen über die Ursache der Investitionsschwäche gelangt. Das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW) vertritt zwar die Ansicht, daß die Ertragskraft von Sachvermögen einen erheblichen Einfluß auf das Investitionsverhalten ausübe; während der letzten Jahre sei die Ertragskraft aber weitgehend konstant geblieben. Das DIW sieht deshalb in der Zinsentwicklung die entscheidende Determinante für die schwache Investitionstätigkeit in den vergangenen Jahren [DIW, 1983, S. 122 ff.]. Auch das ifo-Institut [1983, S. 82 ff.] und das HWWA-Institut [1983, S. 95 ff.] stellen - ohne detaillierte Analysen der Renditeentwicklungen vorzunehmen - heraus, daß vor allem die hohen Zinsen die (Brutto-)Investitionen negativ beeinflußt haben. Das Rheinisch-Westfälische Institut für Wirtschaftsforschung (RWI) [1983, S. 140 ff.] und das Institut für Weltwirtschaft (1) sehen die entscheidende Ursache für die Investitionsschwäche in den letzten Jahren dagegen in dem Rückgang der Rendite auf Sachanlagen.

Diese Ergebnisse scheinen auf den ersten Blick kaum miteinander vereinbar zu sein. Vergleicht man die Untersuchungen, so wird allerdings deutlich, daß ihnen weder einheitlich definierte Sachkapitalrenditen noch vergleichbare Investitionsabgrenzungen zugrunde liegen, so daß eigentlich unterschiedliche Fragestellungen behandelt werden. Bei der Interpretation der Ergebnisse ist zu beachten, daß die relative Bedeutung von Zinsen und Sachkapitalerträgen für die Investitionsentscheidung stark von der Art der Investition abhängt, die getätigt werden soll. Ersatz- oder Rationalisierungsinvestitionen z.B., die im Rahmen bereits bestehender Produktionsanlagen notwendig werden, dürften wesentlich stärker als Erweiterungsinvestitionen auf Veränderungen der Finanzierungskosten und konjunkturpolitische Anreize reagieren, denn bei solchen Maßnahmen ist die Rentabilität durch die bestehenden Anlagen schon weitgehend determiniert. Wenn bei diesen Anschaffungen eine gewisse zeitliche Flexibilität gegeben ist, kommt es vor allem darauf an, sie dann vorzunehmen, wenn die Zinsen niedrig sind und/oder staatliche Investitionshilfen gewährt werden. Zeiten verstärkter Ersatz- und Rationalisierungsinvestitionen sind aber nicht notwendigerweise Zeiten günstiger Rahmenbedingungen für neue Investitionsprojekte, durch die zusätzliches Sachvermögen gebildet wird. Auf solche Investitionen kommt es aber vor allem an, wenn das Produktionspotential wieder stärker wachsen und das Arbeitsplatzangebot steigen soll.

Vor dem Hintergrund dieser Überlegungen geht es in diesem Beitrag zunächst darum zu skizzieren, welche Zusammenhänge zwischen Zinsen, Gewinnen und Netto-

---

(1) Vgl. K.-D. Schmidt et al. [1985, S. 35 ff.].

investitionen nach investitionstheoretischen Überlegungen zu erwarten sind. Die anschließende Überprüfung der Beziehung zwischen Zinsen, Gewinnen und Investitionen in der Periode von 1966 bis 1981 ergibt, daß die tatsächliche Entwicklung mit den theoretischen Erwartungen nicht übereinstimmt. Eine kritische Analyse der Daten zeigt jedoch, daß dies nicht auf Schwächen der Investitionstheorie zurückzuführen ist, sondern darauf, daß die herkömmlich berechneten Sachkapitalrenditen ein falsches Bild von der Ertragskraft des Sachvermögens geben. Bei "richtiger" Berechnung der Sachkapitalerträge wird deutlich, daß eine grundlegende Verbesserung der Investitionsbedingungen bislang nicht eingetreten ist. Abschließend wird diskutiert, welche Konsequenzen sich daraus für die zukünftige Investitionstätigkeit und für die Wirtschaftspolitik ergeben.

#### Unternehmensgewinne und Zinsen - Bestimmungsfaktoren der Investitionstätigkeit?

Nach herkömmlichen investitionstheoretischen Überlegungen wird die Sachkapitalbildung im Zeitablauf durch Änderungen des Verhältnisses von erwarteten Erträgen auf Sachvermögen zu erwarteten Erträgen auf Geldvermögen beeinflusst. Steuerliche Gesichtspunkte können dabei außer acht gelassen werden, da die ertragsabhängigen Steuern im Falle von Unternehmen - jedenfalls soweit es sich um Kapitalgesellschaften handelt - bei beiden Anlageformen gleich hoch sind. Wenn die Ertrags-erwartungen in der Produktionssphäre im Verhältnis zu den erwarteten Erträgen auf Geldanlagen steigen (sinken), wird mehr (weniger) investiert. Die Veränderungen der nominalen Zinsen lassen für sich genommen bekanntlich keine eindeutige Schlußfolgerung auf die Attraktivität von Geldanlagen zu. Denn ein Zinsanstieg, der durch eine ähnlich starke oder womöglich noch größere Zunahme der Inflationserwartungen verursacht wird, dürfte sich kaum günstig auf die Bereitschaft, Finanzanlagen zu erwerben, auswirken. Der Nominalzins muß daher um die Inflationserwartungen bereinigt werden. Erst dadurch erhält man einen eindeutigen Indikator für die Rendite auf Geldanlagen, die mit der Ertragsrate auf Sachkapital zu vergleichen ist. Dieser Realzins wird gesamtwirtschaftlich durch die Zeitpräferenz, also die Neigung der Wirtschaftssubjekte, zugunsten zukünftigen Konsums auf Gegenwartskonsum zu verzichten, und durch die erwartete Rendite auf Sachkapital bestimmt. Nimmt die Präferenz für Gegenwartskonsum zu, etwa weil geburtenstarke Jahrgänge ins Erwerbsleben treten und relativ viel von ihrem Einkommen ausgeben oder weil Parteien mit einer starken Präferenz für gegenwärtigen Sozial-

konsum an die Macht kommen, so steigt der Realzins. Dadurch wird es bei unveränderten Ertragserwartungen in bezug auf Sachvermögen weniger lohnend, in zukünftige Produktionskapazitäten zu investieren; die Erweiterungsinvestitionen gehen zurück. Der Realzins erhöht sich aber auch, wenn nicht die Zeitpräferenz, sondern der erwartete Ertrag auf Sachvermögen zunimmt, etwa weil Fortschritte in der Produktionstechnik erzielt, neue Märkte erschlossen, investitionshemmende Regulierungen abgeschafft oder Verteilungskonflikte entschärft werden. In diesem Fall sorgt die steigende Nachfrage nach Kapital für Investitionszwecke dafür, daß der Zins auf den Finanzmärkten steigt. Zuverlässige Aussagen über Veränderungen des Investitionsklimas können daher nur aus Veränderungen des Verhältnisses von Sachkapitalertrag zu Realzins abgeleitet werden. Die Realzinsentwicklung allein läßt nur dann einen Schluß auf die Investitionen zu, wenn die Sachkapitalrendite konstant ist (1); umgekehrt kann eine Verbesserung der Gewinnerwartungen für sich genommen nur dann als Hinweis auf günstigere Investitionsbedingungen gelten, wenn sich die Zeitpräferenz für Gegenwartskonsum nicht verändert hat. Ob eine dieser Bedingungen gilt, ist eine empirische Frage.

#### Sachkapitalrendite, Realzins und Investitionen in der Bundesrepublik Deutschland

Eine empirische Überprüfung der investitionstheoretischen Hypothesen ist mit erheblichen Schwierigkeiten verbunden. Zum einen hängen die Investitionsentscheidungen in starkem Maße von Erwartungen ab, die nicht meßbar sind. Zum anderen entsprechen die als Nettoinvestitionen ausgewiesenen Investitionsausgaben nicht unbedingt genau dem Volumen neuer Investitionsprojekte. So werden als Ersatzinvestitionen jene Ausgaben bezeichnet, die notwendig sind, um die Abschreibungen auf den Kapitalstock auszugleichen. Ökonomisch gesehen können sich darunter durchaus neue Investitionsprojekte befinden, weil in einer wachsenden Wirtschaft im Zeitablauf gewisse Produktionsanlagen wegen Unrentabilität stillgelegt werden und statt dessen ganz neue Produktionszweige entstehen. Umgekehrt ist es auch möglich, daß die Investitionsausgaben für die Erhaltung bereits bestehender Produktionskapazitäten zeitweise über die rechnerischen Abschreibungen hinausgehen.

---

(1) Es entspricht keynesianischem Denken, eine konstante Sachkapitalrendite exogen vorzugeben. Dies ist aber eine Abstraktion der Wirklichkeit, die solche Modelle als unbrauchbar für die Prognose der Sachkapitalbildung erscheinen lassen.

Wegen dieser Probleme bei der Ermittlung der ökonomisch relevanten Daten kann die Analyse der Beziehung zwischen den Gewinnen und Zinsen einerseits und den Investitionen andererseits nur tendenzielle Ergebnisse, aber keine exakten Zusammenhänge liefern. Immerhin kann die Untersuchung Aufschluß darüber geben, wie Gewinne und Zinsen in der Vergangenheit mit der Investitionstätigkeit zusammenhängen. Ergäbe sich z.B. eine enge positive Beziehung zwischen Gewinnen und Investitionen oder eine enge negative Beziehung zwischen Zinsen und Investitionen, so wäre dieses Ergebnis für kurzfristige Prognosen durchaus von Bedeutung und könnte helfen, die zukünftige Entwicklung der Sachkapitalbildung abzuschätzen.

Die Zeitreihenanalyse wird anhand der von der Deutschen Bundesbank [1983] veröffentlichten Jahresabschlüsse der Unternehmen der Bundesrepublik vorgenommen. Der Jahresüberschuß nach den Unternehmensbilanzen kann als ein besserer Indikator für die Gewinnentwicklung als die Gesamtgröße "Einkommen aus Unternehmertätigkeit und Vermögen" nach den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen angesehen werden, da diese in starkem Maße durch die statistisch schwer erfaßbaren Vermögenseinkommen und die Einkommen der Selbständigen (Freiberufler) beeinflusst wird und da sich Wertberichtigungen (Sonderabschreibungen) in den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen meist nur mit zeitlicher Verzögerung niederschlagen.

In der von der Deutschen Bundesbank erstellten Statistik der Jahresabschlüsse der Unternehmen sind nur jene Wirtschaftsbereiche erfaßt, "in denen der Handelswechsel als Finanzierungsinstrument von Bedeutung ist". Dazu gehören vor allem das Verarbeitende Gewerbe, das Baugewerbe und der Handel. Nicht oder kaum vertreten sind dagegen die Dienstleistungsbereiche (einschließlich finanzieller Unternehmen wie Banken und Versicherungen). Damit repräsentiert die Erhebung in erster Linie jene Bereiche, für die eine hohe Wettbewerbsintensität kennzeichnend ist und in denen in den vergangenen zehn Jahren Arbeitsplätze verlorengegangen sind. Der Rohertrag der erfaßten Unternehmen betrug 1981 rund 1,1 Mrd. DM verglichen mit einer Bruttowertschöpfung aller Wirtschaftsbereiche in Höhe von etwa 1,4 Mrd. DM.

Mit Hilfe der in der Bilanzstatistik ausgewiesenen Sachanlagen können die Nettoinvestitionen der Unternehmen als Meßgröße für die Ausweitung des Produktivvermögens ermittelt werden. Dazu sind die Wertberichtigungen auf Sachanlagen von den Sachanlagen abgezogen worden. Aus dem so ermittelten Bestand an Sachanla-

gen werden die jährlichen Nettoinvestitionen als Differenz der Sachanlagen am Jahresende aufeinanderfolgender Jahre ermittelt.

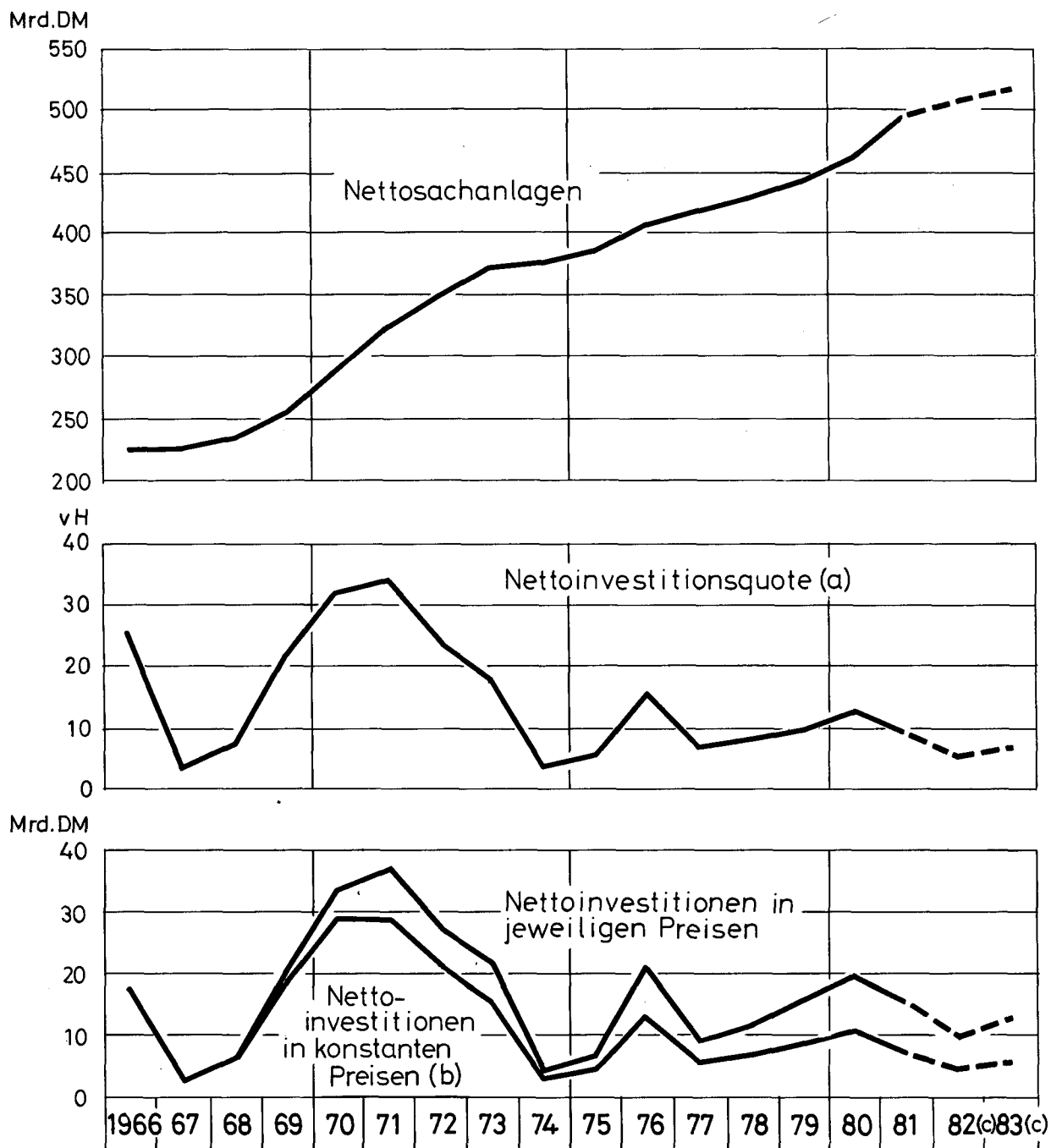
Nach der Statistik der Jahresabschlüsse der Unternehmen sind die Buchwerte der Sachanlagen (nach Abzug von Abschreibungen) in der Periode von 1965 bis 1981 um rund 140 vH gestiegen, das entspricht einer durchschnittlichen jährlichen Zunahme von 5,5 vH. Der Bestand an Sachanlagen ist in diesem Zeitraum aber nicht gleichmäßig gestiegen, vielmehr weisen seine Veränderungen, die Nettoinvestitionen, starke zyklische Schwankungen auf (Schaubild 1). Außerdem fällt auf, daß die durchschnittlichen jährlichen Investitionen in der zweiten Hälfte der Periode (1973-1981) deutlich niedriger ausgefallen sind als in der ersten Hälfte; eine Entwicklung, die noch deutlicher sichtbar wird, wenn man die Investitionen um den Preisanstieg bereinigt oder Investitionsquoten berechnet.

Die Erträge der Unternehmen (Jahresüberschuß vor Steuern) sind von 1965 bis 1981 um 46 vH gestiegen. Der Jahresüberschuß vor Steuern bezogen auf das in Sachanlagen und Vorräten gebundene Kapital ergibt eine Sachkapitalrendite, wie sie verschiedentlich zur Beurteilung der Investitionstätigkeit verwendet wird [Schlecht, 1984]. Der Realzins wird berechnet als Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere vermindert um den Preisanstieg in der entsprechenden Periode. Die Sachkapitalrendite abzüglich Realzins ist definiert als Ertragsdifferenz. Hinsichtlich der Entwicklung von Sachkapitalrendite und Realzins im Konjunkturverlauf ist folgendes bemerkenswert (Schaubild 2):

- Sowohl der Realzins als auch die Sachkapitalrendite weisen im Zeitablauf erhebliche Schwankungen auf, eine systematische Beziehung zwischen den beiden Größen im Konjunkturzyklus ist nicht erkennbar.
- Die Sachkapitalrendite sinkt von 1965 bis 1974 von 25 auf 15 vH, danach stabilisiert sie sich vorübergehend bei etwa 17 vH. 1981 erreicht sie mit rund 13 vH einen neuen (vorläufigen) Tiefpunkt; diese Entwicklung stimmt der Tendenz nach mit den Renditeberechnungen überein, die das RWI und das Institut für Weltwirtschaft anhand von Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen für den Unternehmenssektor insgesamt vorgenommen haben.
- Die Entwicklung der Realzinsen ist stärker zyklisch geprägt; in Abschwungsphasen sind die Realzinsen relativ hoch, in Aufschwungsphasen relativ niedrig.
- Die Differenz zwischen Sachkapitalrendite und Realzins nimmt tendenziell ab, in den Untersuchungszeitraum fallen zwei Höhepunkte des Renditedifferentials (1970



Schaubild 1 - Nettosachanlagen, Nettoinvestitionen und Nettoinvestitionsquoten der Unternehmen 1966-1983



(a) Nettoinvestitionen in vH des Cash Flow. - (b) In Preisen von 1966. - (c) Schätzwerte.

Quelle: Vgl. Anhangtabelle

und 1978) und drei Tiefpunkte (1968, 1974 und 1981). Die Spanne zwischen Hoch- und Tiefpunkt beträgt etwa sieben Prozentpunkte. Gemessen am Renditedifferential waren Anlagen in Sachvermögen Mitte der sechziger und Anfang der siebziger Jahre besonders vorteilhaft. Dagegen war der Anreiz, in Finanzanlagen statt in Sachanlagen zu gehen, am Anfang der 80er Jahre besonders groß.

Wenn man die Entwicklung von Realzinsen und Investitionen vergleicht, so fällt auf, daß es bis Anfang der 70er Jahre eine deutliche negative Beziehung zwischen Investitionen und Realzins gibt (Schaubild 2). Der Zusammenhang gilt nach 1973 nicht mehr (1). Zeitweise vermittelt das Bild eher den Eindruck einer positiven Beziehung zwischen den Größen. Diese Entwicklung zeigt, daß die Veränderung der Realzinsen allein keine eindeutigen Schlüsse auf die Investitionsentwicklung zuläßt.

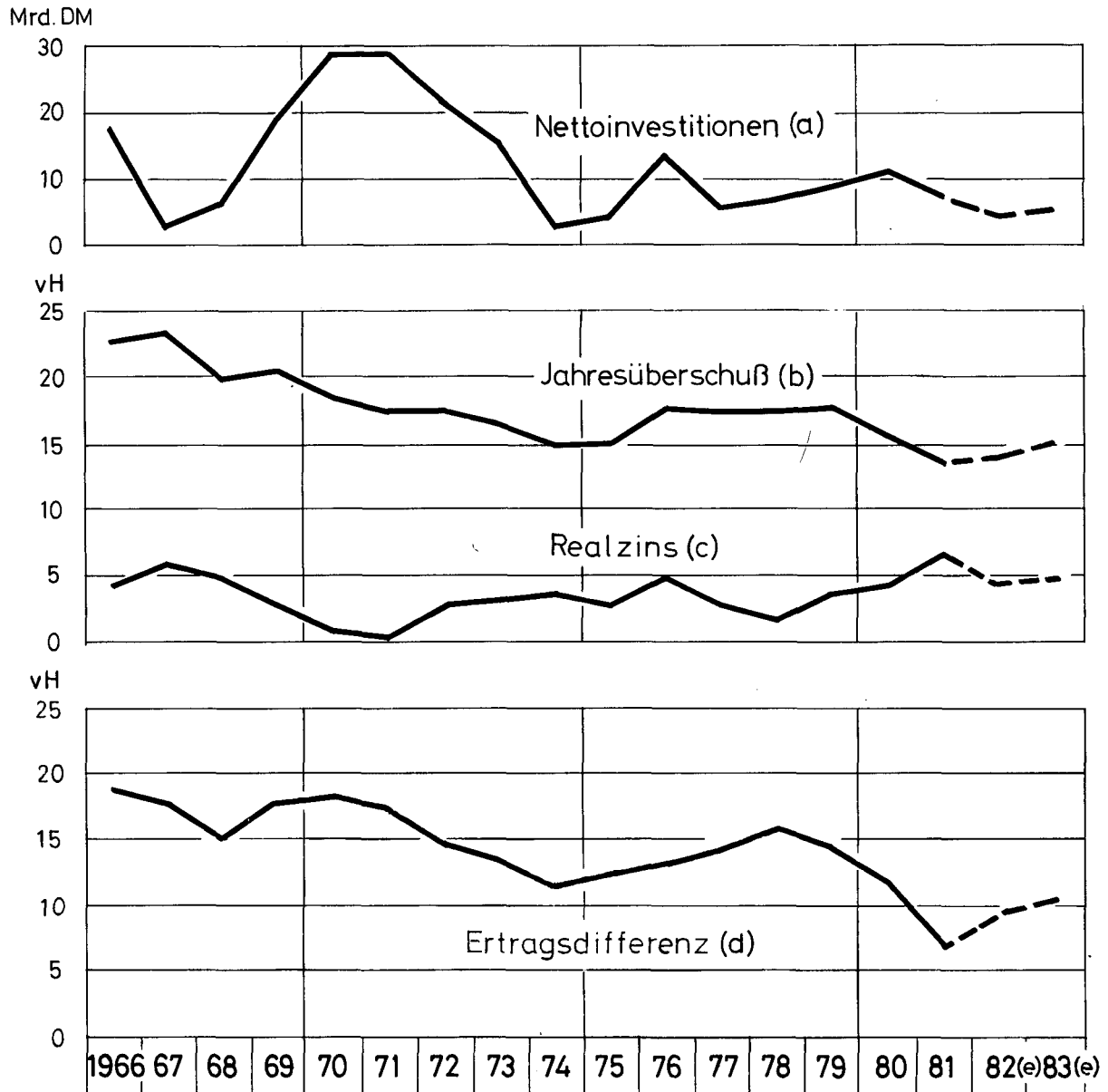
Zwischen der Sachkapitalrendite und dem Verlauf der Erweiterungsinvestitionen läßt sich für die erste Hälfte der Untersuchungsperiode kein Zusammenhang feststellen. Trotz des Renditeverfalls von 1965 bis 1974 stieg die Investitionstätigkeit Anfang der siebziger Jahre kräftig an. Erst danach ist zeitweise eine positive Beziehung zwischen Rendite und Investitionen zu beobachten.

Eine über die ganze Periode gleichläufige Entwicklung ist dagegen - ganz im Einklang mit investitionstheoretischen Überlegungen - für die Ertragsdifferenz (Sachkapitalrendite abzüglich Realzins) und die Investitionstätigkeit zu beobachten. Allerdings weicht die Stärke der Ausschläge in den beiden Zyklen, die in den Untersuchungszeitraum fallen, stark voneinander ab; insbesondere die Investitionsschwäche in den siebziger Jahren läßt sich mit Hilfe der Ertragsdifferenz nicht erklären. Während der Anstieg der Spanne zwischen Sachkapitalrendite und Realzins um drei Prozentpunkte von 1968 bis 1970 mit einem kräftigen Investitionsaufschwung einherging, war die Ausweitung der Ertragsdifferenz um 4,5 Prozentpunkte von 1974

---

(1) Das ifo- und das HWWA-Institut behaupten hingegen, daß die Zinsentwicklung die Investitionen auch nach 1973 negativ beeinflußt habe. Dieses Ergebnis mag darauf zurückzuführen sein, daß die Sachkapitalrendite als konstant angenommen wurde. Außerdem beziehen sich diese Arbeiten nicht auf die Netto-, sondern auf die Bruttoinvestitionsausgaben. Da der Anteil der (stärker zinselastischen) Ersatzinvestitionen an den Bruttoinvestitionen von 25 vH im Zeitraum 1966-1973 auf über 40 vH im Zeitraum 1974-1981 gestiegen ist, ist in der Tat zu vermuten, daß die Zinsabhängigkeit der Bruttoinvestitionen nach 1974 größer war. Dies läßt jedoch keinen Schluß auf die Zinsreagibilität der Erweiterungsinvestitionen zu.

Schaubild 2 - Nettoinvestitionen, Realzinsen und Jahresüberschüsse 1966-1983



(a) In Preisen von 1966. - (b) Vor Steuern in vH des Sachvermögens. - (c) Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere abzüglich des Anstiegs des BSP-Deflators. - (d) Jahresüberschuß vor Steuern in vH des Sachvermögens./Realzins. - (e) Schätzwerte.

Quelle: Vgl. Anhangtabelle.

Tabelle 1 - Nettoinvestitionen, Zinsen und Jahresüberschüsse

	1966-1972	1973-1979
Nettoinvestitionen der Unternehmen (a) (Mrd. DM)	17,9	8,2
Realzins (b)	3,0	3,2
Jahresüberschuß (c)	20,0	16,7
Ertragsdifferenz (d)	17,0	13,5

(a) In Preisen von 1966. - (b) Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere abzüglich des Anstiegs des BSP-Deflators. - (c) Vor Steuern in vH des Sachvermögens. - (d) Jahresüberschuß in vH des Sachvermögens abzüglich Realzins.

Quelle: Vgl. Anhangtabelle.

bis 1978 nur mit einer schwachen Investitionszunahme verbunden. Zudem wird die Investitionsbelebung 1975/76 durch die Wirkung der Investitionszulage überzeichnet. Insgesamt scheinen die Investitionen auf Änderungen der Sachkapitalrendite im Verhältnis zum Realzins seit Mitte der siebziger Jahre wesentlich schwächer zu reagieren.

Die Lockerung dieses Zusammenhangs wird noch deutlicher, wenn man den Untersuchungszeitraum in zwei konjunkturell vergleichbare Perioden aufteilt und die durchschnittlichen jährlichen Investitionen und die Ertragsdifferenz in den betreffenden Perioden vergleicht (Tabelle 1). Die Ertragsdifferenz sinkt von 17,0 auf 13,5 vH vor allem deshalb, weil die Sachkapitalrendite abnimmt; die Nettoinvestitionen gehen von 17,9 Mrd. DM auf 8,2 Mrd. DM zurück. Demnach war die relative Sachkapitalrendite in der zweiten Periode zwar niedriger, der Rückgang reicht aber kaum aus, um die drastische Abnahme der Nettoinvestitionen zu begründen. Angesichts dieser Entwicklung ist es zweifelhaft, ob ein Rückgang der Realzinsen und der damit verbundene Anstieg der Ertragsdifferenz in der gegenwärtigen Situation die Bereitschaft zu Erweiterungsinvestitionen nachhaltig erhöhen würde.

Herkömmliche investitionstheoretische Überlegungen scheinen nicht mehr weiter zu helfen. In den letzten Jahren sind daher viele Ad-hoc-Erklärungen angeführt worden: Politisch motivierter Investitionsstreik, zunehmende Staatseingriffe, fehlendes Berufsethos der Unternehmensleitungen, um nur einige zu nennen. Bedarf es einer neuen Investitionstheorie?

## Falsche Investitionstheorie oder falsche Messung der Ertragskraft von Sachvermögen?

Die fehlende Reaktion der Investitionstätigkeit auf Veränderungen des Renditedifferentials ist jedoch nicht notwendigerweise auf ein Versagen der Investitionstheorie zurückzuführen. Die Ursache dafür kann auch in Meßfehlern liegen, insbesondere was die Ertragskraft von Sachvermögen anlangt. Abgesehen davon, daß die empirische Analyse anders als die investitionstheoretische Kalkül nicht auf Erwartungsgrößen, sondern auf Vergangenheitsdaten basiert, gibt es eine Reihe von Faktoren, durch die die Entwicklung der gemessenen Ertragsgrößen verzerrt wird.

So hat die Beschleunigung der Inflation von Mitte der 60er Jahre bis Anfang der 80er Jahre dazu geführt, daß die Unternehmen in immer stärkerem Maße Scheingerinne ausgewiesen haben. Insbesondere die Absetzungen für die Abnutzung langlebiger Wirtschaftsgüter in der Gewinn- und Verlustrechnung sind wegen der gesetzlichen Bewertungsvorschriften für Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens (Maschinen und Gebäude) zu niedrig angesetzt worden. Nach den gesetzlichen Vorschriften müssen Anlagegüter zum Anschaffungspreis bilanziert werden (1). In einer Periode allgemein steigender Preise reichen die Abschreibungen vom Anschaffungswert jedoch nicht aus, um die tatsächlichen wertmäßigen Abnutzungen auszugleichen; folglich ist der Gewinn in der Bilanz höher, als es bei Abschreibungen der Fall wäre, die an aktuellen Anschaffungswerten orientiert sind.

Verzerrt wird die Entwicklung des Jahresüberschusses auch durch die trendmäßige Zunahme der Fremdfinanzierung im Untersuchungszeitraum. Der Anteil der Fremdmittel an der Bilanzsumme ist von Mitte der 60er bis Anfang der 80er Jahre von 61 vH auf 74 vH gestiegen. Bezogen auf das Nettosachvermögen hat der Anteil langfristiger Verbindlichkeiten um rund 30 vH zugenommen (von 49 auf 63 vH). Allein durch die Änderung der Finanzierungsstruktur haben sich die Finanzierungskosten in der Erfolgsrechnung im Zeitablauf beträchtlich erhöht. Der vermehrte Einsatz von Fremdmitteln hat außerdem zur Folge, daß Zinssteigerungen wie in den vergangenen Jahren die Unternehmensgewinne relativ stark verringern. Die Entwick-

---

(1) Für die Gegenstände des Umlaufvermögens gilt das Niederstwertprinzip. Dadurch wird die Bildung stiller Reserven begünstigt. Die Bewertungsvorschriften können auch hier den Gewinn kurzfristig merklich beeinflussen. Wegen der höheren Umschlagshäufigkeit des Umlaufvermögens dürfte die Verzerrung des Gewinns auf mittlere Sicht aber weniger bedeutsam sein.

lung des bilanzierten Unternehmensertrags und die damit errechnete Sachkapitalrendite werden somit in starkem Maße durch Veränderungen der Finanzierungsverhältnisse beeinflusst. Diese (nicht bereinigten) Daten lassen daher keinen eindeutigen Schluß auf die Ertragskraft des Sachvermögens zu.

Eine trendmäßige Ertragsverschlechterung der produzierenden Unternehmen zugunsten des Dienstleistungssektors (der in der Bilanzstatistik der Bundesbank kaum vertreten ist), wird auch darauf zurückgeführt, daß im Produktionsprozeß eingesetzte Kapitalgüter in zunehmendem Maße nicht erworben (und bilanziert), sondern gemietet werden [DIW, 1983, S. 131 ff.] (1). Eine solche Ertragsverschiebung wäre "in erster Linie das Resultat einer Umorganisation der Unternehmensstruktur" [DIW, 1983, S. 132] und nicht Ausdruck einer geringeren Rentabilität des Sachkapitals im Produzierenden Gewerbe. Wenn Anlagen gemietet werden, treten in der Gewinn- und Verlustrechnung an die Stelle der Abschreibungen die Leasingkosten, die nicht nur die Absetzung für Abnutzung, sondern auch andere Kosten des Leasingunternehmens, insbesondere die Finanzierungskosten, und den Gewinn des Leasingunternehmens enthalten. Der Jahresüberschuß fällt dadurch wohl niedriger aus. Er weist insofern die Erträge der effektiv für die Produktion eingesetzten Kapitalgüter nicht richtig aus. Trotz erheblicher Zuwachsraten ist die quantitative Bedeutung der Anlagenmiete aber noch gering. Sie dürfte keinen nennenswerten Einfluß auf die Entwicklung der mit Hilfe der Bilanzdaten ermittelten Erträge haben. Noch weniger ist dies für die Entwicklung der Ertragsrate (Sachkapitalrendite) zu erwarten, da die gemieteten Anlagen in den bilanzierten Sachanlagen nicht enthalten sind.

Auch der Einfluß auf die Höhe der Investitionen war bisher gering: Hätten die Unternehmer selbst investiert und die Anlagen nicht gemietet, so wäre der Anstieg der Investitionen in der Periode von 1972 bis 1981 jährlich um etwa einen halben Prozentpunkt höher ausgefallen. Das zeitliche Profil der Investitionen hätte sich aber nicht nennenswert verändert. Die Konsequenzen, die sich aus dem Vordringen

---

(1) Die Inanspruchnahme gemieteter Anlagegüter führt dazu, daß in der Bilanz des Produktionsunternehmens weniger Sachanlagen aufgeführt werden, als tatsächlich im Produktionsprozeß eingesetzt werden. Im Zeitablauf hat die Bedeutung der Anlagenmiete zugenommen. Der Anteil der gemieteten Anlagen an den gesamtwirtschaftlichen Investitionen ist von 2,8 vH im Jahre 1972 auf 6,7 vH im Jahre 1981 gestiegen. Für den in der Bilanzstatistik vertretenen Unternehmenskreis dürfte der Anteil noch etwas höher sein, da die Leasingquote im Verarbeitenden Gewerbe und im Handel über dem gesamtwirtschaftlichen Durchschnitt liegt.

der Anlagenmiete auf die Unternehmensinvestitionen ergeben, können angesichts der geringen quantitativen Bedeutung des Anlageleasings vernachlässigt werden.

Aus diesen Überlegungen ergibt sich, daß der in den Unternehmensbilanzen ausgewiesene Jahresüberschuß ein wenig brauchbarer Indikator für die Ertragskraft des in den Unternehmen eingesetzten Sachvermögens ist. Er muß bereinigt werden um die Differenz zwischen bilanzierten und kalkulatorischen Abschreibungen, die von den neu zu beschaffenden Anlagengegenständen zu berechnen sind (1), und um den Einfluß, der sich aus der Veränderung der Finanzierungsstruktur ergibt.

Um einen groben Anhaltspunkt für die Höhe der Scheingewinne im Jahresüberschuß zu gewinnen, werden Daten aus den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen des Statistischen Bundesamtes über die Entwicklung der Abschreibungen zu Wiederbeschaffungspreisen und zu Anschaffungspreisen für den Unternehmenssektor ohne Wohnungsvermietung herangezogen. Die Abschreibungen zu Wiederbeschaffungspreisen werden zu den Abschreibungen zu Anschaffungspreisen ins Verhältnis gesetzt. Mit Hilfe dieses Verhältnisses werden dann die Abschreibungen der von der Deutschen Bundesbank erfaßten Wirtschaftsbereiche auf Wiederbeschaffungspreise hochgerechnet. Dabei zeigt sich, daß die Abschreibungen für den Fall einer identischen Reinvestition 1965 um rund 6 Mrd. DM, 1973 um rund 15 Mrd. DM und 1981 um rund 32 Mrd. DM höher als die bilanzierten Abschreibungen gewesen wären (Anhangtabelle, Spalte 12). Diese Beträge wurden von dem Jahresüberschuß (vor Steuern) abgezogen. Um die Einflüsse auf den Gewinn, die mit der Veränderung der Finanzierungsverhältnisse verbunden sind, auszuschalten, wurde der Jahresüberschuß um die Zinsaufwendungen erhöht.

Auch der um Scheingewinne und Zinsaufwendungen korrigierte Jahresüberschuß bezogen auf das Sachvermögen zu Wiederbeschaffungspreisen ist als Kennziffer zur Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Investitionen in Sachvermögen im Vergleich zum Erwerb von Finanzaktiva nicht geeignet. Denn der bereinigte Jahresüberschuß wird nicht ausschließlich durch die eigentliche Betriebstätigkeit erwirtschaftet,

---

(1) In ähnlicher Weise gehen das RWI und das Institut für Weltwirtschaft bei der Ermittlung der Sachkapitalrendite vor. Das DIW lehnt eine solche Bereinigung ab. Es begründet dies unter anderem damit, daß zur Erhaltung der Bilanzkontinuität eine Neubewertung der Vermögensbestandteile, die nicht auf Marktvorgängen beruht, nicht zu vertreten sei. In dem hier untersuchten Zusammenhang geht es aber nicht um die Abbildung historischer Marktvorgänge, sondern darum, aktuelle Indikatoren für die Ertragskraft von Sachvermögen zu gewinnen.

sondern enthält auch Erträge aus Kapitalanlagen und Beteiligungen.

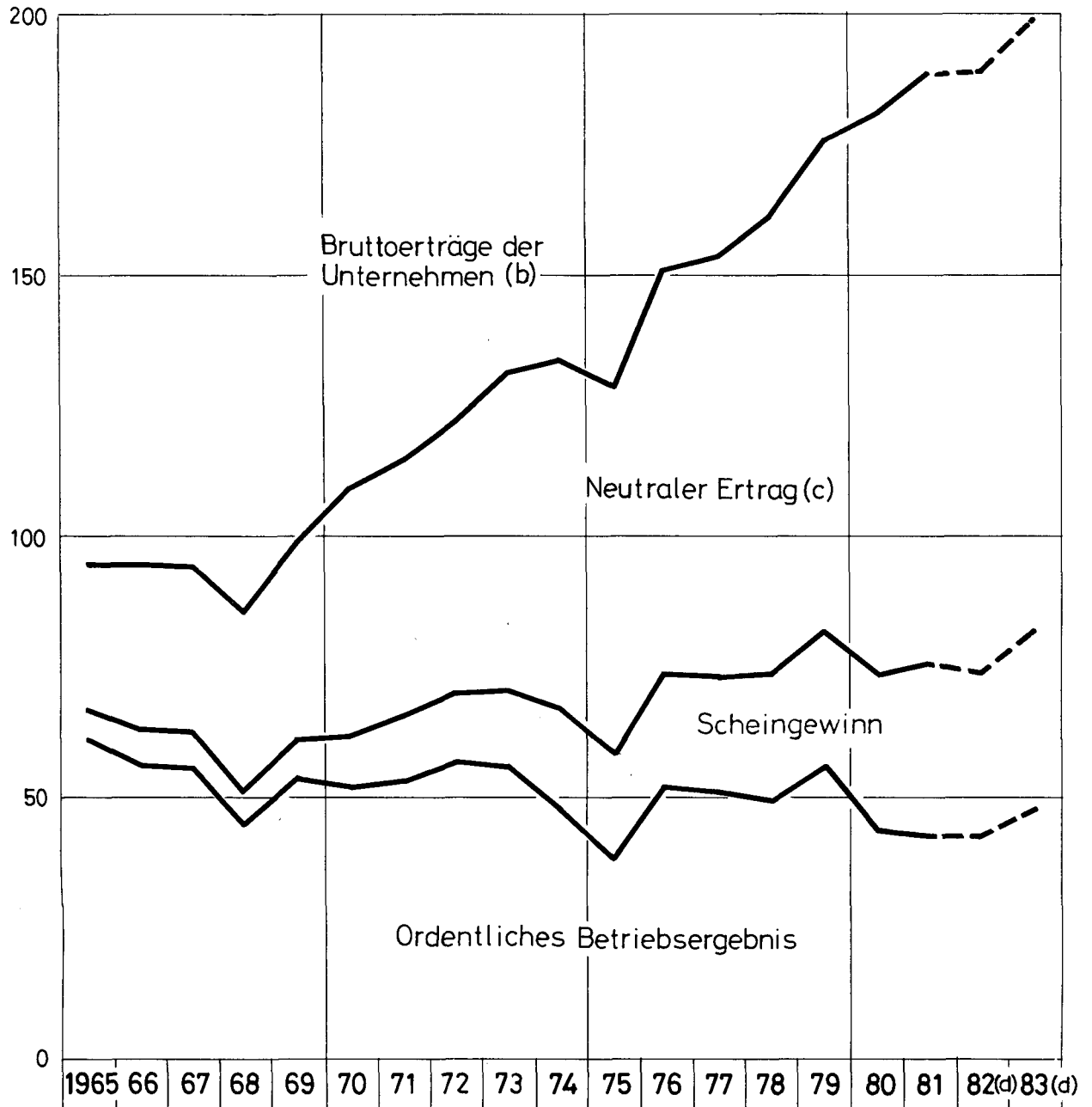
Im Laufe der Untersuchungsperiode sind die Unternehmen dazu übergegangen, verstärkt Mittel auf den Geld- und Kapitalmärkten sowie in Beteiligungen, auch im Ausland, anzulegen. Während das Nettoanlagevermögen der Unternehmen, also das für den ordentlichen Betriebszweck eingesetzte Kapital, von 1965 bis 1981 etwa auf das 2 1/2-fache gestiegen ist (Anhangtabelle, Spalte 7), haben sich die Bilanzposten Finanzanlagen und Beteiligungen fast vervierfacht. Diese "Investitionen" in Finanzaktiva und Beteiligungen liefern regelmäßig Erträge, die zusammen mit außerordentlichen Erträgen einen Beitrag zum bilanzierten Unternehmensertrag leisten. In den letzten Jahren haben diese Quellen für den Unternehmensgewinn zunehmend an Bedeutung gewonnen [Deutsche Bundesbank, 1983].

Um ein zutreffenderes Bild von der Ertragsentwicklung des Sachvermögens zu gewinnen, muß der Jahresüberschuß in die Komponenten ordentliches Betriebsergebnis und das in bezug auf den Betriebszweck neutrale Ergebnis zerlegt werden (1). Das neutrale Ergebnis wird aus den Zinserträgen und den übrigen Erträgen der Unternehmen (Erträge aus Beteiligungen, aus der Auflösung oder Herabsetzung von Rückstellungen oder Wertberichtigungen sowie aus Abgängen und Zuschreibungen beim Anlagevermögen) und dem neutralen Aufwand (2) gebildet. Der Aufwand zur Erzielung dieser Erträge ist in der Regel geringfügig (3) und wird hier der Einfachheit halber vernachlässigt. Subtrahiert man das neutrale Ergebnis von dem um Scheingewinne bereinigten Bruttoertrag (4), so wird eine erhebliche Veränderung der Ertragsstruktur sichtbar: Während die neutralen Erträge Mitte der 60er Jahre ein knappes Drittel zum Ertrag beitrugen, waren es 1981 schon fast zwei

- 
- (1) Es verwundert, daß das RWI bei seiner Berechnung der realen Ertragsrate des Sachvermögens vom erweiterten Rohertrag (Rohertrag zuzüglich Zinserträge und Erträge aus Beteiligungen) ausgeht [RWI, 1983, Bd. 3, S. 177].
  - (2) In der betriebswirtschaftlichen Literatur ist die Ansicht zu finden, daß die gesamten Zinsaufwendungen unter den neutralen Aufwand zu subsumieren sind [z.B. Perridon, Steiner, 1984, S. 266]. Ökonomisch betrachtet ist eine solche Zurechnung nicht berechtigt. Denn Fremdkapital wird nahezu ausschließlich zur Finanzierung von Anlage- oder Umlaufvermögen im Rahmen des eigentlichen Betriebszwecks aufgenommen und wohl kaum zum Ankauf von Finanzaktiva oder Erwerb von Beteiligungen.
  - (3) Er betrug im Durchschnitt der Jahre 1980/81 für 59 publizitätspflichtige Konzerne mit einem Jahresumsatz von insgesamt rund 100 Mrd. DM (1981) 10,6 vH der neutralen Erträge (berechnet nach Angaben des Statistischen Bundesamt [1984, H. 3, S. 230]). Eine verursachungsgerechte Verbuchung dieses Aufwandes würde nur das Niveau der neutralen Erträge, nicht aber die Veränderung der Ertragsstruktur, auf die es hier ankommt, beeinflussen.
  - (4) Jahresüberschuß vor Steuern plus Fremdzinsaufwand.



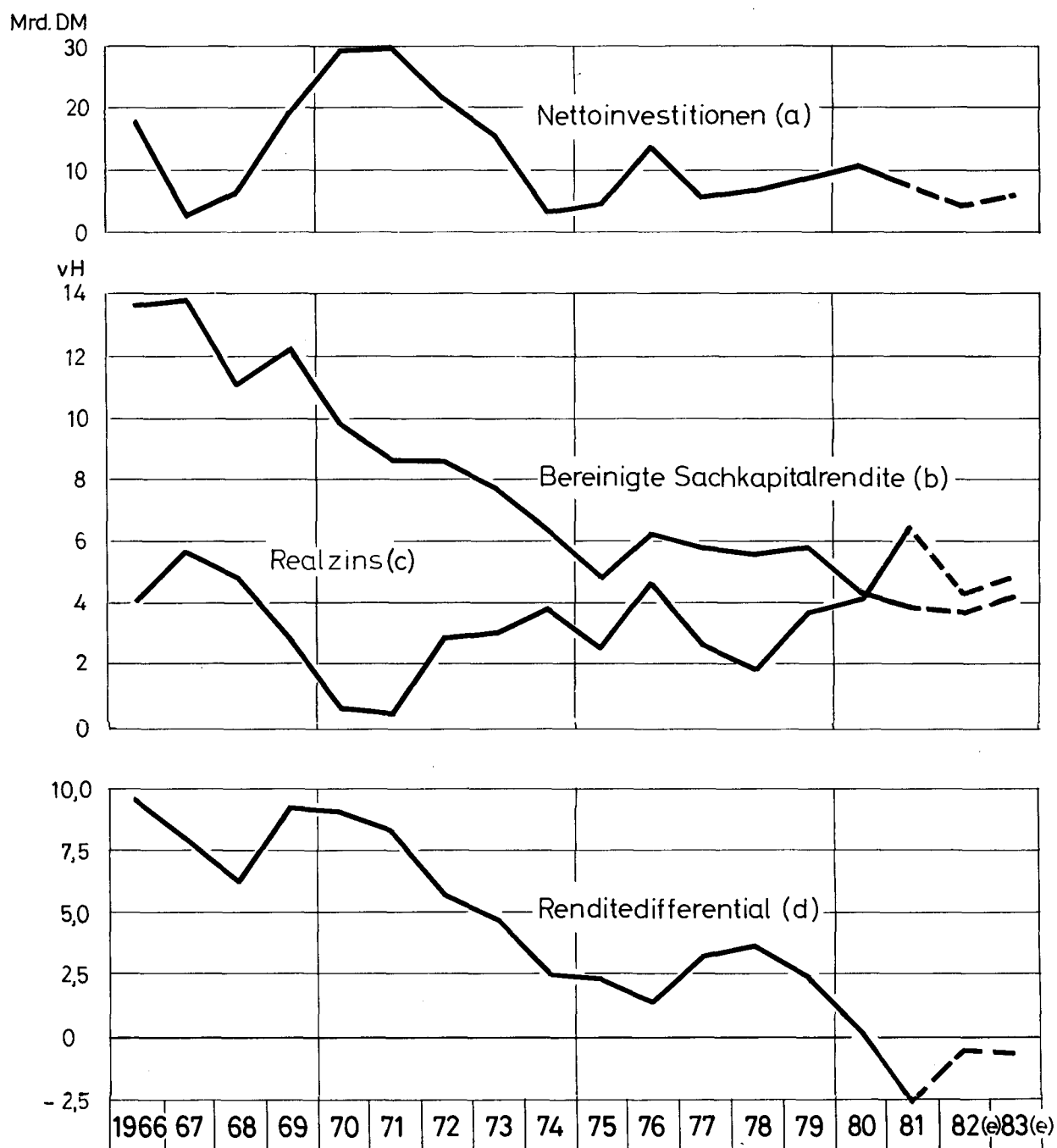
Schaubild 3 - Komponenten der Unternehmenserträge (a) 1965-1983 (Mrd.DM)



(a) Zur Datenbasis vgl. Anhangtabelle. - (b) Jahresüberschuß vor Steuern plus Zinsaufwendungen. - (c) Zinserträge und übrige Erträge. - (d) Schätzwerte.

Quelle: Vgl. Anhangtabelle.

Schaubild 4 - Nettoinvestitionen, Realzins und bereinigte Sachkapitalrendite  
1966-1983



(a) In Preisen von 1966. - (b) Vor Steuern. - (c) Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere abzüglich des Anstiegs des BSP-Deflators. - (d) Bereinigte Sachkapitalrente minus Realzins. - (e) Schätzwerte.

Quelle: Vgl. Anhangtabelle.

Drittel (Schaubild 3). Mit dem eigentlichen Betriebszweck wurden somit in stark abnehmendem Maße Gewinne erzielt. Die Erträge wurden zuletzt sogar hauptsächlich durch betriebsfremde Aktivitäten erzielt. Die Verschiebung der Ertragsstruktur war besonders kraß in der Mitte der 70er Jahre, als auch die Schwäche der Unternehmensinvestitionen eintrat.

Subtrahiert man das neutrale Ergebnis von dem um Scheingewinne und Zinsaufwendungen korrigierten Jahresüberschuß, so erhält man einen Näherungswert für das ordentliche Betriebsergebnis, d.h. den Jahresüberschuß, der im Rahmen des eigentlichen Betriebszwecks durch die Nutzung des Sachvermögens erzielt wird (Anhangtabelle, Spalte 15). Das ordentliche Betriebsergebnis bezogen auf das Sachvermögen zu Wiederbeschaffungspreisen ergibt die reale Ertragsrate neu gebildeten Sachvermögens. Die reale Ertragsrate (vor Steuern) ist von etwa 14 vH im Jahre 1966 auf 4 vH im Jahre 1981 gesunken (Anhangtabelle, Spalte 17). Dies stellt eine wesentlich stärkere Einbuße in der Ertragskraft dar, als es durch die Veränderung der in den Bilanzen ausgewiesenen Unternehmensgewinne signalisiert wird. Vergleicht man diese reale Ertragsrate von Sachvermögen mit dem Realzins, so wird deutlich, daß Investitionen in Sachanlagen in den 70er Jahren zunehmend an Attraktivität verloren haben, zu Beginn der 80er Jahre war die Rendite auf Finanzanlagen sogar höher als die auf Investitionen in Produktionsanlagen (Schaubild 4). Mit Hilfe der vorläufigen Ergebnisse der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und eigener Schätzungen sind die realen Ertragsraten für die Jahre 1982 und 1983 fortgeschrieben worden; dabei wird deutlich, daß sich die Ertragskraft von Sachvermögen in den letzten Jahren nicht durchgreifend gebessert hat (Anhangtabelle, Spalte 17).

## Schlußfolgerungen

In der Diskussion über die Ursachen der Investitionsschwäche wird der Verfall der Sachkapitalrendite meist nicht in vollem Umfang erkannt, weil als Maßstab für die Sachkapitalrendite in der Regel nicht der betriebsbedingte Ertrag, sondern der Unternehmensertrag insgesamt verwendet wird. Auch die in der Bilanzstatistik der Bundesbank ausgewiesenen Jahresüberschüsse sind ein irreführender Indikator für die Entwicklung der Rendite des in den Unternehmen eingesetzten Sachkapitals. Unternehmenserträge wurden in den letzten Jahren in zunehmendem Maße durch betriebsfremde Aktivitäten erzielt. Die Erträge aus der eigentlichen Produktions-tätigkeit liegen seit Mitte der 70er Jahre nur noch geringfügig über - zeitweise sogar unter - dem Realzins auf Finanzanlagen, deren Risiko bislang als gering eingeschätzt wird. Die Unternehmen waren nicht mehr in der Lage, den für Investitionsprojekte erforderlichen Risikozuschlag zu erwirtschaften. Obwohl die Bundesregierung und die Landesregierungen die Subventionen zur Unterstützung von Unternehmen und zur Erhaltung von Arbeitsplätzen in den 70er Jahren kräftig erhöht haben, ist das Renditedifferential zugunsten von Sachinvestitionen, das in den 60er Jahren etwa 8 Prozentpunkte betrug, in der zweiten Hälfte der 70er Jahre auf etwa 2 Prozentpunkte geschrumpft. Vor allem dieser Rückgang der Sachkapitalrendite, der noch viel ausgeprägter ist als in den Strukturberichten ausgewiesen, ist verantwortlich für die seit 1974 andauernde Investitionsschwäche.

Da dies meistens nicht klar erkannt wird, werden als Gründe für die geringe Investitionsneigung vor allem andere Faktoren genannt, z.B. Mangel an neuen Investitionsprojekten, Überforderung privater Unternehmen durch den Forschungs- und Investitionsaufwand für neue Technologien und Produkte oder schlichtweg Investitionsstreik. Tatsächlich fehlt es jedoch weder an Investitionsprojekten, noch an der Bereitschaft und Fähigkeit der Unternehmen, diese in Angriff zu nehmen. Vielmehr haben steigender Kostendruck und eine zunehmend geringere Flexibilität im Produktionsbereich dazu geführt, daß immer mehr Projekte im Inland unrentabel sind und statt dessen im Ausland vorgenommen werden.

Dazu hat der Staat in erheblichem Maße beigetragen. Der Staat hat nicht nur die Belastung der Unternehmen mit Lohnnebenkosten erheblich verstärkt, sondern auch durch viele zusätzliche Regulierungen mit sozial- oder umweltpolitischen Intentionen die Produktionskosten kräftig steigen lassen.

Auch die Lohnpolitik hat durch die Orientierung an überhöhten Ertragsindikatoren dazu beigetragen, den Kostendruck in den Unternehmen zu erhöhen. Denn die Tarifparteien orientieren sich bei den Tarifabschlüssen in der Regel an der Entwicklung der Unternehmensgewinne. Diese Erträge wurden jedoch in den vergangenen Jahren nur in geringem Maß durch Gewinne aus der Produktionstätigkeit gespeist, sondern überwiegend durch Einkommen aus Kapitalanlagen. Die Tarifrunden haben somit mehr und mehr den Charakter von Auseinandersetzungen zwischen Kapitaleignern von Portfoliogesellschaften und selbsternannten stillen Teilhabern um die Aufteilung von Gewinnen aus Beteiligungen und aus dem Besitz von Finanzaktiva ("Renteneinkommen") bekommen. Dies hatte fatale Folgen, da die Lohnabschlüsse wegen der deutlich niedrigeren Erträge im Produktionsbereich zu einem anhaltend hohen oder sogar steigenden Kostendruck führten. Die Konsequenz war nicht nur, daß zunehmend Arbeitsplätze im ursprünglichen Unternehmensbereich - der Produktion - durch Betriebsschließungen und Rationalisierungsmaßnahmen vernichtet wurden. Auch die Bereitschaft, zusätzliches Kapital im Unternehmen anzulegen, nahm deutlich ab. Beides hat zur Schwächung der Investitionstätigkeit beigetragen. Aus alledem ergibt sich, daß die Voraussetzung für eine nachhaltige Belebung der Investitionstätigkeit im Inland nicht so sehr in einer Senkung der Realzinsen, sondern vor allem in einer Erhöhung der Sachkapitalrenditen liegt.

Die seit 1983 zu beobachtende Zunahme der Investitionen wird vielfach bereits als Anzeichen dafür gewertet, daß sich die Ertragsaussichten für Sachkapitalanlagen merklich verbessert haben [Deutsche Bundesbank, 1984].. Die Bundesregierung führt dies vor allem auf ihren Konsolidierungskurs und auf die Maßnahmen zur Verbesserung der Unternehmenserträge zurück. Tatsächlich haben die Unternehmen in den Jahren 1982/83 merklich höhere Überschüsse erwirtschaftet. Doch gilt dies zunächst nur für den Gewinn insgesamt; zweifelhaft ist, ob der Produktionsbereich dazu überproportional beigetragen hat. Selbst wenn dies der Fall wäre, dürfte man damit von einer Rückkehr zu Sachkapitalrenditen, bei der mehr Investitionen in neue Produktionsanlagen attraktiv erscheinen, noch weit entfernt sein, sind die Renditen doch von einem extrem niedrigen Niveau aus gestiegen. Zudem fallen die Maßnahmen, die zu einer permanenten Entlastung der Unternehmen führen, kaum ins Gewicht. Vieles spricht daher dafür, daß die Erholung der Investitionen nicht so sehr auf verbesserte Gewinnchancen auf lange Sicht, sondern vor allem auf die vorübergehenden investitionsanregenden Wirkungen der expansiven Geldpolitik 1982/83 und der Investitionszulage zurückzuführen ist. Auch die Tatsache, daß vor allem Rationalisierungs- und Ersatzinvestitionen vorgenommen werden, deutet

darauf hin, daß sich das Investitionsklima nicht grundlegend geändert hat. Ohne eine deutliche Entlastung der Unternehmen, ohne einen Abbau von Regulierungen und ohne eine stärker an den betriebsbedingten Erträgen orientierte Lohnpolitik ist deshalb kaum mit einer anhaltenden Besserung der Investitionstätigkeit im Inland und damit einer Lösung der Arbeitsmarktprobleme zu rechnen.

Anhangtabelle - Sachvermögen, Zinsen und Erträge der Unternehmen in der Bundesrepublik 1965-1983

Jahr	Jahres- über- schuß nach Steuern	Jahres- über- schuß vor Steuern	Zins- auf- wen- dungen	Zins- erträge und übrige Erträge	Brutto- ertrag (Spalte 2+ Spalte 3)	Cash Flow(a)	Netto- sach- anlage- ver- mögen
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
- Mrd. DM -							
1965	34,94	83,26	11,26	27,77	94,52		207,13
1966	32,42	81,42	13,53	32,16	94,95	72,07	225,11
1967	32,21	82,20	12,11	32,61	94,31	71,68	227,93
1968	36,27	72,88	12,92	34,98	85,80	81,29	234,01
1969	44,63	84,04	15,75	39,50	99,79	92,40	254,46
1970	47,38	87,05	21,46	46,81	108,51	104,69	288,45
1971	46,81	90,56	24,19	49,74	114,75	109,02	325,37
1972	48,74	98,11	24,14	52,10	122,25	115,39	353,07
1973	44,19	97,93	33,48	60,74	131,41	115,78	374,36
1974	40,58	94,21	40,04	67,34	134,25	116,32	378,79
1975	41,64	95,64	33,73	69,55	129,37	119,44	385,42
1976	59,20	120,29	30,48	76,77	150,77	145,90	407,00
1977	54,86	122,92	31,46	81,20	154,38	136,65	416,29
1978	58,64	129,99	30,82	87,02	160,81	145,48	427,88
1979	62,99	140,49	35,46	93,83	175,95	160,35	443,83
1980	57,07	132,47	47,98	106,24	180,45	159,55	463,65
1981	46,61	122,28	65,85	112,16	188,13	158,50	495,81
1982		130,60*	58,00*	114,00*	188,60*	168,00	505,73*
1983		145,25*	53,00*	118,00*	198,25*	176,50	518,37*

noch Anhangtabelle

Jahr	Netto- investi- tionen (b)	Vorräte	Anlagever- mögen zu Wiederbe- schaffungs- preisen dividiert durch Anlagever- mögen zu An- schaffungs- preisen (c)	Nettosach- anlagever- mögen zu Wiederbe- schaffungs- preisen (Spalte 7x Spalte 10)	Schein- gewinn (d)	Netto- Investi- tions- quote (Spalte 8: Spalte 6) x100	Sachver- mögen zu Wiederbe- schaffungs- preisen (Spalte 11 +Spalte 9)
	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)
- Mrd. DM -							
1965		126,69			5,96		
1966	17,98	131,79	1,24	279,14	6,81	25,0	410,93
1967	2,82	124,40	1,23	280,35	5,86	3,9	404,75
1968	6,08	132,62	1,18	276,13	5,53	7,5	408,75
1969	20,45	155,33	1,16	295,17	5,92	22,1	450,50
1970	33,99	177,57	1,24	357,68	9,53	32,5	535,25
1971	36,92	190,76	1,31	426,23	11,97	33,9	616,99
1972	27,70	201,75	1,32	466,05	12,93	24,0	667,80
1973	21,29	223,58	1,32	494,16	15,14	18,4	717,74
1974	4,43	249,39	1,36	515,15	19,16	3,8	764,54
1975	6,63	249,73	1,41	543,44	21,07	5,6	793,17
1976	21,58	276,42	1,38	561,66	22,75	14,8	838,08
1977	9,29	290,02	1,38	574,48	22,80	6,8	864,50
1978	11,59	308,86	1,38	590,47	24,26	8,0	899,33
1979	15,95	341,45	1,39	616,92	26,10	10,0	958,37
1980	19,82	377,75	1,43	663,02	29,53	12,4	1040,77
1981	15,09	414,20	1,45	718,92	31,81	9,5	1133,12
1982	9,92*	420,80*	1,44	731,13*	32,00*	5,9*	1151,93*
1983	12,64*	439,50*	1,41	730,90*	32,50*	7,2*	1170,40*



Jahr	Ordentliches Betriebsergeb- nis in Mrd. DM (Spalte 5- Spalte 4- Spalte 12)	Jahresüberschuß vor Steuern in vH des Sachvermögens [Spalte 2/ (Spalte 7 + Spalte 9)]x100	Bereinigte Sachvermö- gensrendite in vH (Spalte 15/ Spalte 14)x100	Real- zins (e) vH	Preis- index für In- vesti- tionen 1966=100
	(15)	(16)	(17)	(18)	(19)
1965		24,94		3,2	
1966	55,98	22,81	13,62	4,0	100,0
1967	55,84	23,33	13,80	5,7	99,1
1968	45,29	19,88	11,08	4,8	100,8
1969	54,37	20,51	12,07	2,8	105,8
1970	52,17	18,68	9,75	0,6	117,8
1971	53,04	17,55	8,60	0,4	126,8
1972	57,22	17,68	8,57	2,8	131,7
1973	55,53	16,38	7,74	3,0	138,1
1974	47,75	15,00	6,25	3,8	149,0
1975	38,75	15,06	4,89	2,6	154,6
1976	51,25	17,60	6,12	4,6	158,9
1977	50,38	17,40	5,83	2,7	164,2
1978	49,53	17,64	5,51	1,9	172,4
1979	56,02	17,89	5,85	3,6	183,9
1980	44,68	15,74	4,29	4,1	197,1
1981	44,16	13,44	3,90	6,4	206,2
1982	42,60*	14,10*	3,70*	4,3	211,4*
1983	47,75*	15,16*	4,10*	4,8	214,9*

\* Schätzwerte. - (a) Jahresüberschuß nach Steuern + Abschreibungen auf Sachanlagen + Zunahme der Rückstellungen. - (b) Jährliche Änderungen des Nettoanlagevermögens in Mrd. DM. - (c) Anlagevermögen des Unternehmenssektors (ohne Wohnungsvermietung) nach den Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen. - (d) Berechnet nach der Formel:  $SV = (AfaW_V / AfaA_V) \cdot AfaA_B$ ; wobei:  $AfaW$  = Abschreibungen zu Wiederbeschaffungspreisen,  $AfaA$  = Abschreibungen zu Anschaffungspreisen,  $v$  = Unternehmenssektor (ohne Wohnungsvermietung nach der VGR und  $b$  = alle Unternehmen der Bilanzstatistik der Deutschen Bundesbank. - (e) Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere, deflationiert mit dem Preisindex des Bruttosozialprodukts.

Quelle: Deutsche Bundesbank [1983]. - Statistisches Bundesamt [1983]. - Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung [1983]. - Eigene Berechnungen.

## Literaturverzeichnis

- DEUTSCHE BUNDESBANK, Jahresabschlüsse der Unternehmen der Bundesrepublik Deutschland 1965-1981. Sonderdrucke der Deutschen Bundesbank, Nr. 5, Frankfurt/M. 1983.
- , "Der Aktienmarkt in der Bundesrepublik Deutschland und seine Entwicklungsmöglichkeiten". Monatsberichte der Deutschen Bundesbank. Frankfurt/M. 1984, H. 4, S. 12-21.
- DEUTSCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG (DIW), Erhöhter Handlungsbedarf im Strukturwandel. Analyse der strukturellen Entwicklung der deutschen Wirtschaft. Gutachten im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft. Berlin 1983.
- HWWA-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG, Analyse der strukturellen Entwicklung der deutschen Wirtschaft. Strukturbericht 1983. Forschungsauftrag des Bundesministers für Wirtschaft. Hamburg 1983.
- IFO-INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG, ifo-Strukturberichterstattung 1983, Bd. 1: Analyse der strukturellen Entwicklung der deutschen Wirtschaft (Hauptband). München 1983.
- PERRIDON, Louis, Manfred STEINER, Finanzwirtschaft der Unternehmungen. 3. Auflage. München 1984.
- RHEINISCH-WESTFALISCHES INSTITUT FÜR WIRTSCHAFTSFORSCHUNG (RWI), Analyse der strukturellen Entwicklung der deutschen Wirtschaft - Strukturbericht 1983. Bd. 1: Gesamtdarstellung; Bd. 3: Methoden und Materialien. Gutachten im Auftrag des Bundesministers für Wirtschaft. Essen 1983.
- SACHVERSTÄNDIGENRAT ZUR BEGUTACHTUNG DER GESAMTWIRTSCHAFTLICHEN ENTWICKLUNG, Ein Schritt voran - Jahresgutachten 1983/84. Bonn 1983.
- SCHLECHT, Otto, "Rendite von Sachinvestitionen muß dringend verbessert werden". Handelsblatt vom 24./25. März 1984, S. 3.
- SCHMIDT, Klaus-Dieter, Hugo DICKE, Juergen B. DONGES, Hans H. GLISMANN, Bernhard HEITGER, Ernst-Jürgen HORN, Karl-Heinz JUTTEMEIER, Henning KLODT, Dieter KNOLL, Axel D. NEU, Ronald WEICHERT, Im Anpassungsprozeß zurückgeworfen. Die deutsche Wirtschaft vor neuen Herausforderungen. Kieler Studien, 185, Tübingen 1984.
- STATISTISCHES BUNDESAMT, Fachserie 18: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen, Reihe 5: Revidierte Ergebnisse 1960 bis 1982. Stuttgart 1983.
- , "Jahresabschlüsse 1982 von Aktiengesellschaften des Produzierenden Gewerbes". Wirtschaft und Statistik. Stuttgart 1984, H. 3, S. 230 ff.