

Sonderdruck aus:

Mitteilungen aus der Arbeitsmarkt- und Berufsforschung

Karl Georg Zinn

Investitionsfinanzierung, Risikokapital und
Lohnkosten

11. Jg./1978

3

Mitteilungen aus der Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (MittAB)

Die MittAB verstehen sich als Forum der Arbeitsmarkt- und Berufsforschung. Es werden Arbeiten aus all den Wissenschaftsdisziplinen veröffentlicht, die sich mit den Themen Arbeit, Arbeitsmarkt, Beruf und Qualifikation befassen. Die Veröffentlichungen in dieser Zeitschrift sollen methodisch, theoretisch und insbesondere auch empirisch zum Erkenntnisgewinn sowie zur Beratung von Öffentlichkeit und Politik beitragen. Etwa einmal jährlich erscheint ein „Schwerpunktheft“, bei dem Herausgeber und Redaktion zu einem ausgewählten Themenbereich gezielt Beiträge akquirieren.

Hinweise für Autorinnen und Autoren

Das Manuskript ist in dreifacher Ausfertigung an die federführende Herausgeberin Frau Prof. Jutta Allmendinger, Ph. D. Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung 90478 Nürnberg, Regensburger Straße 104 zu senden.

Die Manuskripte können in deutscher oder englischer Sprache eingereicht werden, sie werden durch mindestens zwei Referees begutachtet und dürfen nicht bereits an anderer Stelle veröffentlicht oder zur Veröffentlichung vorgesehen sein.

Autorenhinweise und Angaben zur formalen Gestaltung der Manuskripte können im Internet abgerufen werden unter http://doku.iab.de/mittab/hinweise_mittab.pdf. Im IAB kann ein entsprechendes Merkblatt angefordert werden (Tel.: 09 11/1 79 30 23, Fax: 09 11/1 79 59 99; E-Mail: ursula.wagner@iab.de).

Herausgeber

Jutta Allmendinger, Ph. D., Direktorin des IAB, Professorin für Soziologie, München (federführende Herausgeberin)
Dr. Friedrich Buttler, Professor, International Labour Office, Regionaldirektor für Europa und Zentralasien, Genf, ehem. Direktor des IAB
Dr. Wolfgang Franz, Professor für Volkswirtschaftslehre, Mannheim
Dr. Knut Gerlach, Professor für Politische Wirtschaftslehre und Arbeitsökonomie, Hannover
Florian Gerster, Vorstandsvorsitzender der Bundesanstalt für Arbeit
Dr. Christof Helberger, Professor für Volkswirtschaftslehre, TU Berlin
Dr. Reinhard Hujer, Professor für Statistik und Ökonometrie (Empirische Wirtschaftsforschung), Frankfurt/M.
Dr. Gerhard Kleinhenz, Professor für Volkswirtschaftslehre, Passau
Bernhard Jagoda, Präsident a.D. der Bundesanstalt für Arbeit
Dr. Dieter Sadowski, Professor für Betriebswirtschaftslehre, Trier

Begründer und frühere Mitherausgeber

Prof. Dr. Dieter Mertens, Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Karl Martin Bolte, Dr. Hans Büttner, Prof. Dr. Dr. Theodor Ellinger, Heinrich Franke, Prof. Dr. Harald Gerfin, Prof. Dr. Hans Kettner, Prof. Dr. Karl-August Schäffer, Dr. h.c. Josef Stingl

Redaktion

Ulrike Kress, Gerd Peters, Ursula Wagner, in: Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung der Bundesanstalt für Arbeit (IAB), 90478 Nürnberg, Regensburger Str. 104, Telefon (09 11) 1 79 30 19, E-Mail: ulrike.kress@iab.de; (09 11) 1 79 30 16, E-Mail: gerd.peters@iab.de; (09 11) 1 79 30 23, E-Mail: ursula.wagner@iab.de; Telefax (09 11) 1 79 59 99.

Rechte

Nachdruck, auch auszugsweise, nur mit Genehmigung der Redaktion und unter genauer Quellenangabe gestattet. Es ist ohne ausdrückliche Genehmigung des Verlages nicht gestattet, fotografische Vervielfältigungen, Mikrofilme, Mikrofotos u.ä. von den Zeitschriftenheften, von einzelnen Beiträgen oder von Teilen daraus herzustellen.

Herstellung

Satz und Druck: Tümmels Buchdruckerei und Verlag GmbH, Gundelfinger Straße 20, 90451 Nürnberg

Verlag

W. Kohlhammer GmbH, Postanschrift: 70549 Stuttgart; Lieferanschrift: Heßbrühlstraße 69, 70565 Stuttgart; Telefon 07 11/78 63-0; Telefax 07 11/78 63-84 30; E-Mail: waltraud.metzger@kohlhammer.de, Postscheckkonto Stuttgart 163 30. Girokonto Städtische Girokasse Stuttgart 2 022 309. ISSN 0340-3254

Bezugsbedingungen

Die „Mitteilungen aus der Arbeitsmarkt- und Berufsforschung“ erscheinen viermal jährlich. Bezugspreis: Jahresabonnement 52,- € inklusive Versandkosten: Einzelheft 14,- € zuzüglich Versandkosten. Für Studenten, Wehr- und Ersatzdienstleistende wird der Preis um 20 % ermäßigt. Bestellungen durch den Buchhandel oder direkt beim Verlag. Abbestellungen sind nur bis 3 Monate vor Jahresende möglich.

Zitierweise:

MittAB = „Mitteilungen aus der Arbeitsmarkt- und Berufsforschung“ (ab 1970)
Mitt(IAB) = „Mitteilungen“ (1968 und 1969)
In den Jahren 1968 und 1969 erschienen die „Mitteilungen aus der Arbeitsmarkt- und Berufsforschung“ unter dem Titel „Mitteilungen“, herausgegeben vom Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung der Bundesanstalt für Arbeit.

Internet: <http://www.iab.de>

Investitionsfinanzierung, Risikokapital und Lohnkosten

Karl Georg Zinn

Mit dem langfristigen Anstieg der Sparquote der Haushalte ergibt sich für die Investition ein doppeltes Dilemma. Einerseits indiziert die Zunahme der Ersparnis ein Nachlassen der Konsumdynamik mit entsprechenden Absatz- und Überkapazitätsproblemen; die Risiken für Erweiterungsinvestitionen steigen. Andererseits bedeutet die relative Zunahme der Ersparnisse der Haushalte, daß die gesamtwirtschaftliche Investitionsfinanzierung mit steigenden Fremdkapitalanteilen erfolgen müßte, zumindest aber die Außenfinanzierung im Verhältnis zur Innenfinanzierung der Unternehmen zuzunehmen hätte. Die Bereitschaft der „kleinen Sparer“, ihre Ersparnisse den Unternehmen als Risikokapital zur Verfügung zu stellen, ist gering, da für diese Sparergruppe Sicherheit vor Ertragsersparungen rangiert. Die Umwandlung der Haushaltsersparnisse in Eigen- bzw. Risikokapital der Unternehmen erfordert somit neue Formen der Risikoabsicherung für die breite Masse der Sparer.

Die skizzierte Verschiebung von der Investitionsfinanzierung aus Gewinnen hin zu Fremdkapitalaufnahme läßt sich u. a. an der sinkenden Eigenkapitalquote der Wirtschaft ablesen. Parallel zu dieser Entwicklung läßt sich in der Bundesrepublik eine Gegenläufigkeit von Sparquote der Haushalte und Bruttoinvestitionsquote der Gesamtwirtschaft feststellen. Es zeigt sich also ein widersprüchlicher Prozeß: Steigende Ersparnisbildung müßte – wenn Vollbeschäftigung gewährleistet werden soll – zu einem Anstieg der Investitionsquote führen; das Gegenteil ist jedoch der Fall. Da der Sparquotenanstieg der Haushalte zugleich auf größere Absatzschwierigkeiten der (Konsumgüter-) Industrie hindeutet, treffen Absatzprobleme und Investitionsfinanzierungsprobleme zeitlich zusammen.

Sofern die Nachfrageschwäche durch Lohnsteigerungen und/oder Arbeitszeitverkürzungen gemildert werden soll, wird tendenziell eine Zunahme der (bereinigten) Lohnquote erforderlich werden. Damit verschiebt sich jedoch die gesamtwirtschaftliche Ersparnis weiter in Richtung der Ersparnisbildung der privaten Haushalte, so daß künftig eine noch stärkere Bereitschaft der Investoren notwendig wird, eine steigende Fremdkapitalquote zu akzeptieren.

Die sich aus den geschilderten Entwicklungen ergebenden Schwierigkeiten für eine zur Vollbeschäftigung hinreichende Investitionstätigkeit legen es nahe, daß die Wirtschaftspolitik verstärkt auf die von Keynes empfohlene „Sozialisierung“ der Investitionsquote bzw. der Investitionstätigkeit zurückgreift.

Gliederung

1. Abriß der Problemstellung
2. Lohnquote und Fremdkapitalfinanzierung
3. Mangel an „Risikokapital“ oder Sicherheitspräferenz der Sparer?
4. „Sozialisierung“ à la Keynes
5. Lohnstückkosten und Rentabilität
6. Zusammenfassung

1. Abriß der Problemstellung

Die folgenden Ausführungen behandeln ein Problem, das scheinbar nicht zu den zentralen Punkten in den verschiedenen Erklärungen der gegenwärtigen Krise gehört, nämlich das Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital bei der Investitionsfinanzierung. Es soll im folgenden versucht werden, die gesamtwirtschaftliche Dimension der Frage theoretisch zu beleuchten und klarzulegen, daß es sich um eine äußerst wichtige Komponente künftiger Investitionspolitik handelt.

Soweit Finanzierungsmodalitäten maßgeblichen Einfluß auf die Investitionstätigkeit haben, muß auch die Beschäftigungspolitik auf die einschlägigen Probleme achten und möglichen Restriktionen im Finanzierungsbereich der Investitionstätigkeit beugen.

Die Sparquote der privaten Haushalte lag in den Fünfzigerjahren in der Bundesrepublik weit unter 10 %, während die gesamtwirtschaftliche Investitionsquote weit

über dem heutigen Niveau stand. Bereits daran wird deutlich, daß die Eigen- bzw. Selbstfinanzierung der Unternehmen zu Beginn der Wirtschaftsentwicklung der Bundesrepublik relativ hoch lag: die Investitionen wurden zu einem erheblichen Teil aus Gewinnen finanziert, was bedeutete, daß die *Investitionsausgaben* auch zu einem entsprechend hohen Teil wieder als *Gewinne* an die Investoren zurückfließen. Die Gewinnempfänger kauften sich sozusagen gegenseitig einen relativ großen Teil ihrer Produktion ab. Diese Situation hat sich qualitativ verändert, so daß sich künftig auch das Finanzierungsproblem der Investitionen anders stellt. Die allenthalben feststellbare Diskrepanz zwischen Kapitalüberfülle einerseits und fehlender Investitionsbereitschaft andererseits hängt auch mit jener Verschiebung in der gesamtwirtschaftlichen Ersparnisbildung weg von den Gewinnempfängern hin zu den privaten Haushalten, speziell den Empfängern von Arbeitseinkommen, zusammen.

Ausgangspunkt der Überlegungen bildet die Tatsache, daß hohe Sparquoten, allgemeine Überkapazitäten und Millionen von Arbeitslosen in den westlichen Industrieländern belegen, daß kein Kapitalmangel herrscht. Vielmehr fehlt es an Nachfrage, um die vorhandenen Produktionsfaktoren voll zu beschäftigen. Im Hinblick auf die hohe Ersparnisbildung stellt sich das Nachfrageproblem – wie hinlänglich beklagt – nicht primär als Nachfrage-lücke im Konsumbereich, sondern als „Investitionslücke“. Wie jedoch als bekannt unterstellt werden darf, lassen sich Konsum- und Investitionsentwicklung nicht unabhängig voneinander betrachten, sondern sie verstärken sich gegenseitig – in expansiver oder kontraktiver Richtung. Mit der gegenseitigen Abhängigkeit von Kon-

Tabelle 1
Sparquote, Bruttoinvestitionsquote und privater Verbrauch 1960—1977 (in %/o)

Jahr	1960	1965	1970	1971	1972	1973	1974	1975	1976	1977
Sparquote*)	8,5	12,2	13,9	13,7	14,8	14,2	15,2	15,7	14,7	13,5
Bruttoinvestitionsquote**)	24,3	26,2	25,6	26,4	25,9	24,5	21,9	20,8	20,7	20,9
***) Veränderung des privaten Verbrauchs (real)	6,0	6,9	7,3	5,2	4,0	2,5	0,3	2,5	3,6	3,1

*) Ersparnisanteil an den verfügbaren Einkommen der Haushalte

**) Anteil der Bruttoanlageinvestitionen am BSP

***) im Vergleich zum Vorjahr in %

Quelle: Bundesministerium für Wirtschaft, Leistung in Zahlen, 27. A., Bonn 1977, S. 12, 45

sum und Investition, wie sie modelltheoretisch im Akzelerator berücksichtigt wird, ergibt sich folgende Dilemma-Situation auf hohem Einkommensniveau: Sollen die Investitionen steigen, so muß *letztlich* der Anstoß über eine (Konsum-)Nachfragesteigerung gegeben werden, denn nur wenn und solange sich der private (und öffentliche) Verbrauch dynamisch entwickelt, ergibt sich auch jene Investitionsexpansion, die das von Jahr zu Jahr steigende Volumen an freiwilliger Ersparnis zu absorbieren in der Lage ist. Die Belebung der Verbrauchsdynamik verlangt jedoch Umverteilungen zugunsten der Masseneinkommen und/oder der öffentlichen Haushalte, und zwar muß dieser Umverteilungsprozeß um so kräftiger ausfallen, je höher die marginale (und damit auch durchschnittliche) Sparquote der Volkswirtschaft liegt. Via Umverteilung soll ein Konsum- und Konsumquotenanstieg erreicht werden.

Der Zusammenhang von Konsumquote bzw. Sparquote einerseits und Investitionstätigkeit andererseits ist zu evident, als daß man einen (erneuten) Konsumquotenanstieg nicht als *conditio sine qua non* für die Rückkehr zum Vollbeschäftigungsniveau betrachten könnte. Interessant ist dabei, daß der Rückgang der Investitionsquote in der Bundesrepublik zeitlich verzögert zum Sparquotenanstieg erfolgte.

In der Mehrzahl der empirischen Untersuchungen zum Investitionsverhalten während der vergangenen Jahre wird immer wieder darauf hingewiesen, daß die ungünstigen Ertragsaussichten primär durch die unzureichende Nachfrage bedingt sind, was ja bei wachsenden Überkapazitäten auch nicht schwer zu erkennen ist. Die in der vorstehenden Gegenüberstellung von Sparquote und Investitionsquote zutage tretende Gegenläufigkeit verweist darauf, daß es unter marktwirtschaftlichen Bedingungen offensichtlich nicht möglich ist, die Investitionen gerade dann verstärkt wachsen zu lassen, wenn die Ersparnisbildung zunimmt. Vielmehr ergibt sich jener in den Zahlen zum Ausdruck kommende Widerspruch, daß *steigendes* Sparkapitalangebot zu *sinkender* Investitionsnachfrage führt.

1) Vgl. zu einer ausführlicheren Behandlung der Unvermeidlichkeit sinkender Kapitalrentabilitäten bei dauerhafter Vollbeschäftigung Zinn, K. G., Der Niedergang des Profits. Eine Streitschrift zu den Risiken der kapitalistischen Wirtschaftskrise, Köln: Bund-Verlag 1978; derselbe, Lohnkosten und Arbeitslosigkeit, in: Markmann, H./Simmert, D. B., Hrsg., Wirtschaftspolitik in der Krise, Köln 1978; Zinn, K. G., Inflation als Folge der Arbeitslosigkeit. Bemerkungen zu einer verdrängten These, in: WSI-Mitteilungen, Jg. 30, Sept. 1977, S. 551—563.

Vom Standpunkt der privaten Investoren aus gesehen stellt sich jene gegenläufige Entwicklung als logisch dar: Wenn die Konsumgüternachfrage langsamer wächst, so wäre es wenig rational, die Investitionstätigkeit zu forcieren. Bei ansteigender Sparquote müßte jedoch die Investitionstätigkeit entsprechend steigen, um die Nachfragerücke im Konsumsektor durch höhere Investitionen zu kompensieren. Einzelwirtschaftliche und gesamtwirtschaftliche Rationalität widersprechen sich hier bekanntlich.

Vor dem Hintergrund der geschilderten Entwicklung ist der viel zitierte und gescholtene „Pessimismus“ der Unternehmer sehr berechtigt. Die Kapitalrenditen werden mittelfristig sinken; und das Zinsniveau rutscht auf der abschüssigen Gewinnbahn mit in die Tiefe. Je rascher und vollständiger die Anpassung des Zinsniveaus an das gesunkene Profitniveau erfolgt um so besser, weil dann nämlich vermieden wird, daß ein zeitweiliges Zins-Profit-Gefälle zusätzliche Umlenkungseffekte von der Realkapital- in die Finanzkapitalanlage auslöst.

Sinkendes Profit- und Zinsniveau bringen sozusagen zum Vorschein, daß die Investitionen *insgesamt* an Rentabilität verlieren und im *einzelnen* (noch) hohe Gewinnaussichten mit höheren Risiken verbunden sind. Die Zurückhaltung der Investoren in dieser Lage kann dann als „Mangel an Risikokapital“ *gedeutet* werden. Faktisch sind aber die Risiken höher und *deshalb* wird auch bei unveränderter Risikobereitschaft weniger investiert.

Es liegt auf der Hand, daß — pauschal gesprochen — die Investitionsrisiken um so größer werden je stärker die Investitionen zurückgehen. Denn Investitionsschwäche führt in die Krise, und in der Krise sind nun einmal die Gewinnaussichten schlechter als im Boom.

Leider führt aus dieser kritischen Lage kein Weg, auf dem steigende Nachfrage und damit wieder Normalauslastung der Kapazitäten einerseits und Anstieg der Kapitalrentabilität auf das „alte, befriedigende“ Niveau andererseits zusammengeführt werden. Wenn man der Vollbeschäftigung Priorität einräumen will, muß man für steigende Nachfrage sorgen, d. h. konkret, daß die Masseneinkommen bzw. die Lohnquote steigen müssen — sei es durch Umverteilungen, sei es durch Arbeitszeitverkürzungen, was nun aber auch die Kapitalrentabilität belastet¹⁾. Die Situation ist durch den von Keynes-Hansen aufgewiesenen Widerspruch zwischen steigender

Ersparnis (sinkende Konsumquote) und sinkender Investitionsquote (sinkende Rentabilität) charakterisiert. Aber es ist besser, niedrige Renditen bei Vollbeschäftigung als bei Arbeitslosigkeit zu „ertragen“.

2. Lohnquote und Fremdkapitalfinanzierung

Der unter dem Nachfrageaspekt notwendige Umverteilungsprozeß ist kein auf die Bundesrepublik beschränktes Problem, sondern gilt weltweit. Es wäre daher auch verfehlt, wenn einzelne Länder via Lohnreduktionen ihre Exporte zu verbilligen suchten, um auf diese Weise eigene Arbeitslosigkeit zu exportieren. Wachsende weltwirtschaftliche Ungleichgewichte und eine protektionistische Retorsionsspirale wären die Folgen. Zudem ist der Wechselkursunabhängige Lohnstückkostenanstieg in der Bundesrepublik am niedrigsten gewesen²⁾.

Neben dem verteilungsbedingten Lohn-Profit-Dilemma ergibt sich jedoch, wie bereits erwähnt, das Problem der steigenden Fremdkapitalabsorption durch die Investoren: Wenn bei steigender Ersparnis aus Arbeitseinkommen das zur Vollbeschäftigung notwendige Investitionsvolumen erreicht werden soll, so muß eben der Fremdkapitalanteil bei den Investitionen steigen bzw. die Eigenkapitalquote sinken.

Selbst wenn man einmal unterstellt, daß trotz sinkender Rentabilitätserwartungen die Investoren das zur Vollbeschäftigung notwendige Investitionsvolumen sicherstellen wollen, so würde bei steigender Sparquote der Haushalte, genauer einer steigenden Sparquote der Lohn- und Gehaltsempfänger, eine Verschiebung zwischen Fremdkapital- und Eigenkapitalquote erforderlich. Denn es wird relativ immer mehr Fremdkapital – aus den Ersparnissen der Haushalte – angeboten, als aus Gewinnen für die Eigenkapitalbeschaffung zufließt. Dies läßt sich mit Hilfe der Domar'schen Formel für das gleichgewichtige Wachstum leicht verdeutlichen:

Die gleichgewichtige Wachstumsrate (w) wird durch den Quotient aus (gesamtwirtschaftlicher) Sparquote (s) und Kapitalkoeffizient (k) bestimmt.

Rate des gleichgewichtigen Wachstums (Domar)

$$= w = \frac{s}{k}$$

Die gesamtwirtschaftliche Sparquote läßt sich unter Berücksichtigung der gruppenspezifischen Sparquoten und der Verteilungsquoten folgendermaßen formulieren:

q_l = Lohnquote

q_p = $1 - q_l$ = Profitquote

s_l = Sparquote der Lohnempfänger

s_p = Sparquote der Profitempfänger

gesamtwirtschaftliche Sparquote

$$= s = \frac{S}{Y} = \frac{Y(q_l \cdot s_l + (1 - q_l) \cdot s_p)}{Y}$$

2) Land	BRD	Frankreich	England	USA
NLS	4,0	7,5	10,0	5,0
ILS	12,7	2,4	4,2	3,9

NLS = nationaler Lohnstückkostenanstieg 1976/77 in v. H.
ILS = internationaler Lohnstückkostenanstieg 1976/77 unter Berücksichtigung der Wechselkursänderung

Quelle: EG-Kommission

3) Eine genauere Analyse müßte mit marginalen Sparquoten arbeiten. Dabei wäre zu berücksichtigen, daß eine Lohnquotensteigerung zwar die Sparquote der Lohnempfänger wachsen läßt, die Sparquote der Gewinnempfänger aber leicht zurückgeht, was einen expansiven Effekt auf die Eigenkapitalquote hat. Saldiert dürfen diese Effekte dennoch zu einer fallenden Eigenkapitalquote führen.

woraus folgt

$$(1) \quad s = q_l \cdot s_l + (1 - q_l) \cdot s_p = q_l (s_l - s_p) + s_p$$

Identifiziert man in grober Annäherung an die Realität das Eigenkapital der privaten Investoren mit ihrer Ersparnis (aus Gewinneinkommen), d. h.

$$(2) \quad \text{Eigenkapital} = E = s_p (1 - q_l) Y$$

und entsprechend das

$$(3) \quad \text{Fremdkapital} = F = s_l \cdot q_l \cdot Y$$

so erhält man folgende Finanzierungsquoten für die Nettoinvestition (I):

$$(2a) \quad \text{Eigenkapitalquote} = e = \frac{s_p (1 - q_l) \cdot Y}{I}$$

$$(3a) \quad \text{Fremdkapitalquote} = f = \frac{s_l \cdot q_l \cdot Y}{I}$$

Im gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht muß die freiwillige Ersparnis (S_f) durch die geplanten Investitionen I_g absorbiert werden, es muß also gelten

$$(4) \quad S_f = s \cdot Y \triangleq I_g = I$$

Setzt man (4) in Gleichung (2a), so erhält man den Anteil der Ersparnisse der Gewinnempfänger an der Gesamtersparnis der Volkswirtschaft; die Eigenkapitalquote ist also identisch mit dem Ersparnisanteil der Gewinnempfänger.

Eigenkapitalquote im gesamtwirtschaftlichen Gleichgewicht = e^+

$$(2b) \quad e^+ = \frac{s_p (1 - q_l) Y}{s \cdot Y} = \frac{s_p (1 - q_l)}{s}$$

An Hand von Gleichung (2b) lassen sich die Wirkungen veränderter gruppenspezifischer Sparquoten, variierender gesamtwirtschaftlicher Sparquote und der Bewegung der Lohnquote auf die Eigenkapitalquote ablesen.

In dem hier erörterten Zusammenhang ist ein Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Sparquote als Resultat steigender Sparquoten der privaten Haushalte sowie ein Anstieg der Lohnquote interessant. Beide Entwicklungen führen zu einer sinkenden Eigenkapitalquote!

Die Zusammenhänge zwischen den verschiedenen Parametern sind hier nicht explizit formuliert, aber es ist leicht einzusehen, daß ein Anstieg der Lohnquote dann mit hoher Wahrscheinlichkeit auch zu einem Anstieg der Sparquote der Haushalte führt, wenn der Lohnquotenanstieg auf Lohnerhöhungen – und nicht auf Arbeitszeitverkürzungen zurückzuführen ist. Daraus ergibt sich eine Präferenz für Arbeitszeitverkürzungen: Steigt die Lohnquote infolge von Arbeitszeitverkürzungen, so dürfte der Sparquotenanstieg geringer ausfallen, oder es ergibt sich sogar ein (leichter) Sparquotenrückgang. Jedenfalls ist bei einem Lohnquotenanstieg via Arbeitszeitverkürzungen der Druck auf die Eigenkapitalquote geringer³⁾.

Im Hinblick auf das Bemühen der Investoren, eine Mindestquote an Eigenkapital einzubringen, läßt sich hier eine (weitere) Restriktion für die Investitionstätigkeit erkennen: Jene Mindest-Eigenkapitalquote, die die Unternehmen nicht zu unterschreiten bereit sind bzw. die sie u. U. wegen der Kreditwürdigkeit gar nicht unterschreiten dürfen – wir gehen hierauf noch ausführlicher ein –, sei mit e_m symbolisiert. Es gilt dann folgende Restriktion:

$$(5) \quad e_m \leq e^+$$

Damit wäre aber dem Fremdkapitalanteil bei den Investitionen eine „absolute“ Grenze gezogen; absolut insofern, als nur durch Veränderung der Rahmenbedingungen bzw. der institutionell bestimmten Finanzierungsmodalitäten die als Verhaltensgröße der Investoren zu verstehende Mindest-Eigenkapitalquote (e_m) gesenkt werden kann⁴).

Man mache sich noch einmal kurz klar, daß trotz des Zusammenhangs von *Kapitalrentabilität* und *Verfügbarkeit* von Eigenkapital zwei unabhängig voneinander bestehende Investitionshemmnisse vorliegen: Selbst wenn die Bereitschaft bestünde, bei sinkenden Kapitalrentabilitäten ein zur Vollbeschäftigung hinreichendes Investitionsvolumen zu tätigen, so könnten die Investitionen an jener durch die Mindest-Eigenkapitalquote gezogenen Sperre scheitern!

Für die Wirtschaftspolitik stellt sich also auch die Aufgabe, jene finanzierungsbedingten Investitionshemmnisse zu beachten. Das Problem unzureichender Risikokapitalmasse bei allgemeiner Kapitalüberfülle löst sich also noch nicht allein dadurch, daß bei sinkenden Renditen investiert wird, sondern es müssen auch qualitativ neue Formen der Investitionsfinanzierung bzw. der Risikoabsicherung bei sinkender Eigenkapitalquote gefunden werden. – Keynes' Ausführungen zum „sanften Tod des Rentners“ und seine damit verknüpfte Argumentation für eine „Sozialisierung“ der Investitionen bzw. der Investitionsquote bei sinkender „Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals“ erhalten somit auf doppelte Weise Aktualität: Erstens ist der „gesellschaftliche“ Einfluß auf die Investitionen notwendig, um auch bei sinkender Kapitalrendite ein hinreichendes Investitionsvolumen in Gang zu setzen: Die negativen Konsequenzen einer hinter der Ersparnis zurückbleibenden Investition sind hinlänglich bekannt; negative Konsequenzen einer sinkenden Kapitalrendite auf dauerhaftem Vollbeschäftigungsniveau lassen sich hingegen nicht ausmachen, zumal die *Rentabilität* – im Gegensatz zur Profitquote – bei Vollbeschäftigung i. d. R. höher liegt als bei hoher Arbeitslosigkeit! Zweitens würde das Keynes'sche Konzept der „Sozialisierung“ der Investitionstätigkeit aber auch jenes Finanzierungsproblem lösen; denn mit der „Investitionssozialisierung“ läßt sich auch eine gesellschaftliche Lösung des Risikoproblems verbinden; in Einzelfällen geschieht dies ja bereits heute (Milliardensubventionen, Krisenkartelle, Übernahme von privaten Verlusten durch die öffentlichen Hände etc.).

3. Mangel an „Risikokapital“ oder Sicherheitspräferenz der Sparer?

Die bisherigen Überlegungen zur Diskrepanz zwischen verfügbarem Sparkapital und zurückbleibender Investitionstätigkeit bieten eine Erklärung für jene in den vergangenen Jahren von verschiedenen Seiten aufgestellten These, daß es an „Risikokapital“ mangle⁵).

4) Die Mindest-Eigenkapitalquote bzw. der Anteil der Investitionsfinanzierung aus nicht entnommenen Gewinnen sollte nach Ansicht des Berliner Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung — unter den bestehenden Verhältnissen — nicht unter 10% fallen. Vgl. Poullain, L., Eigenkapitalfinanzierung und Investitionsfähigkeit, in: Investitionen — Element der Zukunftssicherung, Referate, Thesen und Diskussionsbeiträge — Gemeinsames Symposium des Instituts der deutschen Wirtschaft und des Vereins Deutscher Maschinenbauanstalten, Köln 1976, S. 50.

5) Vgl. u. a. Giersch, H., Ursachen und Auswirkungen der Investitionsschwäche, in: Investitionen — Element der Zukunftssicherung, a. a. O., S. 102—130; zur analogen Problemlage in den USA vgl. Capital Shortage Fact and Fancy, in: Monthly Review, vol. 27, Nr. 11, April 1976, S. 1—19.

Der relative Anstieg der Ersparnisbildung (steigende Sparquote der Haushalte) bewirkte einerseits eine Verlangsamung des Nachfragewachstums beim Konsum und erhöhte andererseits die zur Aufrechterhaltung der Vollbeschäftigung via Investitionen zu absorbierende Geldkapitalmasse. Eine gleichgewichtige Entwicklung hätte somit erfordert, daß die Unternehmen gerade in jener Phase, in der die Konsumnachfrage schwächer wurde, ihre Investitionen ausgeweitet hätten: die Nachfragerlücke im Konsumbereich hätte durch höhere Investitionen kompensiert werden müssen. Sieht man einmal von den allokativen Strukturdiskrepanzen ab, die sich mit einer solchen Umschichtung stellen, ergeben sich eine Reihe von investitionshemmenden Faktoren, die unmittelbar aus der relativen Zunahme der Ersparnisbildung der privaten Haushalte resultieren:

(1) Die Zunahme der Sparquote der Haushalte erfordert — wie dargelegt — eine Umstrukturierung bei der Investitionsfinanzierung zugunsten des Fremdkapitalanteils; zumindest muß die Außenfinanzierung zulasten der Innenfinanzierung wachsen. Der Unterschied zwischen Investitionsfinanzierung aus Gewinnen und aus extern zufließenden Mitteln bedeutet für die Unternehmen bzw. die Unternehmensleitungen, daß sie tendenziell *weniger risikofreudig* investieren bzw. investieren können. Denn Außenfinanzierung — sei es durch Fremdkapital (Anleihen, Bankkredite etc.), sei es durch Eigenkapitalerhöhungen (Aktienemission) — verlangt in der Regel, daß die „Bonität“ der Investitionsprojekte schärfer beurteilt wird, was nichts anderes heißt, als daß Sicherheit vor Ertragschancen rangiert.

Die gegenläufige Entwicklung von Sparquote der Haushalte und Eigenkapitalquote der Unternehmen, wie sie sich aus den vorstehend beschriebenen Zusammenhängen ergibt, läßt sich an Hand der Daten der Bundesrepublik gut verfolgen:

Tabelle 2
Sparquote und Eigenkapitalquote 1960—1974

Jahr	Sparquote der privaten Haushalte (ohne nicht entnommene Gewinne) bezogen auf das verfügbare Einkommen	Eigenkapitalquote (Eigenkapital in Prozent der Bilanzsumme industrieller Aktiengesellschaften)
1960	8,5	40,8
61	8,9	40,1
62	8,6	36,4
63	9,8	35,9
64	11,3	35,8
65	12,2	35,5
66	11,6	35,7
67	11,3	36,1
68	12,5	36,7
69	13,4	35,2
1970	13,9	33,4
71	13,7	32,4
72	14,8	31,5
73	14,2	30,8
74	15,2	28,9

Quellen: Institut der deutschen Wirtschaft, Investitionen — Element der Zukunftssicherung, a. a. O., S. 245; Leistung in Zahlen, a. a. O., S. 21.

Der Rückgang der Eigenkapitalquote verlief in den letzten Jahren parallel zum allgemeinen Investitionsrückgang, so daß bei „normalem“ Investitionsverlauf, d. h. Absorption der verfügbaren Spargelder durch die Investitionen, die Eigenkapitalquote noch stärker hätte fallen müssen.

Wenn das „Institut der deutschen Wirtschaft“ aus der steigenden Ersparnis der Haushalte folgert: „Es wäre anzustreben, daß die privaten Haushalte einen größeren Teil ihrer Ersparnisse den Unternehmen zur Verfügung stellen“⁶⁾, so setzt dies voraus, daß der Sicherheitspräferenz der „kleinen“ Sparer irgendwie Rechnung getragen wird. Denn in der Tat ist der Normalsparer kein Unternehmer und scheut legitimerweise Verlustrisiken.

Die höhere Sicherheitspräferenz der Sparer läßt sich nicht nur daran ablesen, daß die Masse der kleinen Sparer aktienscheu ist und relativ kursstabile Anlagemöglichkeiten vorzieht, sondern auch an ihrer Bereitschaft, niedrige Realzinsen zu akzeptieren, wenn das „Geld nur sicher ist“. Betrachtet man die hohen Beträge auf den Sparkonten und vergleicht Inflationsraten und Habenzinsentwicklung, so wird deutlich, daß auch bei einem realen Null-Zins gespart wird. – Im Grunde handelt es sich bei dieser Sicherheitspräferenz (nur?) der kleinen Sparer um eine alte wirtschaftspsychologische Erkenntnis, daß nämlich der Verlust eines (kleinen) Vermögens weit schmerzlicher ist, als der hohe Gewinn aus einer riskanten Anlage wettmachen kann⁷⁾. Keynesianisch ausgedrückt: es liegt eine hohe Liquiditätspräferenz vor, weil auch relativ hohe Erträge bzw. Zinsen zu keiner längerfristigen Anlage in Realwertpapieren stimulieren können.

Mit der Sicherheitspräferenz der Sparer bzw. der ihre Gelder verwaltenden Banken und sonstigen intermediären Finanzinstitutionen ergibt sich für die Bereitstellung von Risikokapital jedoch ein weiteres Problem:

(2) Wenn die privaten Investoren überhaupt nur (noch) Projekte anbieten können, die mehr oder weniger riskant und auch mehr oder weniger profitabel sind, aber keine Investitionsmöglichkeiten bestehen, die – etwa analog zu Staatsanleihen — zwar relativ niedrig verzinst, dafür aber auch äußerst sicher vor Vermögensverlusten sind, so erhalten die Investoren trotz Investitionsbereitschaft nicht das erforderliche Fremdkapital bzw. finden nicht genügend „risikofreudige“ Aktionäre. Es besteht dann einfach eine Diskrepanz zwischen den Anforderungen, die die Geldkapitalbesitzer (= sparende Haushalte) in Punkto Sicherheit stellen, und den verfügbaren Investitionsprojekten, die eben diesen Sicherheitsgrad nicht aufweisen. Daß eine hohe Zahl von Unternehmenszusammenbrüchen, Kursverfall der Aktien und spektakuläre Bankzusammenbrüche jene Vorsichtspräferenz noch fördern, liegt auf der Hand.

Der Weg aus dem geschilderten Dilemma kann nur über neue Verfahren der Risikoabsicherung für die kleinen

Sparer erfolgen: durch Bürgschaften, Risikofonds etc. In der Tendenz bedeutet dies aber nichts anderes, als daß die Investitionsrisiken versicherbar gemacht werden, also eine „Sozialisierung der Verluste“ – und damit in gewisser Weise auch eine „Sozialisierung“ der Investitionstätigkeit erfolgt. Denn wenn eine Versicherungsgemeinschaft die Risiken trägt, so wird sie auch bei den Investitionsvorhaben mitsprechen wollen; so wie dies ja bereits heute in gewissem Umfang erfolgt, wenn Banken die Investitionsprojekte ihrer Kreditnehmer „kontrollieren“.

(3) Die sich aus der vorstehend beschriebenen Sicherheitspräferenz und ihrer möglichen Berücksichtigung durch ein Risikoausgleichssystem ergebenden Folgen wirken jedoch insgesamt lähmend auf die Investitionsaktivität. Denn erstens bedeutet die Risikoabsicherung eine Kosten-erhöhung, die letztlich auch die Gewinne bzw. Gewinnerwartungen senkt; zweitens nimmt aber mit steigender Fremdkapitalquote bzw. sinkender Eigenkapitalausstattung auch der Profitanteil i. e. S. am gesamten Vermögenseinkommen ab. Wenn relativ mehr Spargelder aus den Arbeitseinkommen der Investition zur Verfügung gestellt werden, so nimmt – was gesellschaftspolitisch eventuell erwünscht sein mag — die Querverteilung zu: es ergibt sich ein gewisser Nivellierungseffekt bei der personalen Einkommensverteilung. Wenn nun aber die privaten Investoren gar nicht bereit sind, solche Relationen zwischen Eigen- und Fremdkapital und entsprechende Verhältnisse zwischen Profit und Fremdkapitalzinsen hinzunehmen, so bleibt es trotz jener Risikoabsicherung und der daraus resultierenden Bereitschaft der Sparer, ihre Gelder für Realinvestitionen verfügbar zu machen, bei der Investitionszurückhaltung (siehe die obigen Ausführungen zur Mindest-Eigenkapitalquote). In einer solchen Situation müßte also ein wachsender Anteil des volkswirtschaftlichen Investitionsvolumens den privaten Investitionsentscheidungen entzogen und von öffentlichen Haushalten und öffentlichen Unternehmen übernommen werden.

(4) Zwischen Spar- bzw. Konsumquotenentwicklung und den Investitionsrisiken besteht eine gegenläufige Beziehung: eine steigende Sparquote der Haushalte bewirkt wegen der verringerten Dynamik der Konsumgüternachfrage höhere Absatz- und Investitionsrisiken. Soll nun in einer solchen Situation den Investoren auch noch eine steigende Fremdkapitalquote „zugemutet“ werden, so müßten schon extreme Anreize für autonome Investitionen gegeben sein, wenn die vielfältigen pessimistisch stimmenden Faktoren nicht zu Buche schlagen sollen.

Vor allem die kleineren und mittleren Unternehmen, für die ohnehin Außenfinanzierung nur über Fremdkapitalaufnahme möglich ist, weil ihnen — anders als in Großunternehmen — der direkte Zugang zum Kapitalmarkt verwehrt bleibt, machen ihre Investitionstätigkeit in starkem Maße von der Eigenkapitalausstattung — und damit von den künftigen Gewinnen i. e. S. abhängig⁸⁾.

Nun ließe sich mit dem Blick auf die Vergangenheit das Problem der zurückgehenden Eigenkapitalquote insofern bagatellisieren, als – nach Angaben Poullains⁹⁾ – der Anteil der Aktien an der längerfristigen Unternehmensfinanzierung seit den Fünfzigerjahren von 40% auf 16% zurückgegangen ist und der starke Anstieg des Fremdkapitalanteils von 56% im Jahre 1954 auf 71% im Jahr 1974 offensichtlich ohne große Schwierigkeiten verkraftet werden konnte. Der wesentliche Unterschied liegt jedoch in der gesamtwirtschaftlichen Situation: bis

6) S. Investitionen — Element der Zukunftssicherung, a. a. O., S. 245.

7) Vgl. zu dieser „Buffonschen Regel“ Zinn, K. G., Buffons Beitrag zur Sozialwissenschaft. Die Entdeckung der meßbaren Psyche im 18. Jahrhundert und die wertsubjektivistische Konsequenz, in: Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik, Bd. 181, 1968, S. 343—357 (hier: S. 353).

8) Die Körperschaftssteuerreform dürfte in diesem Zusammenhang die Unterschiede bei der Eigenkapitalbeschaffung zwischen Großunternehmen einerseits und Klein- und Mittelbetrieben andererseits eher noch verstärken, auch wenn diese Reform grundsätzlich zu einer Aufwertung der Aktie führen mag.

9) Vgl. Poullain, L., Eigenkapitalfinanzierung und Investitionstätigkeit, a. a. O., S. 45 f.

Anfang der Siebzigerjahre (genau: 1973) dauerte das „Nachkriegswachstum“ und die Investoren konnten damit rechnen, daß die Investitionsrisiken relativ gering waren, weil die Nachfrage immer wieder rasch in die Kapazitäten hineinwuchs. Seit Winter 1973/74 sieht es in der westlichen Welt anders aus.

(5) Die unter Ziffern 1) bis 3) soeben dargelegte Sicherheitspräferenz bzw. Risikoscheu läßt sich nun zwar dahingehend relativieren, daß sich doch ein erheblicher Anteil der Ersparnisse aus Haushaltseinkommen der Realinvestition zuführen läßt, – aber dann zu Zinsen, die im Verhältnis zur Eigenkapitalrendite relativ hoch liegen¹⁰). Dies ist verständlich, denn bei steigender Sparquote (sinkender Konsumquote) nimmt – wie skizziert – das Investitionsrisiko wegen wachsender Absatzschwierigkeiten zu, so daß gerade die Fremdkapitalgläubiger auch eine entsprechend steigende „Risikoprämie“ erhalten. Andererseits wird aber – ebenfalls wegen des steigenden Risikos der Investitionen – der Fremdkapitalgläubiger einen gewissen Eigenkapitalanteil bei dem jeweiligen Kreditnehmer bzw. Investitionsprojekt voraussetzen, wenn er von der Seriosität des Geschäftes überzeugt sein soll.

Gerade für seriöse Investoren bedeutet nun aber eine steigende Fremdfinanzierungsquote auch wiederum eine Risikosteigerung, weil Fremdfinanzierung die Belastung mit fixen (Kredit-)Kosten erhöht. „Je größer . . . der Anteil fixer Zinskosten in der gesamten Aufwands- und Ertragsrechnung ist, desto eher bringen selbst geringe Abschwächungen der Gesamtkapitalrentabilität die Unternehmen bereits in die Verlustzone¹¹).“ Der Anstieg der Sparquote der privaten Haushalte erhöht somit das Investitionsrisiko auf zwei Wegen: einerseits von der Nachfrageseite her, andererseits von der Finanzierungsseite.

Überblickt man die Gesamtsituation, so zeigt sich eine eindrucksvolle Bestätigung der Kalecki-Keynes-Hansenschen Stagnationsthese: Steigende Einkommen führen zu steigender Sparquote und reduzieren damit die Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals bzw. erhöhen die Investitionsrisiken. Der Stagnationsprozeß wird verstärkt durch die bei steigender Sparquote (eigentlich) erforderliche Umstrukturierung im Eigenkapital-Fremdkapital-Verhältnis, was die Investitionsrisiken weiter steigen läßt.

4. „Sozialisierung“ à la Keynes

Die Widersprüchlichkeit der Lage zeigt sich nun auch daran, daß wegen der steigenden Investitionsrisiken eigentlich *höhere* Risikoprämien fällig wären, das gestie-

10) Das „Institut der deutschen Wirtschaft“ gibt mit Hinweis auf Daten des Statistischen Bundesamtes an, daß die Fremdkapitalrendite seit 1971 über der Eigenkapitalrendite liegt. Vgl. Investitionen — Element der Zukunftssicherung, a. a. O., S. 243.

11) Siehe Poullain, L., Eigenkapitalfinanzierungen und Investitionstätigkeit, a. a. O., S. 47. Poullain beschreibt die Dilemma-Situation recht treffend, wenn er fortfährt: „Mit den Kreditfinanzierungsquoten erhöht sich die Konjunktüremempfindlichkeit der Unternehmergewinne. Dadurch können Konjunkturschwankungen verstärkt . . . werden. Je höher die Verschuldung . . . desto weniger sind die Unternehmen bereit, Risiken einzugehen, und das heißt: Investitionen vorzunehmen. Und: Je höher die Unternehmen verschuldet sind, desto weniger sind die Banken bereit, zusätzliche Kredite zu gewähren.“ Siehe ebd.

12) Siehe Keynes, J. M., Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, Berlin 1954, S. 319. Originalzitat: „I conceive, therefore that a somewhat comprehensive socialisation of Investment will prove the only means of securing an approximation to full employment; though this need not exclude all manner of compromises and of devices by which public authority will co-operate with private initiative. It is not the ownership of the instruments of production which is important for the State to assume.“ Siehe Keynes, J. M., The General Theory of Employment, Interest, and Money, London 1964, S. 378.

13) Vgl. Keynes, The General Theory, a. a. O., S. 315 ff.

gene Risiko der Investitionen aber gesamtwirtschaftlich in einer *fallenden* Kapitalrentabilität zum Ausdruck kommt (bzw. kommen muß, wenn die Risikosteigerung nicht nur auf Einbildung der Pessimisten beruht, sondern durchaus der realen Lage entspricht).

Die Forderung nach „höheren Unternehmenserträgen“ — sei es durch Lohnabbau und/oder Steuersenkungen etc. — verkennt die Situation: notwendig ist eine Hinnahme sinkender Rentabilität, d. h. es müßte sichergestellt sein, daß die zur Vollbeschäftigung notwendigen Investitionen auch dann getätigt werden, wenn die Rendite, speziell die Eigenkapitalrendite, eben nicht mehr die in der Vergangenheit übliche Höhe erreicht. Dies bedeutet jedoch, daß sich das Investitionsverhalten qualitativ ändern müßte. An die Stelle von Risiko hätte Sicherheit zu treten; an die Stelle von Gewinnen müßte Kostendeckung gesetzt werden. Es liegt nahe, hier den weniger bekannten Keynes aus dem 24. Kapitel der „Allgemeinen Theorie“¹²) zu zitieren:

„Ich denke mir . . ., daß eine ziemlich umfassende Verstaatlichung der Investition sich, als das einzige Mittel zur Erreichung einer Annäherung an Vollbeschäftigung erweisen wird; obschon dies nicht alle Arten von Zwischenlösungen und Verfahren ausschließen muß, durch welche die öffentliche Behörde mit der privaten Initiative zusammenarbeiten wird . . . Es ist nicht der Besitz der Erzeugungsgüter, deren Aneignung wichtig für den Staat ist.“

Unsere Überlegungen führen zu dem Ergebnis, daß die Investitionsquote ganz im Sinne des „Sozialphilosophen“ Keynes' sozialisiert, d. h. gesellschaftlich bestimmt werden muß und nicht mehr ausschließlich über Gewinnerwartungen reguliert werden kann und darf. Denn was immer man unternimmt, um die „alte“ Kapitalrentabilität wiederherzustellen, es kann sich günstigstenfalls um eine kurzfristige Belebung handeln: Senkt man die Löhne, genauer die Lohnquote, so kommt die Krise wieder über die Hintertür der Nachfrageabschwächung herein; senkt man die (Unternehmens-)Steuern, so steigen die öffentlichen Defizite mit dem später zu bewältigenden Konsolidierungsproblem — oder die öffentlichen Ausgaben werden parallel zur Steuersenkung zurückgenommen, dann steht ein sicherer Nachfrageausfall im öffentlichen Bereich einer unsicheren Nachfrageausweitung bei den privaten Investitionen gegenüber: günstigstenfalls bringt das saldiert nichts, wahrscheinlicher ist jedoch der kontraktive Effekt.

Es führt somit kein Weg daran vorbei, die Kapitalrenditen dauerhaft zu senken und bei sinkenden Gewinnerwartungen dennoch zu investieren. Letztlich ist — was Keynes ebenfalls deutlich sah¹³) — die Krise auch für die Kapitalrentabilität stets eine größere Belastung, als wenn man die zur Vollbeschäftigung notwendigen Investitionen bei tendenziell sinkender Rentabilität vornimmt: wenn man die „erwünschte“ Rendite von 15 % nicht haben kann, so ist es besser, 10% auf Vollbeschäftigungsniveau zu erreichen, als nur 5 % in der Krise, die dem Abfallen der Investitionen unter das Volumen der freiwilligen Ersparnisse auf dem Fuße folgt.

5. Lohnstückkosten und Rentabilität

Abschließend sei noch kurz auf die Zusammenhänge zwischen Lohnquote bzw. Lohnstückkosten, Rentabilität und Kapazitätsauslastung eingegangen. Die bisherigen Überlegungen betonten die Notwendigkeit eines Lohnquoten-

anstiegs unter dem Nachfragegesichtspunkt. Da der Lohnquotenanstieg jedoch zusätzliche Investitionshemmnisse bewirkt, war dann als nächster Schritt auf die Möglichkeit einer „Sozialisierung“ der Investitionstätigkeit im Sinne Keynes' hingewiesen worden. Geht man jedoch von einem Unterbeschäftigungszustand mit hohen Überkapazitäten aus, so steht der rentabilitätsenkenden Wirkung einer Lohnquotenerhöhung der rentabilitätssteigernde Effekt einer wachsenden Kapitalauslastung und damit eines sinkenden faktischen Kapitalkoeffizienten gegenüber. Saldiert dürfte es zwar bei der mittelfristig kaum vermeidlichen Rentabilitätssenkung bleiben, jedoch sieht die Lage nicht ganz so trostlos für die Gewinnempfänger aus, wie sie sie angesichts einer steigenden Lohnquote ausmalen dürften.

Sinkende Kapitalrentabilität wird sich in einem Anstieg der Lohnstückkosten bzw. der Lohnquote niederschlagen. Wenn also die Hinnahme einer sinkenden Kapitalrentabilität unabweislich ist, um künftig wieder Vollbeschäftigung und ein einigermaßen gleichgewichtiges Wachstum zu erreichen, so wären steigende Lohnstückkosten bzw. eine steigende Lohnquote alles andere als Krisensymptome und vielmehr ein Indikator dafür, daß sich die Wirtschaft in der richtigen Richtung bewegt. — Notwendig ist allerdings, daß die (Lohn-)Stückkosten nicht wegen sinkender Kapazitätsauslastung steigen, sondern bei Vollbeschäftigung. Denn Lohnstückkostenanstieg wegen Unterauslastung der Kapazitäten signalisiert keine steigende Massenkaufkraft, sondern sinkende Effizienz des Faktoreinsatzes.

Der geschilderte Zusammenhang von Rentabilität, Auslastungsgrad und Lohnquote läßt sich an Hand folgender Formalisierung leicht überschaubar machen.

Definiert man die Lohnquote als Quotient aus Arbeits-einkommen und Volkseinkommen

$$(6) \quad q_l = A/Y$$

so wird damit zugleich der Lohnstückkostenanteil pro Volkseinkommenseinheit indiziert. Definitionsgemäß ergibt sich die Profitquote als Komplement der Lohnquote

$$(7) \quad q_p = 1 - q_l$$

Die gesamtwirtschaftliche Kapitalrentabilität läßt sich als Quotient aus Gewinnsumme und Kapitalstock einführen

$$(8) \quad r = G/K = q_p \cdot Y/K$$

und wegen (2) läßt sich Gleichung (3) umformulieren

$$(9) \quad r = \frac{(1 - q_l) Y}{K} = \frac{1 - q_l}{k}$$

da der Kapitalkoeffizient $k = K/Y$ (Kehrwert der Kapitalproduktivität).

Aus Formel (9) läßt sich die bekannte Beziehung von Kapitalkoeffizient und Rentabilität ablesen: sinkender (steigender) Kapitalkoeffizient führt ceteris paribus zu steigender (sinkender) Kapitalrentabilität. — Überkapazitäten sind nun gleichbedeutend mit einem Anstieg des Kapitalkoeffizienten, denn für die Rentabilität des Kapitals ist nicht der „technische“ Kapitalkoeffizient (= Kapitalstock / realisierbarer Output) maßgeblich, sondern der tatsächliche Kapitalkoeffizient — unter Berücksichtigung der Kapazitätsauslastung.

Da eine sinkende Lohnquote (= sinkende Lohnstückkosten) bei bereits bestehenden Überkapazitäten via Nachfragesenkung die Kapazitätsauslastung noch weiter reduzieren müßte, würde sich auch die Kapitalrentabilität — trotz sinkender Lohnquote — nicht erholen. Andererseits könnte von einer Unterauslastung der Kapazitäten ausgehend ein Lohnquotenanstieg via Nachfrageanstieg zu einer Vollausslastung der Kapazitäten führen, womit der tatsächliche Kapitalkoeffizient auf das Niveau des technischen Kapitalkoeffizienten gesenkt würde; die Rentabilität könnte also eventuell trotz steigender Lohnquote leicht steigen, konstant bleiben — oder ungünstigstenfalls — leicht sinken.

Die Absenkung der Rentabilität wäre jedoch unterproportional zum Lohnquotenanstieg! Man hätte also — im ungünstigsten Fall — den gesamtwirtschaftlichen und gesellschaftlichen Vorteil voller Kapazitätsauslastung (= kein totes Kapital mehr) und entsprechender Beschäftigungszunahme gegen den privatwirtschaftlichen Nachteil einer eventuell sinkenden Kapitalrentabilität abzuwägen.

Der Nachfrageeffekt einer steigenden Lohnquote ist offenkundig um so größer, je höher (niedriger) die marginale Konsumquote (Sparquote) der Lohnempfänger liegt.

Die gesamtwirtschaftliche Nachfragerücke, die kompensiert werden müßte, um Vollbeschäftigung herbeizuführen, kann prinzipiell von den privaten Investoren, vom Staat oder den Konsumenten geschlossen werden, wenn man vom Außenbeitrag absieht. Daß auf die Investoren nicht zu hoffen ist, bedarf keiner erneuten Belege. Daß staatliche Ausgabenerhöhungen prinzipiell möglich und sinnvoll sind, soll hier unterstellt werden¹⁴⁾, aber es ergibt sich das Finanzierungsproblem bzw. es scheint aus politischen Gründen unwahrscheinlich, daß der Staat den „Keynes'schen Weg“ wählen wird. Es bleibt deshalb nur die „Selbsthilfeaktion“ der Lohnabhängigen, über eine Lohnquotensteigerung die Nachfrage zu stimulieren. Über den Akzelerator bringt der Konsum dann auch die Investition wieder in Gang.

Der Anstieg der Lohnquote führt via Umverteilung zu einer Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Konsumquote, und zwar ist der Konsumquoteneffekt der Umverteilung um so stärker, je deutlicher die Nivellierungstendenz bei

Konsumquote der Lohnempfänger = c_l

Konsumquote der Gewinnempfänger = c_p

$$(10) \text{ Gesamtkonsum} = C = Y (c_l \cdot q_l + (1 - q_l) \cdot c_p) = Y \cdot q_l (c_l - c_p) + c_p \cdot Y$$

Realistischerweise kann unterstellt werden, daß die Konsumquote der Lohnempfänger unter der der Profiteinkommensgruppe liegt, d. h. $c_l < c_p$. Der Lohnquotenanstieg bewirkt somit entsprechend der Formel (10) auch einen Konsumanstieg.

Gemäß dem in Formel (9) dargestellten Zusammenhang fällt mit steigender Lohnquote die Kapitalrentabilität (r). Jedoch wird der rentabilitätssenkende Effekt des Lohnquotenanstiegs — wie erwähnt — zumindest teilweise durch die Senkung des tatsächlichen Kapitalkoeffizienten (wegen steigender Kapazitätsauslastung) kompensiert. Zudem ist bei einem Wiederanstieg der Beschäftigung mit einem Rückgang des speziell krisenbedingten Sparens (Vorsichtssparen) zu rechnen, so daß über diese Normalisierung der Spar- bzw. Konsumquote ein zu-

14) Verwiesen sei auf die Position des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung in dieser Frage: Eine mittelfristige Strategie zur Wiedergewinnung der Vollbeschäftigung, in: DIW-Wochenbericht, 15/78, Jg. 45, 13. April 1978, S. 147 ff.

sätzlicher Expansionseffekt eintritt. In Umkehrung des Sinns einer Sachverständigenratsweisheit läßt sich in der Tat sagen, daß es ein Lohnniveau bzw. ein Lohnquotenniveau gibt, bei dem Vollbeschäftigung herrscht; nur daß die Lohnpolitik nicht kontraktiv, sondern expansiv, nicht auf die Kostenseite, sondern auf die Nachfrage hin orientiert sein muß. Nicht die Lohnquote, sondern die Profitquote muß als Residualgröße betrachtet werden.

Es ist zwar völlig zutreffend, wenn Wirtschaftspolitiker und manche Sachverständige der Meinung sind, daß höhere Gewinnerwartungen auch zu höheren Investitionen führen. Aber es ist falsch zu meinen, man könne unter den gegebenen historischen Bedingungen¹⁵⁾ dauerhaft wieder auf das „alte“ Rentabilitätsniveau gelangen. Notwendig ist vielmehr, sich mit gebührender Distanz von den ideologischen Alltagsgefechten einmal die Frage zu stellen: Was ist eigentlich so schlimm an einem niedrigen Gewinn? Der nachdenkliche Vordenker Keynes hatte jedenfalls keine Bedenken dafür zu plädieren, daß „dem Kapital innerhalb einer oder zwei Generationen sein Knappheitswert“ entzogen wird¹⁶⁾. Und das schrieb Keynes vor nunmehr über vierzig Jahren.

Die vorstehenden Überlegungen dürften deutlich gemacht haben, daß die Kapitalrentabilität entweder wegen unzureichender Nachfrage (also krisenhaft) oder wegen steigender Lohnquote sinkt. Da die zweite Alternative mit Vollbeschäftigung vereinbar ist, stellt sie die bessere Möglichkeit dar.

6. Zusammenfassung

Das langfristige Ansteigen der Sparquote (der privaten Haushalte) deutet auf gewisse Sättigungserscheinungen hin: jedenfalls signalisiert die steigende Ersparnisbildung eine nachlassende Konsumdynamik. Aus dieser Tatsache ergeben sich u. a. zwei Konsequenzen, die empirisch durch

die sinkende Investitionsquote bestätigt werden: Erstens erhöht sich bei nachlassender Konsumdynamik das Absatz- und damit auch das Investitionsrisiko; fallende Kapitalrendite bzw. sinkende Gewinnerwartungen bringen diesen Prozeß objektiv und subjektiv — im Bewußtsein der Investoren — zum Vorschein. Zweitens bedeutet die steigende Sparquote der Haushalte, daß die Investitionsfinanzierung in wachsendem Maße durch Außenfinanzierung, speziell durch eine Steigerung des Fremdkapitalanteils erfolgen müßte, denn die Sparquotenerhöhung ist ja nicht Folge gestiegener Investitionsbereitschaft¹⁷⁾, sondern umgekehrt müßte die Investitionsquote steigen, weil die Ersparnisbildung zunimmt und somit eine höhere Investitionsquote notwendig wird, um Vollbeschäftigung zu gewährleisten.

Es liegt also ein Widerspruch zwischen steigender Ersparnis und damit steigenden Finanzierungsmöglichkeiten für Investitionen einerseits und wachsenden Absatz- und Investitionsrisiken wegen steigender Sparquote andererseits vor. Die Lösung dieses Widerspruchs erfordert u. a., daß erstens erreicht wird, daß auch bei sinkenden Renditen das zur Vollbeschäftigung notwendige Investitionsvolumen getätigt wird, und daß zweitens die Investitionsfinanzierung auch bei sinkender Eigenkapitalquote gesichert wird.

Beides verlangt nach gewissen Änderungen in den Rahmenbedingungen der Investitionstätigkeit, und zwar muß die Investitionsquote in dem Sinne „sozialisiert“ werden, daß die Wirtschaftspolitik jenen Widerspruch zwischen Sparen und Investieren durch höhere staatliche Nachfrage reduziert, wenn nicht überwindet. Zugleich sind institutionelle Maßnahmen erforderlich, um die berechnete Sicherheitspräferenz der Sparer, die ja durchaus mit einem niedrigen Realzinsniveau zufrieden sind, mit der Umsetzung von Sparkapital in Realkapital in Einklang zu bringen.

Unabhängig von den vorstehend erwähnten Strategien läßt sich auf Dauer Vollbeschäftigung nicht mit einer sinkenden oder auch nur auf dem derzeit relativ niedrigen Niveau verharrenden Konsumquote vereinbaren. Es erscheint recht unrealistisch, die „Konsumnachfrage-lücke“ durch eine entsprechende Erhöhung der Investitionen bzw. Investitionsquote kompensieren zu wollen. Vielmehr ist ein Konzept notwendig, daß Vollbeschäftigung mit geringeren Wachstumsraten des BSP und damit auch einer niedrigeren Investitionsquote vereinbart¹⁸⁾. Dies impliziert jedoch, daß Umverteilungen zugunsten jener Einkommensgruppen erfolgen, deren Konsumquote relativ hoch liegt — also zugunsten der armen und unteren Einkommensgruppen. Wegen der relativ sichereren Beschäftigungseffekte sowie der günstigeren Wirkung auf die Eigenkapitalquote ist künftig der Arbeitszeitverkürzung als Mittel der Lohn- und Konsumquotenerhöhung der Vorzug zu geben¹⁹⁾.

15) Abgesehen wird hier von der Möglichkeit, über Rüstungsexpansionen Vollbeschäftigung und Rentabilitätssteigerungen herbeizuführen. Rüstungsexpansionen benötigen eine breite politische Legitimation. Wenn eine Regierung diese Legitimation erlangen kann, so wird sie in der Regel auch genügend Legitimation erhalten haben, um der „Not gehorchend“ Lohnstopps zu verfügen und dadurch die Lohnquote zu drücken. Der zweite Weltkrieg liefert hierfür anschauliche Beispiele. Vgl. Zinn, K. G., Preissystem und Staatsinterventionismus. Geschichte und Theorie der privaten Preisadministration und der Preiskontrolle in Großbritannien und den USA, Köln 1978.

16) Siehe Keynes, Allgemeine Theorie, a. a. O., S. 318.

17) In einer Aufbau- oder Entwicklungswirtschaft sieht die Situation ganz anders aus: ein inflationswirksames Vorseilen der Investitionen vor der freiwilligen Ersparnis führt via „Zwangssparen“ auch zu einer Erhöhung der Sparquote, d. h. daß die Sparquote der Investitionsquote angepaßt wird. In der aktuellen Lage muß hingegen die (zu niedrige) Investitionsquote der Sparquote angepaßt werden und/oder die Sparquote muß durch Umverteilungspolitik gesenkt werden. — Vgl. auch Kaldor, Nicolas, Alternative Theories of Distribution, in: The Review of Economic Studies, vol. 23, 1955/56, S. 83 ff.

18) Vgl. hierzu etwa Strümpel, B., Krise des Wohlstands — das Modell einer humanen Wirtschaft, Stuttgart 1977; derselbe, Sind die Weisen überfordert?, in: Wirtschaftsdienst, Jg. 58, H 1, Jan. 1978, S. 17—20.

19) Berücksichtigt man, daß die jährliche Arbeitszeitverkürzung im langjährigen Durchschnitt in der Bundesrepublik etwa 1,1% betrug, so müßte künftig etwa mit einer Arbeitszeitverkürzung von mindestens 1,5 bis 2% pro Jahr operiert werden, um maßgebliche Beschäftigungswirkungen auszulösen.