

DIE WACHSENDE BEDEUTUNG DES FINANZSEKTORS UND DIE FOLGEN FÜR BESCHÄFTIGUNG, VERTEILUNG UND WACHSTUM – DIE USA UND DEUTSCHLAND IM VERGLEICH

1. Einleitung	36
2. Finanzmarktorientierung, Profite und Investitionen: mikro- und makroökonomische Aspekte.....	37
3. Finanzmarktorientierung und Verteilung in den USA und in Deutschland	41
4. Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung in den USA und in Deutschland	45
5. Fazit	54

Auszug aus WISO 3/2008

isw

Institut für Sozial- und Wirtschaftswissenschaften

Gruberstraße 40–42
A-4020 Linz, Austria

Tel.: +43(0)732 66 92 73, Fax: +43 (0)732 66 92 73 - 2889

E-Mail: wiso@akooe.at

Internet: www.isw-linz.at

Eckhard Hein

Referatsleiter
für Allgemeine
Wirtschaftspolitik
im Institut für
Makroökonomie und
Konjunkturforschung
(IMK) in der Hans-
Böckler-Stiftung,
Düsseldorf

Petra Dünhaupt

Doktorandin an der
Carl von Ossietzky
Universität Oldenburg
und Stipendiatin am
Institut für Makro-
ökonomie und
Konjunkturforschung
(IMK) in der Hans-
Böckler-Stiftung,
Düsseldorf

1. Einleitung

*zunehmende
Bedeutung des
finanziellen
Sektors*

Seit Beginn der 1980er-Jahre ist insbesondere in der US-Wirtschaft eine insgesamt zunehmende Bedeutung des finanziellen Sektors gegenüber dem nicht-finanziellen Sektor der Volkswirtschaft zu beobachten (Krippner 2005). Dies kommt zunächst in einer Liberalisierung und Deregulierung des Finanzsystems mit dem Ergebnis einer zunehmenden Bedeutung von marktfähigen Wertpapieren gegenüber traditionellen Bankkrediten und einer weitgehend unregulierten Innovations-tätigkeit im Bereich der Finanzmarktprodukte zum Ausdruck (Eatwell/Taylor 2000, Huffs Schmid 2002). Daneben gewinnt die Shareholder-Value-Orientierung des Managements von Aktiengesellschaften zunehmend an Bedeutung: Das Management nicht-finanzieller Unternehmen legt das Augenmerk zunehmend auf kurzfristige Finanzmarktkennzahlen. Zugleich werden Industrieunternehmen in verstärktem Maße selbst zu Finanzanlegern: Nachdem sie sich traditionell weitgehend auf physische Investitionstätigkeit beschränkten, gewinnen nun Aktien(rück)käufe, feindliche Übernahmen und Portfoliomanagement an Bedeutung. Aus Sicht der privaten Haushalte steigt im Zuge der Finanzmarktorientierung die Bedeutung von Finanzvermögen (Wertpapiere, Immobilien) und Kapitaleinkommen gegenüber dem Arbeitseinkommen. Gleichzeitig nehmen durch die Liberalisierung des Kreditgeschäfts die Möglichkeiten des schuldenfinanzierten Konsums zu. Das Finanzvermögen der privaten Haushalte dient hierbei zur Besicherung von Konsumenten- und Hypothekenkrediten. In Deutschland setzt eine verstärkte Finanzmarktorientierung erst in den 1990er-Jahren mit den institutionellen Deregulierungsmaßnahmen zwecks Entflechtung der sogenannten „Deutschland-AG“ (1991: Abschaffung der Börsenumsatzsteuer; 1998: Legalisierung von Aktienrückkäufen; 2002: Abschaffung der Steuer auf Gewinne aus Beteiligungsverkäufen für Kapitalgesellschaften) und mit der Euphorie des „Neuen Marktes“ Ende der 1990er-Jahre ein (Hein/van Treeck 2008a, Windolf 2006).

In diesem Beitrag werden die Folgen dieser Entwicklung für Einkommensverteilung und Wirtschaftswachstum aus makroökonomischer Perspektive empirisch deskriptiv für die USA und Deutschland diskutiert. Im zweiten Abschnitt werden einige grundlegende Überlegungen zum Zusammenhang von mikroökonomischen Verhaltensänderungen durch die verstärkte Finanzmarktorientierung und möglichen makroökonomischen Ergebnissen angestellt. Daran schließt sich im dritten Abschnitt eine Aufarbeitung der mit der verstärkten Finanzmarktorientierung einhergehenden Änderungen in der funktionalen und personellen Einkommensverteilung an. Auf dieser Grundlage werden dann im vierten Abschnitt die Wirkungen auf die makroökonomischen Nachfrageaggregate (Investitionen, Konsum, Staatsdefizit, Exportüberschuss) in den Blick genommen, bevor wir im fünften Abschnitt ein zusammenfassendes Fazit ziehen und wirtschaftspolitische Implikationen benennen.

2. Finanzmarktorientierung, Profite und Investitionen: mikro- und makroökonomische Aspekte

In der akademischen Literatur (und in der politischen Debatte) zu den mikro- und makroökonomischen Effekten einer verstärkten Finanzmarktorientierung stehen sich im Wesentlichen zwei Positionen gegenüber:

Nach einer ersten Sichtweise, die sich theoretisch aus einer Integration von Erkenntnissen der neuen Wachstumstheorie und der Informationsökonomie ergibt, wirkt sich der Entwicklungsgrad des Finanzsystems tendenziell positiv auf Spar- und Investitionstätigkeit und damit auf Wirtschaftswachstum und Beschäftigung aus.¹ Hierbei wird, wie in der klassischen und neoklassischen Wachstumstheorie üblich, die Höhe der Vollbeschäftigungsersparnis den Investitionen vorausgesetzt.² Dem Finanzsystem kommt die Rolle zu, die gesamtwirtschaftliche Ersparnis möglichst effizient in produktive Realinvestitionen zu transformieren und hierbei die im Finanzsektor angelegten Imperfektionen (asymmetrische Informa-

tionen, adverse selection, moral hazard) zu minimieren (Greenwald/Stiglitz 2003). Zum einen sollen hoch entwickelte Finanzmärkte Ersparnis und Kapitalangebot vergrößern. Zum anderen sollen „effiziente“ Finanzmärkte die Ersparnisverwendung durch produktive Investitionen verbessern. Insbesondere die laufende Unternehmensbewertung über den Aktienmarkt führt demnach dazu, dass das Unternehmensmanagement dauerhaft zu einer effizienten Verwendung von Finanzierungsmitteln diszipliniert wird (Jensen/Meckling 1976).

*ausgeprägte
Shareholder-
Value-
Orientierung
kann sich
negativ auf
Investitions-
neigung von
Unternehmen
auswirken*

In einer zweiten, alternativen Sichtweise wird potenziellen makroökonomischen Risiken der Ausweitung der Bedeutung der Finanzmärkte größere Beachtung geschenkt. Hierbei stehen die unternehmerischen Investitionen und ihre Determinanten im Mittelpunkt. Ein Rückgang der Investitionsdynamik ist dabei kurzfristig mit Auslastungsproblemen und langfristig mit einem geringeren Wachstum der Produktionskapazitäten verbunden.³ Eine ausgeprägte Shareholder-Value-Orientierung kann sich nun negativ auf die Investitionsneigung von Unternehmen und damit auf Produktion, Einkommen, Wirtschaftswachstum und Beschäftigung auswirken. Diese Einschätzung beruht wesentlich auf der für viele entwickelte Volkswirtschaften wiederholt bestätigten empirischen Feststellung, dass Unternehmen Ausgaben für physische Investitionen zu einem überwältigenden Anteil aus internen Finanzierungsmitteln bestreiten und ein Rückgang der aus dem Cashflow einbehaltenen Mittel daher investitionsdämpfend wirkt.⁴

Tatsächlich zeigt sich seit Beginn der 1980er -Jahre auch eine tendenzielle Abschwächung der Investitionsdynamik in den USA und in Deutschland – insbesondere im Verhältnis zur Entwicklung der makroökonomischen Gewinne (Abbildung 1a und 1b). Für beide Länder lässt sich eine grobe Einteilung in zwei Perioden vornehmen:

1. Im Zeitraum zwischen den frühen 1960er-Jahren und den frühen 1980er-Jahren haben sich Investitionen und Gewinne weitgehend parallel entwickelt und sind relativ kontinuierlich gewachsen. Gleichzeitig war die Aktienkursdynamik über den gesamten Zeitraum schwach.
2. Seit den frühen 1980er-Jahren hat sich der Wert der Aktienindizes mehr als verzehnfacht, während sich das Investitionswachstum über weite Strecken verlangsamt hat und v.a. deutlich hinter dem Anstieg der Unternehmensgewinne zurückgeblieben ist. In den USA wurde diese Auseinanderentwicklung jedoch durch den „New Economy“-Boom Ende der 1990er-Jahre unterbrochen, in Deutschland durch den Vereinigungsboom Anfang der 1990er-Jahre.

Abbildung 1a: Investitionen, Profite und Aktienkurse, USA, 1960–2006, 1980 = 100

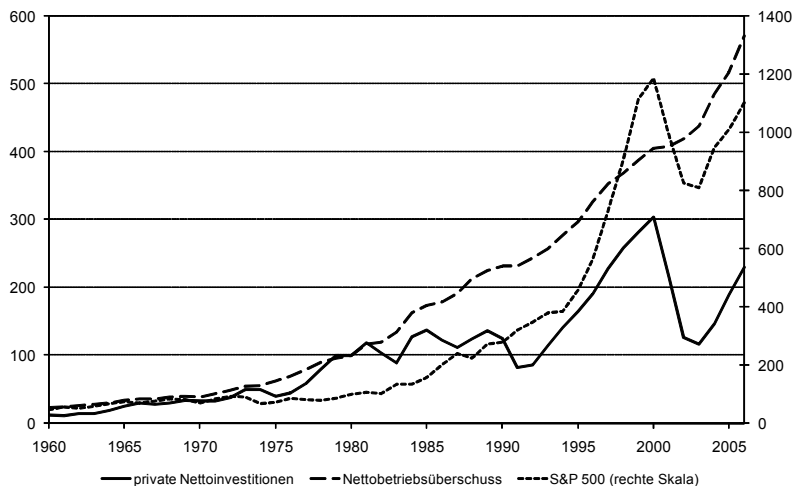
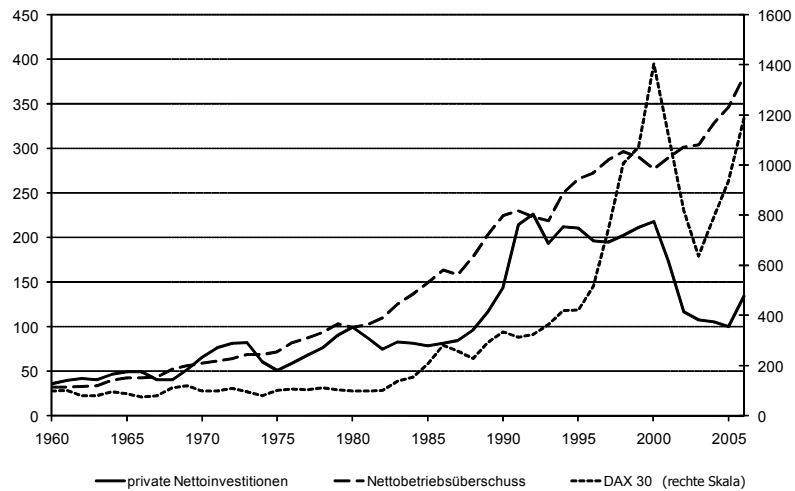


Abbildung 1b: Investitionen, Profite und Aktienkurse, Deutschland, 1960–2006, 1980 = 100



Quelle: NIPA, AMECO, Ecwin, Berechnungen aus: Hein/van Treeck (2008a).

Makroökonomisch ist eine „Entkoppelung“ von realer Investitionstätigkeit und Unternehmensgewinnen wie in Abbildung 1 allerdings nur möglich, wenn andere Nachfragekomponenten eine schwache Investitionsdynamik überkompensieren. Aus der Verwendungs- und der Verteilungsrechnung für das Bruttoinlandsprodukt (BIP) bzw. das Bruttonationaleinkommen (BNE) erhält man nämlich:

(1) Nettogewinne (nach Steuern) = Nettoinvestitionen + Konsum aus Gewinneinkommen – Ersparnis aus Arbeitseinkommen + staatliches Budgetdefizit + Außenbeitrag zum Nationaleinkommen.

*auf makro-
ökonomischer
Ebene positiver
Zusammenhang
zwischen
Investitionen
und Profiten*

Auf makroökonomischer Ebene besteht also ceteris paribus ein definitionsgemäß positiver Zusammenhang zwischen Investitionen und Profiten. Kreislauftheoretisch kann eine positive Aktienkursentwicklung alleine daher nicht ursächlich für hohe makroökonomische Profite sein. Genauso wenig können Realinvestitionen makroökonomisch durch Finanzinvestitionen er-

setzt werden, ohne dass es zu negativen Rückwirkungen auf die gesamtwirtschaftliche Profitsumme selbst kommt. Aus Gleichung (1) lässt sich eine weitere makroökonomische Restriktion gewinnen, die für die folgenden Betrachtungen wichtig sein wird:

(2) Privater Finanzierungssaldo + staatlicher Finanzierungssaldo + Finanzierungssaldo des Auslands = 0.

Bildet der private Sektor also Überschüsse, indem z. B. die Realinvestitionen gegenüber der privaten Ersparnis zurückgehen, so müssen die Defizite des Staates und/oder des Auslandes entsprechend ansteigen.

3. Finanzmarktorientierung und Verteilung in den USA und in Deutschland

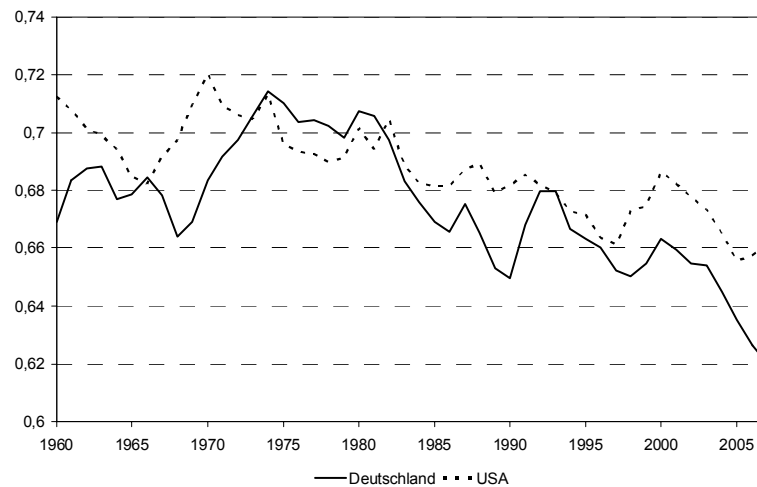
Ähnlich wie in anderen entwickelten Industrienationen ist der Anteil der Löhne am Volkseinkommen auch in den USA und in Deutschland nicht erst seit Beginn der 1980er-Jahre tendenziell gesunken (Abbildung 2). Im Hinblick auf die USA wird diese Entwicklung häufig mit einer zunehmenden Shareholder-Value-Orientierung in Verbindung gebracht, welche mitverantwortlich für eine Schwächung der Verhandlungsmacht der abhängig Beschäftigten gewesen sein dürfte: Zur Maximierung des Shareholder-Values wird vom Management häufig eine „downsize and distribute“-Strategie verfolgt (anstelle von „retain and invest“) (Lazonick/O`Sullivan 2000). Auch in Deutschland hat die im internationalen Vergleich sehr moderate Lohnstückkostenentwicklung einen wesentlichen Beitrag zum Rückgang der Lohnquote geleistet (Hein/Schulten/Truger 2006). Ein Einfluss der Shareholder-Value-Orientierung auf diese Entwicklung kann hier aber erst für die Zeit seit Mitte der 1990er-Jahre vermutet werden.

*Anteil der Löhne
am Volks-
einkommen
gesunken*

Eine verstärkte Shareholder-Value-Orientierung hat nicht nur zu einem Rückgang der Arbeitseinkommensquote beigetragen, sondern, zumindest in den USA, auch die Verteilung der Gewinne beeinflusst. Seit den frühen 1980er-Jahren nahm in

den nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften der USA der Anteil der Zins- und Dividendenzahlungen an den Unternehmensgewinnen deutlich zu (Abbildung 3a). In Deutschland, wo keine separaten Daten zur Dividendenausschüttung vorliegen, zeigt sich im Gegensatz zu den USA, dass Ausschüttungen und Entnahmen im Verhältnis zum Betriebsüberschuss in den 1980er-Jahren eher abnehmen. Nach einem Niveausprung im Zuge der Wiedervereinigung ist die Ausschüttungsrate dann nahezu konstant geblieben (Abbildung 3b).

Abbildung 2: Arbeitseinkommensquote (bezogen auf BIP zu Faktorkosten), Deutschland, USA, 1960–2007



Quelle: AMECO; eigene Berechnungen.

Abbildung 3a: Verwendung des Betriebsüberschusses, nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, USA, 1960–2006

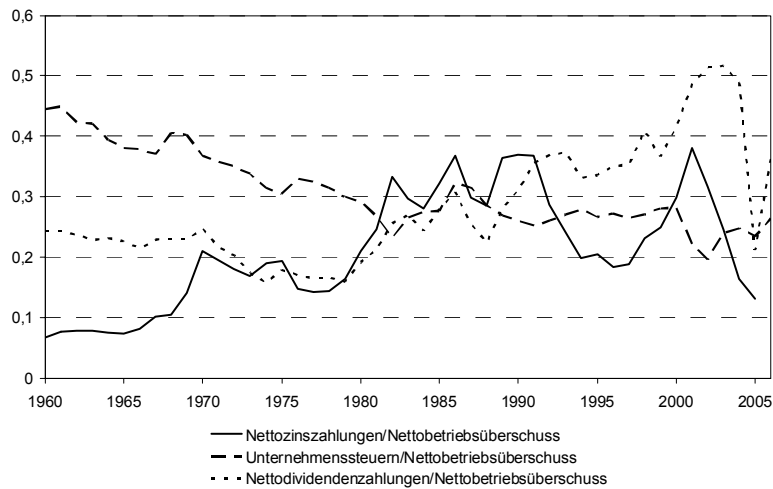
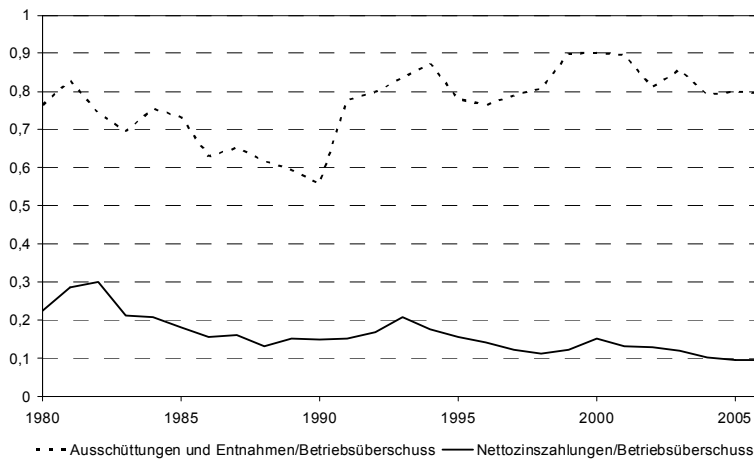


Abbildung 3b: Verwendung des Betriebsüberschusses, nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, Deutschland, 1980–2006



Quelle: Flow of Funds, NIPA; Statistisches Bundesamt, VGR; Berechnungen aus: van Treeck/Hein/Dünhaupt (2007).

*größere
Ungleichheit der
personellen
Verteilung*

Auch die personelle Einkommensverteilung wird durch eine zunehmende Shareholder-Value-Orientierung des Managements, verstärkte Ausschüttungen von Dividenden sowie insbesondere durch eine Orientierung der Managementvergütungen an der Aktienkursentwicklung beeinflusst. Insgesamt ergibt sich hierdurch eine größere Ungleichheit. Piketty/Saez (2006) haben in einer empirischen Untersuchung der personellen Verteilung für die USA gezeigt, dass sich dort eine sich verstärkende Einkommensungleichheit zugunsten der obersten Einkommensgruppe entwickelt. Deren zunehmender Anteil am gesamten Einkommen wird dabei wesentlich durch steigende Spitzengehälter verursacht, welche mittlerweile die größte Einnahmequelle dieser Gruppe ausmachen. Der Bezug von Vermögenseinkommen wird demnach durch „Arbeitseinkommen“ ersetzt („working rich“). Zu einer ähnlichen Einschätzung kommen auch Dumenil/Levy (2004), die ebenfalls für die USA eine Entwicklung beschreiben, die sie mit der Bezeichnung „working capitalists and capitalist workers“ be-titeln.

Für Deutschland wurde in einer vergleichbaren Studie von Bach/Corneo/Steiner (2007), die den Zeitraum 1992 bis 2001 betrifft, ebenfalls ein Anstieg von Einkommensungleichheiten festgestellt. Innerhalb des einkommensstärksten Dezils, welches mehr als 40 Prozent des gesamten Markteinkommens bezieht, konnten insbesondere die „ökonomische Elite“ und die „Superreichen“ von dieser Entwicklung profitieren und im entsprechenden Zeitrahmen ihre Anteile am Gesamteinkommen um ein Drittel bzw. um mehr als 50 Prozent steigern. Verlierer dieser Entwicklungstendenz war die Mittelschicht, deren Einkommensanteil gesunken ist. Als mögliche Ursachen dieser Entwicklung werden eine zunehmende Arbeitslosigkeit, die schwache Lohnentwicklung und die Erhöhung der Gewinn- und Vermögenseinkommen genannt. Die einkommensstärkste Gruppe in Deutschland bezieht dabei die größten Teile ihrer Einkommen aus Unternehmertätigkeit, gefolgt von Vermögenseinkommen. Gehälter spielen im Gegensatz zu den USA bisher eine untergeordnete Rolle.

4. Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung in den USA und in Deutschland

Nach einer Wachstumsverlangsamung mit steigender Arbeitslosigkeit seit Beginn/Mitte der 1970er-Jahre, die genauso wie in anderen entwickelten Industrieländern die „Golden Age“-Phase der 1950er- und 1960er-Jahre mit hohem Wachstum ablöste, haben die USA Mitte der 1990er-Jahre wieder eine Wachstumsbeschleunigung mit fallenden Arbeitslosenquoten erlebt. Das Wachstum wurde dabei in der Tendenz zunehmend vom privaten Konsum getragen, während der Wachstumsbeitrag der privaten Investitionen mit Ausnahme des „New Economy“-Booms tendenziell gesunken ist (Abbildung 4a). Der Wachstumsbeitrag der Nettoexporte war seit Mitte der 1990er-Jahre negativ. In Deutschland zeigt sich lediglich zu Beginn der 1990er-Jahre im Zuge des Vereinigungsbooms eine leichte Erholung, die dann durch eine lange Phase der geringen Wachstumsraten abgelöst wurde (Abbildung 4b). Anders als in den USA wurde die schwache Investitionsentwicklung nicht durch einen starken Konsum kompensiert. Dieser blieb vielmehr sehr schwach, und die Exportüberschüsse trugen, wie schon zu Beginn der 1980er-Jahre, das verhaltene BIP-Wachstum.

Abbildung 4a: Beiträge der Nachfragekomponenten zum realen BIP-Wachstum, USA, 1960–2006

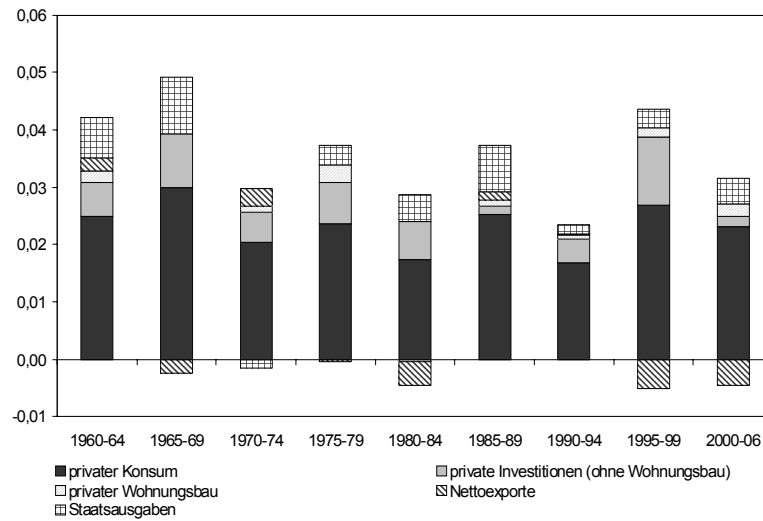
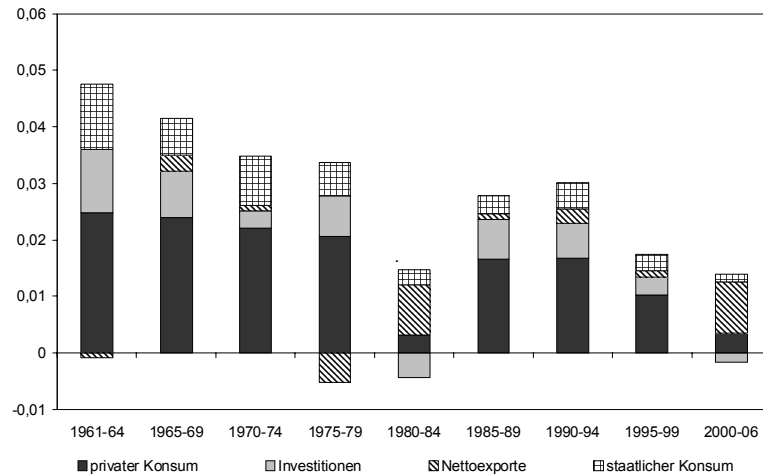


Abbildung 4b: Beiträge der Nachfragekomponenten zum realen BIP-Wachstum, Deutschland, 1960–2006



Quelle: NIPA, AMECO; Berechnungen aus: van Treeck/Hein/Dünhaupt (2007).

Die genannten Unterschiede in der Entwicklung der Verwendungsaggregate des BIP spiegeln sich auch zum Teil in der Entwicklung der Finanzierungssalden in beiden Ländern wider, die insbesondere in jüngerer Zeit erhebliche Ungleichgewichte zeigen. Die USA weisen dabei insbesondere hohe öffentliche Haushalts- und Leistungsbilanzdefizite sowie seit Mitte der 1990er-Jahre mitunter deutlich negative private Finanzierungssalden auf (Abbildung 5a). Dies hat bei schwacher Investitionstätigkeit widersprüchliche Wirkungen auf die gesamtwirtschaftlichen Profite. Private Defizite sind das Resultat einer hohen Konsumbereitschaft, wodurch die effektive Nachfrage und die Profite stabilisiert werden. Die öffentlichen Defizite sind Ausdruck einer aktiven antizyklischen Fiskalpolitik mit ebenfalls positiven Wirkungen auf ökonomische Aktivität und Gewinn (Hein/Truger 2007). Die hohen Überschüsse des Auslands spiegeln hingegen die Leistungsbilanzdefizite der USA wider, die für sich genommen die ökonomische Aktivität im Inland und die Profite dämpfen. Da die damit verbundenen Kapitalimporte überwiegend konsumtiv verwendet werden, ist auch eine Verbesserung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit der US-amerikanischen Wirtschaft und damit der US-Leistungsbilanz durch deutliche Produktivitätssteigerungen kaum zu erwarten. Die Risiken kumulativer Abwertungen der Währung – als Ausweg aus der Wettbewerbsschwäche – verstärken sich dadurch.

Deutschland stellt insbesondere seit Beginn des neuen Jahrhunderts, wie schon in den 1970er- und 1980er-Jahren, die Kehrseite der US-amerikanischen Entwicklung dar. Der private Finanzierungssaldo ist deutlich positiv, d. h., die schwache Investitionstätigkeit wird nicht durch den Konsum kompensiert. Der Finanzierungssaldo des Auslandes ist hingegen negativ, wodurch die hohen und steigenden Leistungsbilanzüberschüsse der deutschen Wirtschaft zum Ausdruck kommen, die das binnenwirtschaftliche Aktivitätsniveau und die Profite stabilisieren. Der Finanzierungssaldo des Staates ist seit Beginn der 1990er-Jahre durchgehend negativ, wodurch

*Deutschland:
Kehrseite
der US-
amerikanischen
Entwicklung*

ebenfalls die Güternachfrage und die Profite gestärkt werden. Eine genaue Analyse zeigt jedoch, dass die öffentlichen Haushaltsdefizite, anders als in den USA, nicht als das Ergebnis einer aktiv stabilisierenden Fiskalpolitik interpretiert werden können. Sie haben sich vielmehr als gesamtwirtschaftliches Resultat einer restriktiven Fiskalpolitik in wirtschaftlichen Schwächephasen ergeben, wodurch die Wachstumswirkungen deutlich geringer blieben als in den USA (Hein/Truger 2007).

Abbildung 5a: Finanzierungssalden als Anteil am nominalen BIP, USA, 1960–2006

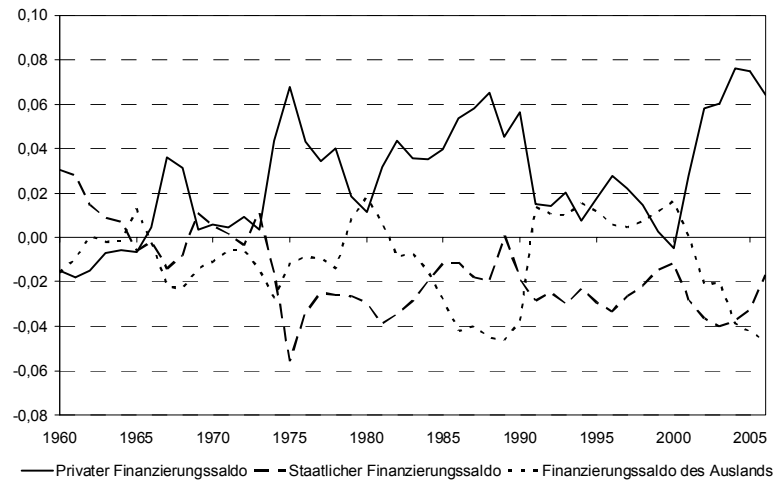
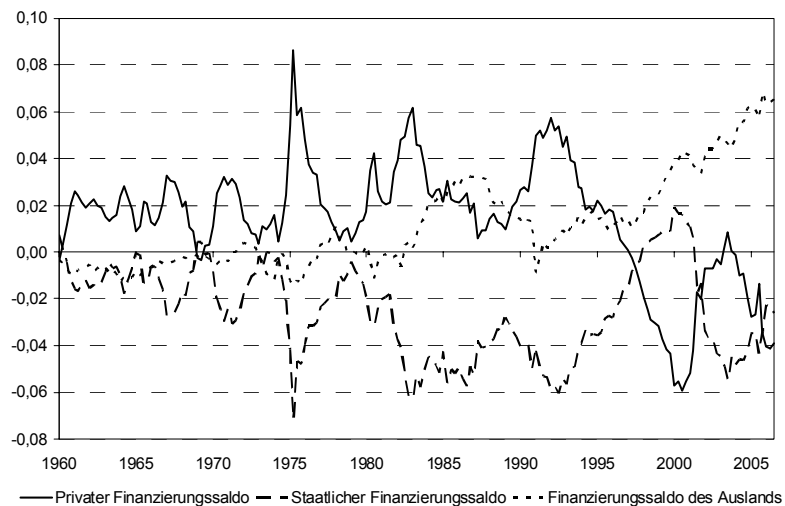


Abbildung 5b: Finanzierungssalden als Anteil am nominalen BIP, Deutschland, 1960–2006



Quelle: Flow of Funds, NIPA, Statistisches Bundesamt, VGR; Berechnungen aus: van Treeck/Hein/Dühaupt (2007).

Betrachtet man vor diesem generellen Hintergrund die Wirkungen der zunehmenden Finanzmarktorientierung auf private Investitionen und privaten Konsum genauer, so erhält man folgenden Befund. Die gesamtwirtschaftlichen Realinvestitionen werden zum einen über die Finanzierungsseite, d. h. über die im Unternehmen verbleibenden Mittel zur Finanzierung von Investitionen, und zum anderen durch den Einfluss auf das Managementverhalten, d. h. durch den Grad der Orientierung auf eine kurzfristige Maximierung des Shareholder-Value, bestimmt.⁵ Empirisch lassen sich beide Einflusskanäle kaum voneinander trennen, da sie sich jeweils durch eine zurückhaltende reale Investitionstätigkeit bei gleichzeitig hohen Auszahlungen an die Aktionäre äußern. Wir haben bereits in Abschnitt 2 darauf hingewiesen, dass sich in den USA der Anteil der Dividendenausschüttungen an den Profiten der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften seit Beginn der 1980er-Jahre im

*zurückhaltende
reale
Investitions-
tätigkeit bei
gleichzeitig
hohen
Auszahlungen
an Aktionäre*

*wachsende
Bedeutung
von Aktien-
rückkäufen*

Trend deutlich erhöht hat, wohingegen sich in Deutschland eine solche Tendenz bisher nicht gezeigt hat. Betrachtet man jedoch die Finanzierungsseite der realen Bruttoinvestitionen der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften, so ergeben sich einige Ähnlichkeiten zwischen beiden Ländern (Abbildung 6a, 6b). Diese Ergebnisse bestätigen dabei einen Befund, den schon Corbett/Jenkinson (1997) für einen früheren Zeitraum ermittelt haben. Sowohl in „kapitalmarktbasierter“ Finanzsystemen, wie in den USA, als auch in traditionell eher „bankenbasierter“ Finanzsystemen, wie Deutschland, finanzieren Unternehmen ihre Realinvestitionen zu einem überwiegenden Anteil aus internen Finanzierungsmitteln, d. h. aus einbehaltenen Gewinnen. In den USA folgte bis Anfang der 1980er-Jahre mit großem Abstand die Finanzierung durch Aktienemissionen, in Deutschland mit ebenfalls großem Abstand die Finanzierung durch Bankkredite. Seit Beginn der 1980er-Jahre hingegen ist der Finanzierungsbeitrag der Aktienemissionen in den USA negativ. In Deutschland zeigt sich dieses Phänomen erst Ende der 1990er-Jahre. In dieser Entwicklung kommt eine durch die zunehmende Kurzfristorientierung besonders von institutionellen Anlegern mitverantwortete wachsende Bedeutung von Aktienrückkäufen zum Ausdruck, die in Deutschland erst 1998 legalisiert wurden. Sowohl eine hohe Dividendenausschüttungsquote als auch Aktienrückkäufe erhöhen zwar ceteris paribus die kurzfristige Aktienrendite eines Unternehmens und den Shareholder-Value, vermindern aber die dem Unternehmen für die Finanzierung von realen Investitionen zur Verfügung stehenden Mittel und tragen so zu einer Schwächung der realen Investitionsentwicklung und damit des langfristigen Wachstums des Unternehmens bei. Eine weitere Nebenwirkung des negativen Finanzierungsbeitrags von Aktienemissionen besteht in der zunehmenden Verschuldung der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften. Seit den 1980er-Jahren findet in den USA eine Substituierung von Eigen- durch Fremdkapital statt, d. h., Aktienrückkäufe bzw. Unternehmensübernahmen werden teilweise kreditfinanziert. In Deutschland deutet sich eine solche Entwicklung in den letzten Jahren ebenfalls an. Hierin kann

dann eine Quelle von „finanzieller Fragilität“ im Sinne Minskys (1977) liegen, da plötzliche Umsatzrückgänge für die Unternehmen mit Insolvenzkrisen verbunden sein können. *„finanzielle Fragilität“*

Abbildung 6a: Anteil verschiedener Finanzierungsmittel an der Finanzierung der Bruttoinvestitionen der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften ohne Agrarsektor, USA, 1960–2006 (Fünfjahreszeiträume)

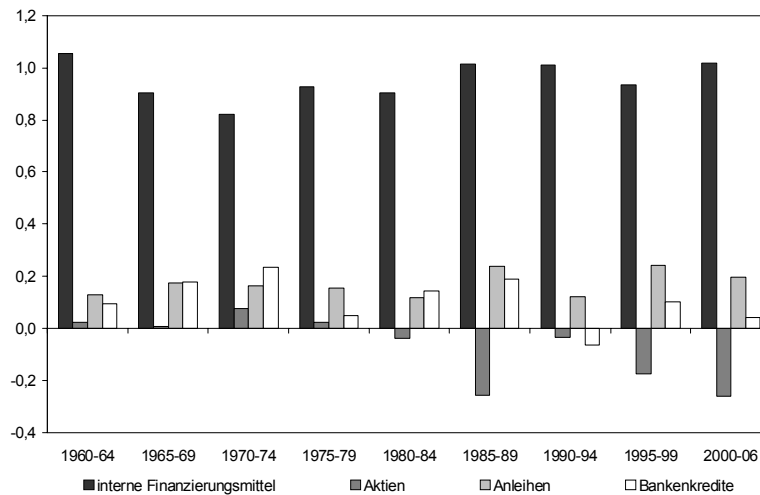
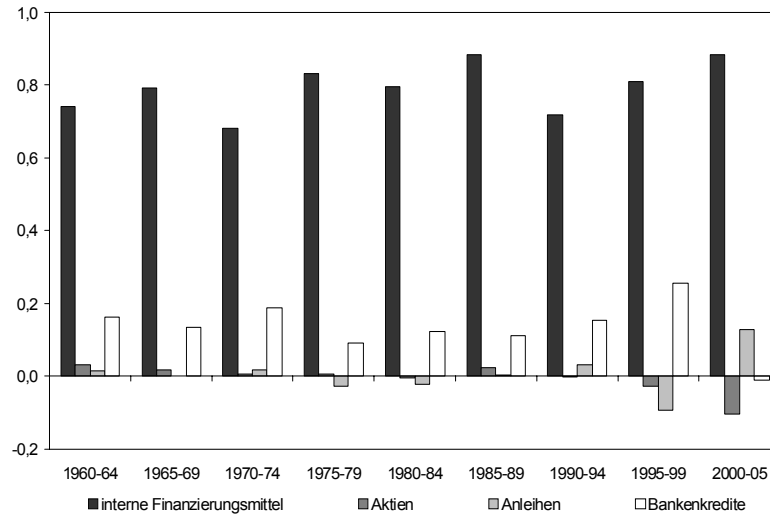


Abbildung 6b: Anteil verschiedener Finanzierungsmittel an der Finanzierung der Bruttoinvestitionen der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften, Deutschland, 1960-2005 (Fünfjahreszeiträume)



Quelle: Flow of Funds, Deutsche Bundesbank, Finanzierungsrechnung; Berechnungen aus: van Treeck/Hein/Dühaupt (2007).

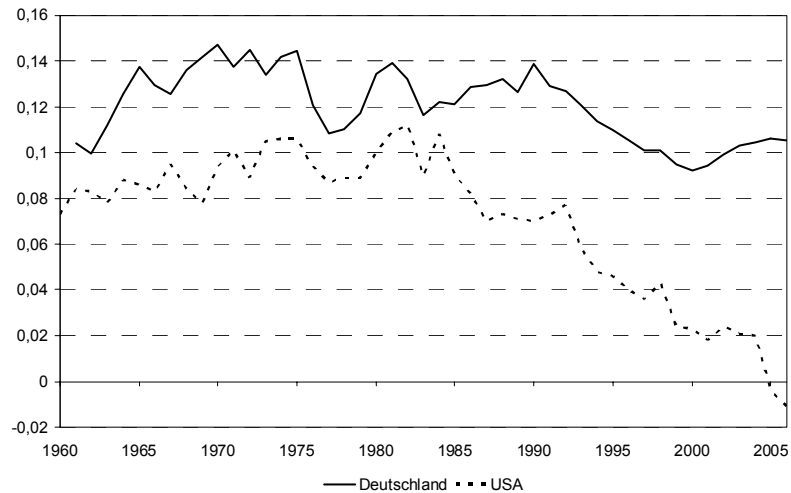
In den USA stand der abnehmenden Investitionsdynamik seit Mitte der 1980er-Jahre eine im Trend deutlich rückläufige Sparquote der privaten Haushalte gegenüber, wohingegen diese in Deutschland in den 1990er Jahren nur leicht zurückging und seit 2000 wieder zu steigen begonnen hat (Abbildung 7). Die Entwicklung in den USA war in den 1990er-Jahren insbesondere auf eine erheblich gestiegene Konsumneigung der reichsten Haushalte zurückzuführen, welche von der Einkommensumverteilung und dem Anstieg von Dividenden, Aktienrückkäufen und Vermögenspreisen in besonderem Maße profitiert haben (Maki/Palumbo 2001). Steigende Finanz- und Immobilienvermögen, welche überwiegend auf marktabhängige Bewertungseffekte zurückgehen, ermöglichten die Besicherung von Konsumentenkrediten und Hypotheken, sodass hier-

über ein positiver Vermögenseffekt auf den Konsum wirken konnte. Deutschland hat zwar in den 1990er-Jahre ebenfalls einen Aktienboom erlebt, einen Immobilienpreisboom hat es hier jedoch nicht gegeben. Das reale Immobilienpreisniveau ist seit längerer Zeit sogar leicht rückläufig (Klär/Slacalek 2006). Ökonometrische Untersuchungen beziffern die marginale Konsumneigung aus Vermögen in den USA entsprechend auf 4–7 Prozent, wohingegen für Deutschland regelmäßig weniger signifikante und niedrigere Werte ermittelt werden (Dreger/Slacalek 2007, Maki/Palumbo 2001).

*positiver
Vermögenseffekt*

Finanzinnovationen sowie die Deregulierung des Kreditvergabe-geschäfts haben in den USA maßgeblich dazu beigetragen, dass der Anstieg der Vermögenspreise in eine rasante Expansion von Hypotheken- und Konsumentenkrediten an die privaten Haushalte übersetzt werden konnte. Allerdings wuchs hierdurch die Gefahr, dass eine Vermögenspreisdeflation zu erheblichen Liquiditäts- und Solvabilitätsproblemen im privaten Haushaltssektor und bei den Finanzdienstleistern führt, insbesondere weil der Immobilienpreisboom der letzten Jahre in besonderem Maße von einkommensschwachen Haushalten zur Ausweitung von kreditfinanziertem Konsum genutzt wurde (Joint Center for Housing Studies 2006). Die Krise auf dem Markt für zweitklassige Immobilienkredite in den USA seit dem Sommer 2007 ist das Ergebnis dieser fragilen Entwicklung (Milleker 2008, Papadimitriou 2008, Weller/Sabatini 2008, SVR 2007).

Abbildung 7: Sparquote der privaten Haushalte, USA, Deutschland, 1960–2006



Quelle: OECD Economic Outlook No. 80; NIPA; eigene Berechnungen.

5. Fazit

Explosion der Gewinn- und Vermögens-einkommen relativ zu den Arbeits-einkommen

Die verstärkte Finanzmarktorientierung in den USA seit Beginn der 1980er-Jahre ging mit einem deutlichen Rückgang der Arbeitseinkommensquote und mit einer zunehmenden Ungleichheit in der personellen Einkommensverteilung einher, die neben der Verschiebung in der funktionalen Verteilung insbesondere durch eine schwache Entwicklung der Lohneinkommen bei gleichzeitiger Explosion der Managementvergütungen verursacht wurde. Auch in Deutschland ist die Phase der verstärkten Finanzmarktorientierung seit den 1990er-Jahren einerseits mit einem deutlichen Rückgang der Arbeitseinkommensquote, andererseits mit einer verstärkten Polarisierung der personellen Einkommensverteilung verbunden, die hier aber stärker durch die Explosion der Gewinn- und Vermögenseinkommen relativ zu den Arbeitseinkommen dominiert wird.

Eine tendenzielle Abschwächung der realen Investitionstätigkeit durch die Finanzmarkt- und Shareholder-Value-Orientierung des Managements ist in den USA durch eine dynamische Konsumententwicklung überkompensiert worden, wodurch eine Konstellation der „Profite ohne Investitionen“ ermöglicht wurde. Im Vergleich zu Europa und Deutschland war diese zudem durch deutlich höhere BIP-Wachstumsraten gekennzeichnet. Bei schwacher Entwicklung der Arbeitseinkommen wurde die Konsumdynamik zum einen durch die hohe Konsumneigung der einkommensstarken Schichten aus Vermögenseinkommen (Dividendenausschüttungen, Zinseinkommen etc.) und zum anderen durch die Verschuldungsmöglichkeit und -bereitschaft breiter, auch einkommensschwacher Bevölkerungsschichten vor dem Hintergrund des Aktien- und Immobilienpreisbooms ermöglicht. Der steigende Verschuldungsgrad der privaten Haushalte war Grundlage der fragilen Gesamtsituation, die in der gegenwärtigen Finanzmarktkrise ihren Ausdruck findet. Weitere Probleme der Finanzmarktorientierung in den USA liegen zum einen in der Substitution von Eigen- durch Fremdkapital und in der zunehmenden Verschuldung der nicht-finanziellen Kapitalgesellschaften, die auch in diesem Bereich eine zunehmende finanzielle Fragilität hervorrufen kann. Zum anderen stellen das hohe Leistungsbilanzdefizit der USA und die überwiegend konsumtive Verwendung der hiermit verbundenen Kapitalimporte ein Problem dar, weil hierdurch die Gefahr drastischer Abwertungen des US-Dollars mit entsprechend negativen Folgen für Welthandel und Weltfinanzsystem latent bleibt.⁶

„Profite ohne Investitionen“

Finanzmarkt- und zunehmende Shareholder-Value-Orientierung haben in Deutschland seit Mitte der 1990er zusammen mit der schwachen Lohnentwicklung und einem restriktiven makroökonomischen Politik-Mix zu einer deutlich geringeren Dynamik als in den USA beigetragen. Eine Auseinanderentwicklung von Profiten und Investitionen wurde wesentlich durch hohe und steigende Leistungsbilanzüberschüsse sowie durch öffentliche Haushaltsdefizite ermöglicht. Letztere waren jedoch nicht das

Ergebnis aktiver antizyklischer Fiskalpolitik, sondern vielmehr das gesamtwirtschaftliche Ergebnis des Versuchs, in einer Stagnationsphase die öffentlichen Defizite durch eine restriktive Fiskalpolitik zu reduzieren. Eine solche exportgetriebene wirtschaftliche Entwicklung weist jedoch ebenfalls eine hohe Fragilität auf: Sie ergibt sich zum einen direkt über den Exportkanal bei einem wirtschaftlichen Einbruch in den USA, zum anderen aber auch indirekt über mögliche Ansteckungen über die internationalen Finanzmärkte, da die Leistungsbilanzüberschüsse mit entsprechenden Kapitalexporten in die Defizitländer verbunden sind.

Wirtschaftspolitisch folgt hieraus, eine stärkere binnenwirtschaftlich ausgerichtete Entwicklung zu forcieren und eine stärkere Ausrichtung des Finanzsektors auf die Finanzierung privater Investitionen im Inland anzustreben. Eine solche wirtschaftspolitische Strategie sollte deshalb eine Neuausrichtung der makroökonomischen Politik, d. h. der Geld-, Fiskal- und Lohnpolitik, im Sinne einer Stimulierung der binnenwirtschaftlichen Entwicklung, insbesondere in Deutschland und Europa,⁷ mit einer Re-Regulierung des Finanzsektors im Sinne einer langfristig orientierten Finanzierung von privaten Investitionen verbinden. In Deutschland könnten hierzu folgende Maßnahmen beitragen: die gesetzliche Begrenzung von Aktienrückkäufen, eine Mindesthaltedauer von Aktienoptionen für Manager, eine Begrenzung der Schuldenfinanzierung von Aktienaufkäufen, eine Koppelung von Stimmrechten an die Aktienhaltedauer, die Wiedereinführung einer Börsenumsatzsteuer, die Rücknahme der Steuerbefreiung von Veräußerungsgewinnen auch für Kapitalgesellschaften, Mindestreserven auf Finanzaktiva für die gesamte Finanzbranche, eine verbesserte Aufsichts- und Wettbewerbspolitik im Finanzsektor und eine verstärkte Regulierung von Hedge- und Private-Equity-Fonds.⁸

Anmerkungen:

- 1 Vgl. Demetriades/Adrianova (2004), Hein (2005) und Levine (2005).
- 2 Vgl. Hein (2004, S. 117 ff.) und die dort angegebene Literatur.
- 3 Die gesamtwirtschaftliche Ersparnis ergibt sich hierbei erst im Nachhinein durch Einkommens- und Verteilungseffekte. Zu einem Überblick über die post-keynesianische Verteilungs- und Wachstumstheorie vgl. Hein (2004, S. 133 ff.).
- 4 Vgl. z. B. Corbett/Jenkinson (1997) und Hubbard (1998).
- 5 Vgl. Hein/van Treeck (2008b) zu einer theoretischen Diskussion und zu einer Übersicht über die Analysen einer verstärkten Finanzmarktorientierung im Rahmen post-keynesianischer Verteilungs- und Wachstumsmodelle.
- 6 Vgl. hierzu ausführlicher Bibow (2008) und Papadimitriou (2008).
- 7 Vgl. hierzu ausführlicher z. B. Hein/Truger (2007).
- 8 Vgl. hierzu ausführlicher z. B. Palley (2008) und Vitols (2008).

Literatur:

- Bach, S., Corneo, G., Steiner, V. (2007): From bottom to top: the entire distribution of market income in Germany, 1992–2001 DIW Discussion Paper No. 683.
- Bibow, J. (2008): The international monetary (non-)order and the 'global capital flows paradox', in: Hein, E., Niechoj, T., Spahn, P., Truger, A. (eds.), *Financed Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Marburg: Metropolis Verlag, im Erscheinen.
- Corbett, J., Jenkinson, T. (1997): How is investment financed? A study of Germany, Japan, the United Kingdom and the United States, *Manchester School*, 65, 69–93.
- Demetriades, P., Andrianova, S. (2004): Finance and growth: what we know and what we need to know, in: Goodhart, C. (ed.), *Financial Development and Economic Growth: Explaining the Links*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Dreger, C., Slacalek, J. (2007): Finanzmarktentwicklung, Immobilienpreise und Konsum, *Wochenbericht des DIW Berlin*, 35/2007.
- Dumenil, G., Levy, D. (2004): Neoliberal income trends? Wealth, class and ownership in the USA, *New Left Review*, 30, 105–133.
- Eatwell, J., Taylor, L. (2000): *Global Finance at Risk*, Cambridge/UK: Polity Press.
- Greenwald, B., Stiglitz, J. (2003): *Towards a New Paradigm in Monetary Economics*, Raffaele Mattioli Lectures, Cambridge/UK: Cambridge University Press.
- Hein, E. (2004): *Verteilung und Wachstum. Eine paradigmensorientierte Einführung unter besonderer Berücksichtigung der post-keynesianischen Theorie*, Marburg: Metropolis.
- Hein, E. (2005): *Finanzstruktur und Wirtschaftswachstum – theoretische und empirische Aspekte*, *IMK Studies*, 1/2005, Düsseldorf: IMK in der Hans-

- Böckler-Stiftung.
- Hein, E., Schulten, T., Truger, A. (2006): Deflation risks in Germany and the EMU: the role of wages and wage bargaining, in: Hein, E., Heise, A., Truger, A. (eds.), *Wages, Employment, Distribution and Growth. International Perspectives*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
 - Hein, E., Truger, A. (2007): Die deutsche Wachstums- und Beschäftigungsschwäche im europäischen Kontext – ein Lehrstück makroökonomischen Missmanagements, in: Chaloupek, G., Hein, E., Truger, A. (Hg.), *Ende der Stagnation? Wirtschaftspolitische Perspektiven für mehr Wachstum und Beschäftigung in Europa*, Wien: NexisLexis.
 - Hein, E., van Treeck, T. (2008a): Finanzmarktorientierung – ein Investitions- und Wachstumshemmnis?, *IMK Report*, Nr. 26/2008 (Januar), Düsseldorf: IMK in der Hans-Böckler-Stiftung.
 - Hein, E., van Treeck, T. (2008b): 'Financialisation' in Post-Keynesian models of distribution and growth – a systematic review, *IMK Working Paper*, 10/2008, Düsseldorf: IMK in der Hans-Böckler-Stiftung.
 - Hubbard, R. G. (1998): Capital-market-imperfections and investment, *Journal of Economic Literature*, 36, 193–225.
 - Huffschnid, J. (2002): *Politische Ökonomie der Finanzmärkte*, 2. Auflage, Hamburg: VSA.
 - Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976): Theory of firm - managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, 3, 305–360.
 - Joint Center for Housing Studies (2006): *The State of the Nation's Housing*, Report of the Joint Center for Housing Studies of Harvard University.
 - Klär, E., Slacalek, J. (2006): Entwicklung der Sparquote in Deutschland: Hindernis für die Erholung der Konsumnachfrage, *Wochenbericht des DIW*, 40/2006.
 - Krippner, G. R. (2005): The financialization of the American economy, *Socio-Economic Review*, 3, 173–208.
 - Lazonick, W., O'Sullivan, M. (2000): Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance, *Economy and Society*, 29, 13–35.
 - Levine, R. (2005): Finance and growth: theory and evidence, in: Aghion, P., Durlauf, S. (eds.), *Handbook of Economic Growth*, Amsterdam: Elsevier.
 - Maki, D. M., Palumbo, M. G. (2001): Disentangling the wealth effect: A cohort analysis of household saving in the 1990s, *Board of Governors of the Federal Reserve System (U.S.), Finance and Economics Discussion Series*, 2001-21.
 - Milleker, D. (2008): The rise and fall of the US subprime mortgage market, in: Hein, E., Niechoj, T., Spahn, P., Truger, A. (eds.), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Marburg: Metropolis Verlag, im Erscheinen.
 - Minsky, H.P. (1977): The financial instability hypothesis, *Challenge*, March/April, 20–27.
 - Palley, T. (2008): Financialisation: what it is and why it matters, in: Hein, E., Niechoj, T., Spahn, P., Truger, A. (eds.), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Marburg: Metropolis Verlag, im Erscheinen.
 - Papadimitriou, D. (2008): Global imbalances: The U.S. and the rest of the world, in: Hein, E., Niechoj, T., Spahn, P., Truger, A. (eds.), *Finance-led*

- Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector, Marburg: Metropolis Verlag, im Erscheinen.
- Piketty, T., Saez, E. (2006): The evolution of top incomes: A historical and international perspective, *American Economic Review, Papers and Proceedings*, 96 (2), 200–205.
 - SVR (Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung) (2007): *Das Erreichte nicht verspielen*, Wiesbaden: SVR.
 - van Treeck, T., Hein, E., Dünhaupt, P. (2007): *Finanzsystem und wirtschaftliche Entwicklung: Tendenzen in den USA und in Deutschland aus makroökonomischer Perspektive*, *IMK Studies 5/2007*, Düsseldorf: IMK in der Hans-Böckler-Stiftung.
 - Vitols, S. (2008): Private equity: financial engineering or solution to market failure?, in: Hein, E., Niechoj, T., Spahn, P., Truger, A. (eds.), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Marburg: Metropolis Verlag, im Erscheinen.
 - Weller, C., Sabatini, K. (2008): On shaky ground: the US mortgage boom and its economic consequences, in: Hein, E., Niechoj, T., Spahn, P., Truger, A. (eds.), *Finance-led Capitalism? Macroeconomic Effects of Changes in the Financial Sector*, Marburg: Metropolis Verlag, im Erscheinen.
 - Windolf, P. (2006): Das Regime des Finanzmarkt-Kapitalismus, *Mitbestimmung* 06/2006, 49–59.

INSTITUT FÜR SOZIAL- UND WIRTSCHAFTSWISSENSCHAFTEN

WISO

WIRTSCHAFTS-UND SOZIALPOLITISCHE ZEITSCHRIFT

Die Zeitschrift WISO wird vom Institut für Sozial- und Wirtschaftswissenschaften (ISW) herausgegeben. Sie dient der Veröffentlichung neuer sozial- und wirtschaftswissenschaftlicher Erkenntnisse sowie der Behandlung wichtiger gesellschaftspolitischer Fragen aus Arbeitnehmersicht.

Lohnpolitik, soziale Sicherheit, Arbeitsmarkt und Arbeitslosigkeit, Arbeit und Bildung, Frauenpolitik, Mitbestimmung, EU-Integration - das sind einige der Themen, mit denen sich WISO bereits intensiv auseinander gesetzt hat.

WISO richtet sich an BetriebsrätInnen, GewerkschafterInnen, WissenschaftlerInnen, StudentInnen, Aktive in Verbänden, Kammern, Parteien und Institutionen sowie an alle, die Interesse an Arbeitnehmerfragen haben.

Erscheinungsweise: vierteljährlich

Preise:* Jahresabonnement EUR 22,00 (Ausland EUR 28,00)
Studenten mit Inskriptionsnachweis EUR 13,00
Einzelausgabe EUR 7,00 (Ausland EUR 12,00)

(* Stand 2005 - Die aktuellen Preise finden Sie auf unserer Homepage unter www.isw-linz.at)

Wir laden Sie ein, kostenlos und ohne weitere Verpflichtungen ein WISO-Probeexemplar zu bestellen. Natürlich können Sie auch gerne das WISO-Jahresabonnement anfordern.

Informationen zum ISW und zu unseren Publikationen - inklusive Bestellmöglichkeit - finden Sie unter www.isw-linz.at.



Oberösterreich

BESTELLSCHEIN*

Bitte senden Sie mir kostenlos und ohne weitere Verpflichtungen

- 1 Probeexemplar der Zeitschrift WISO
- 1 ISW Publikationsverzeichnis

Ich bestelle _____ Exemplare des WISO-Jahresabonnements (Normalpreis)

Ich bestelle _____ Exemplare des WISO-Jahresabonnements für StudentInnen mit Inskriptionsnachweis

* Schneller und einfacher bestellen Sie über das Internet: www.isw-linz.at

Name _____

Institution/Firma _____

Straße _____

Plz/Ort _____

E-Mail _____

BESTELLADRESSE:

ISW
Gruberstraße 40-42, A-4020 Linz
Tel. ++43/732/66 92 73
Fax ++43/732/66 92 73-28 89
E-Mail: wiso@akoee.at
Internet: www.isw-linz.at