
ÖKONOMISCHE KONSEQUENZEN HOHER UNTERNEHMENS- VERSCHULDUNG*)

Gunther Tichy

Kaum irgend eine Frage bewegt die Öffentlichkeit derzeit so sehr wie die Höhe der Verschuldung; nicht so sehr die Höhe der jeweils eigenen Verschuldung, daß man sich eben zunehmend schwerer täte die Raten für das schon reparaturanfällige Auto zu bezahlen, nein, das geht trotz der stagnierenden Einkommen und der verdoppelten Zinsenbelastung recht gut – worüber man sich Sorge macht, das ist die Verschuldung im allgemeinen: Die Verschuldung der Welt – kein Mensch weiß darüber Zahlen, Gott sei Dank – aber auf dem Euromarkt sind es immerhin 1800 Mrd. Dollar, die Verschuldung der Entwicklungsländer, die auf 700 Mrd. Dollar geschätzt wird; die Verschuldung der Regierungen, der USA von 15 Billionen österreichischen Schilling, selbst der soliden Bundesrepublik Deutschland mit 1,6 Billionen österreichischer Schilling, der österreichischen mit immerhin 260 Mrd. S (die Zahlen beziehen sich alle auf 1980, seither sind sie natürlich weiter gestiegen, die österreichische Staatsverschuldung bis Ende 1981 auf 295 Mrd. S). Die Verschuldung der Unternehmungen und Haushalte durch Bankschulden allein machte in den USA 1500 Mrd. Dollar, in der BRD 1300 Mrd. DM und in Österreich 800 Mrd. S aus. Darüber macht sich die Öffentlichkeit Sorgen; wer soll das alles einmal zurückzah-

len, diese Frage bewegt den kleinen Mann und manchmal auch größere Leute. Wer soll das alles einmal zurückzahlen? An wen soll man das alles einmal zurückzahlen und was wird derjenige mit dem vielen Geld machen? Diese Frage wird schon nicht mehr gestellt.

Fast noch mehr als das Niveau der Verschuldung bewegt die Öffentlichkeit das Tempo ihres Zuwachses. In den letzten beiden Jahren wuchs die Euromarktverschuldung um 800 Millionen Dollar pro Tag, die Verschuldung der Entwicklungsländer um 140 Millionen Dollar pro Tag, die Bankkredite in Österreich um 280 Millionen Schilling pro Tag und die Staatsverschuldung in Österreich um 100 Millionen Schilling pro Tag. Und weil Flipper und Videospiele zur Horror-Abreaktion nicht mehr genügen – die Marktwirtschaft hat da schrecklich versagt – muß der Taschenrechner und die Zinseszinsrechnung herhalten: Wächst die Euromarktverschuldung so wie bisher, dann erreicht sie in 10 Jahren 15 Billionen Dollar – unvorstellbar, ich würde sagen ohne weiteren Vergleichsmaßstab genauso unverständlich wie die gegenwärtigen 1800 Milliarden Dollar.

Wächst die österreichische Bankverschuldung in den nächsten 25 Jahren so wie bisher, erreicht sie also 2006 den Wert von 27 Billionen Schilling, nicht vorstellbare $3\frac{3}{4}$ Mio. S Bankschulden pro Kopf jedes Österreichers, vom Baby bis zum Großpapa, oder noch deutlicher, gut 9 Millionen S Bankschulden je Familie. Das kann und darf nicht eintreten! Warum eigentlich? Machen wir die Rechnung umgekehrt: Vor 25 Jahren, 1956, hätte man prognostiziert, die Bankschulden würden pro Jahr um 14,75 Prozent wachsen, was sie auch tatsächlich taten. Nun der kleine Mann auf der Straße oder in der Redaktionsstube hätte damals noch nicht ausrechnen können, wie hoch sie dann in 25 Jah-

*) Text eines Vortrages bei einer Tagung der österreichischen Akademie für Führungskräfte in Graz am 2. Dezember 1982

ren wären, aber die Mädchen in den Zinsstaffelabteilungen der Kreditinstitute konnten das damals. Sie hätten ausrechnen können, daß die Bankschulden auf diese Weise von 28 Mrd. S auf 868 Mrd. S steigen würden, bzw. von 8000 S je Kopf auf 300.000 S je Kopf. Das wäre unvorstellbar gewesen, undenkbar; unmöglich, daß es je zurückgezahlt werden könnte, bei einem damaligen Jahresdurchschnittseinkommen von etwa S 40.000,-. Wer sollte je den Banken diese Beträge zur Verfügung stellen, die sie verleihen können? Nun es ist in den letzten 25 Jahren passiert, obwohl man es sich zu Beginn der Periode nie hätte vorstellen können, und die 868 Mrd. S werden natürlich nie zurückgezahlt. Und die, die dieses de facto nie zurückzahlbare Geld zur Verfügung gestellt haben, lesen zum Teil jetzt diesen Artikel: Es sind die kleinen und mittleren und größeren Sparer, die zwar als einzelne vielleicht ihre Ersparnisse auflösen, um einen Bioschrebergarten zu kaufen, als Kollektiv aber nie aufhören zu sparen, ganz im Gegenteil, Jahr für Jahr mehr sparen. Dem Kollektiv der Schuldner steht also ein Kollektiv der Sparer gegenüber, national wie international. Einzelne zahlen immer wieder zurück, das Kollektiv spart aber immer mehr und in demselben Ausmaß verschuldet sich das Kollektiv immer mehr.

Wo da die Grenzen sind? Wenn der ganze Prozeß gut organisiert ist, sind solche kaum zu erkennen, wenn der Prozeß schlecht organisiert ist, wäre auch die Hälfte der gegenwärtigen Verschuldung schon viel zu viel. Ist aber unser System gut organisiert? Ich komme darauf noch zurück.

So viel also über die psychologischen Konsequenzen oder viel besser sogar Voraussetzungen hoher Verschuldung, die immer wichtiger werden, seit sich im Gefolge der small is beautiful-Welle kleine Geister der Wissenschaft immer mehr überlegen fühlen und der Taschenrechner die Richtigkeit ihrer Überlegungen scheinbar

bestätigt. Nun zu den ökonomischen Konsequenzen hoher Unternehmensverschuldung.

Die ökonomischen Konsequenzen hoher Unternehmensverschuldung in der Theorie

Sucht man die ökonomische Theorie nach Aussagen über Konsequenzen des Verschuldungsgrades durch, findet man viel weniger als die heftige Diskussion in der Praxis vermuten ließe. So etwa betont die *ältere betriebswirtschaftliche Literatur*, daß die Wahrscheinlichkeit finanzieller Schwierigkeiten mit dem Verschuldungsgrad steigen würde, daß das Insolvenzrisiko zunehmen würde, sowie daß an Investitionsprojekte die die Selbstfinanzierungsmöglichkeiten der Firma übersteigen, strengere Maßstäbe angelegt würden. Alles das sind Aussagen, die sich grundsätzlich zu volkswirtschaftlichen Aussagen aggregieren lassen: Ein steigender Verschuldungsgrad müßte zu größerer finanzieller Instabilität und zu geringeren Investitionen führen.

Die Aussagen der *jüngeren betriebswirtschaftlichen Literatur* sind in dieser Hinsicht viel vorsichtiger; es konnte zwar bewiesen werden, daß die Kapitalstruktur nicht relevant sein muß, eine klare Ordnung der Bedingungen, unter denen sie es möglicherweise doch sein kann, konnte bisher jedoch nicht erarbeitet werden. Ich will auf diesen Punkt nicht genauer eingehen. Ich möchte aber doch festhalten, daß diese neueren Arbeiten makroökonomisch aggregiert bedeuten würden, daß ein hoher Verschuldungsgrad je nach den Bedingungen unter Umständen gar keine negativen Auswirkungen haben muß.

Sieht man in der *volkswirtschaftlichen Literatur* nach, findet man noch weniger, vor allem in unserer Zeit des in der Literatur noch stark dominierenden *Monetarismus*. Bekanntlich ist

das gesamte Geld- und Finanzsystem im Monetarismus von eher untergeordneter Bedeutung: Der Produktions- und Verteilungsbereich der Wirtschaft ist von ihm völlig unabhängig, ebenso die Preisrelationen, nur das Preisniveau wird von der Geldmenge bestimmt. Die Höhe der Geldmenge, die Zinssätze usw. das sind im Monetarismus alles keine wirklich relevanten Größen, sie ergeben sich aus der Interaktion der wirtschaftspolitisch vorgegebenen Geldmengenwachstumsrate mit den realen Gegebenheiten. Wer Kredit bekommt und bis zu welchem Ausmaß bestimmt der Wettbewerb (für dessen Funktionieren die öffentliche Hand zu sorgen hat), der bei funktionierenden Märkten für die optimale Allokation sorgt. Die Unternehmen verschulden sich, wenn die Ertragschancen für Investitionen höher sind als die Zinskosten; die Zinskosten werden von den Kapitalgebern bestimmt und enthalten natürlich die von ihnen für gerechtfertigt gehaltenen Risikozuschläge. Exzessiv hohe Risikozuschläge werden durch die Konkurrenz der Kreditgeber verhindert.

Natürlich gibt es in den monetaristischen wie in den betriebswirtschaftlichen Modellen die Annahme überaus perfekt funktionierender Kapitalmärkte mit vollkommener Information, Fehlen von verzerrenden Steuern und Transaktionskosten, gleiche Möglichkeiten der Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital usw. Eine entscheidende Unsicherheit, die von allen Modellen nicht genügend berücksichtigt wird und auf die ich im folgenden etwas genauer eingehen möchte, ist die zunehmende Variabilität der Zinssätze als Folge von institutionellen Änderungen auf den Finanzmärkten und einer Änderung der Geldpolitik, für die Zinssätze nun eher Instrument als Zwischenziel sind. Zuvor jedoch etwas ausführlicher aber ein weiteres ökonomisches Modell:

Das Modell der Saldenmechanik,

mit dem ich Sie in der Einleitung schon vertraut gemacht habe, ohne es speziell beim Namen zu nennen: Das saldentheoretische Modell geht davon aus, daß in einer geschlossenen Volkswirtschaft die Schulden stets notwendigerweise gleich hoch sind wie die Verpflichtungen; eine „überhöhte“ Verschuldung kann also überhaupt nur zustande kommen, wenn auch „zu viel“ gespart wird und die „überhöhte“ Verschuldung verschwindet dann und nur dann, wenn auch das „überhöhte“ Sparen verschwindet. Die Saldenmechanik bleibt natürlich – wie ihr Name sagt – im Bereich der Tautologie, der Bilanzbuchhaltung; sie kann nichts darüber aussagen, ob die „überhöhte“ Ersparnis zur überhöhten Verschuldung geführt hat, oder ob umgekehrt die überhöhte Verschuldungsbereitschaft durch zusätzliche Ersparnis nachträglich konsolidiert wurde; auch kann die Saldenmechanik gar nichts darüber aussagen, wann eine Verschuldung überhöht ist, eine Frage, bei deren Beurteilung sich Laien ganz generell sehr viel leichter tun als Wissenschaftler. Unterscheidet man im Rahmen des saldendynamischen Modells die Sektoren Öffentliche Hand, Haushalte, Unternehmungen und Ausland, so machte die Nettoersparnis 1977 in Österreich 65 Milliarden Schilling aus; sie fiel gemeinsam in den Haushalten (25 Milliarden Schilling) und im Ausland (40 Milliarden Schilling) an, den beiden Sektoren, die weniger ausgaben als sie einnahmen (wenn das Ausland als Ganzes weniger ausgibt als es einnimmt, hat es natürlich einen Leistungsbilanzüberschuß und Österreich demgemäß einen Leistungsbilanzdefizit von den erwähnten 40 Milliarden Schilling). In die gesamtwirtschaftliche Verschuldung teilten sich 1977 die öffentliche Hand mit 25 Milliarden Schilling und die Unternehmungen mit 40 Milliarden Schilling, also etwa im Verhältnis 1 : 2.

Hätten sich die Unternehmungen also weniger verschulden sollen, hätte entweder das Ausland und die Haushalte weniger sparen müssen oder die öffentliche Hand hätte sich stärker verschulden müssen. Wären das sinnvolle Lösungen gewesen?

Aus verschiedenen Gründen, die hier nicht genauer erläutert werden können, würde ich annehmen, daß das Sparen der Haushalte nicht nur ökonomisch bestimmt ist, sondern zum erheblichen Teil von tiefer liegenden Motiven und Trieben gesteuert wird, d. h., daß die Haushalte auch bei anderen wirtschaftlichen Verhältnissen Beträge etwa in der eben erwähnten Größenordnung gespart hätten. Wenn aber die Haushalte jährlich etwa 25 Milliarden Schilling sparen und das Ausland weitere 40 Milliarden Schilling „spart“ (indem es an uns mehr liefert als es bezieht und uns die Differenz borgt), dann müssen sich Unternehmungen und öffentliche Hand gemeinsam im Ausmaß von $25 + 40 = 65$ Milliarden Schilling pro Jahr verschulden; ihre Verschuldung muß jährlich um diesen Betrag steigen. Muß sie wirklich? Sparen der Haushalte bedeutet, daß diese mehr einnehmen als sie ausgeben, von 100 Geldeinheiten, die sie von den Unternehmungen als Lohnzahlung bekommen, geben sie bloß sagen wir 85 Einheiten wieder aus; 15 tragen sie zur Bank. Die Unternehmungen haben jedoch 100 Einheiten ausgegeben und erhalten nur noch 85 Einheiten zurück; wollen sie in der nächsten Runde wieder 100 Einheiten auszahlen, müssen sie sich die fehlenden 15 von den Banken ausborgen, ihre Verschuldung muß steigen. Wollen sie keine Verschuldung, heißt das Zwang zur Einschränkung der Ausgaben der Unternehmungen auf 85. Damit können auch die Haushalte nur noch 85 Einheiten Löhne ausbezahlt bekommen, sei es dadurch, daß die Höhe der Lohnzahlungen jedes einzelnen reduziert wird, sei es dadurch, daß nur noch ein Teil der Arbeitnehmer be-

schäftigt ist und Lohnzahlungen erhält. Sparen die Haushalte trotz des geringer gewordenen Einkommens weiterhin 15 Einheiten, reduziert sich der Geldstrom, der zu den Unternehmungen zurückfließt, auf 70, auch die Unternehmer können nur mehr 70 auszahlen, der Schrumpfungsprozeß geht weiter, so lange bis die Einkommen der Haushalte so niedrig geworden sind, daß sie nicht mehr sparen können.

Die Situation anhaltender Sparbereitschaft der Haushalte bei mangelnder Investitions- und damit Verschuldungsbereitschaft der Unternehmungen ist üblicherweise die Situation, in der man nach Konjunkturpolitik der öffentlichen Hand zu rufen beginnt: Der Staat möge zusätzliche Ausgaben tätigen, was natürlich nichts anderes heißt, als daß er die überschüssigen Ersparnisse von 15, auf der die Haushalte bestehen, und die die Unternehmungen nicht brauchen, durch zusätzliche Verschuldung aufnimmt und durch zusätzliche Ausgaben wieder in den Kreislauf zurückbringt. Will oder kann der Staat nicht eingreifen, muß man auf den Marktmechanismus vertrauen: Daß das Überangebot an Ersparnissen die Zinssätze rasch sinken läßt und dadurch einen doppelten Anpassungsprozeß in Gang bringt: Einerseits eine Abnahme der Ersparnisse und andererseits zinsinduzierte Investitionen. Beide Mechanismen können funktionieren, vor allem in bloß schwachen Rezessionen, in tieferen Rezessionen würde ich auf sie heute weniger vertrauen als je zuvor: Gerade in schweren Rezessionen mit erheblicher Arbeitsplatzunsicherheit sparen die Haushalte (unfreiwillig) mehr, weil sie Käufe, die sonst mit partieller Fremdfinanzierung getätigt worden wären, aufschieben; man fährt das alte Auto eben noch ein Jahr länger, läßt eine größere Reparatur doch noch einmal durchführen oder versagt sich das neue Fernsehmodell, mit dem man beide Programme zugleich empfangen könnte. Andererseits werden sich

in solchen Konjunkturphasen wenig Unternehmungen finden, die investieren, selbst wenn die Zinsen sehr niedrig sind, weil die Unsicherheit groß und die Kapazitätsauslastung der vorhandenen Anlagen schlecht ist. Daß die heutigen Kreditmarktbedingungen solche Investitionen besonders unwahrscheinlich machen, darauf komme ich noch zurück.

Es zeigt sich, daß das ganz einfache saldenmechanische Schema doch eine Menge interessanter Zusammenhänge enthält, wobei es sich natürlich um Wenn-Dann-Aussagen handelt, um ganz einfach Logik; aber man sollte es dennoch nicht unterschätzen, es wäre schon viel gewonnen, wenn die Wirtschaftspolitik wenigstens den ganz einfachen Gesetzen der Logik folgen würde. Noch einmal die Aussage des saldenmechanischen Modells: Gegeben der Leistungsbilanzsaldo und gegeben die laufende Spartätigkeit der Haushalte muß die Verschuldung von Unternehmungen und öffentlicher Hand laufend steigen, sonst schrumpft die Wirtschaftsaktivität. Dementsprechend werden diese Schulden auch nicht zurückgezahlt – können gar nicht zurückgezahlt werden, solange die Nettosumme der Ersparnisse steigt. Ein Ansteigen des Verschuldungsgrades der öffentlichen Hand kann verhindert werden, wenn die Unternehmungen die gesamten Ersparnisse aufnehmen, ein konstanter Verschuldungsgrad der Unternehmungen kann erreicht werden, wenn sich die öffentliche Hand im Ausmaß der Gesamtersparnis verschuldet. Welche Alternative ist für die Gesamtwirtschaft besser? Wohl daß die Ersparnis von den Unternehmungen verwendet wird, weil dort durch den Marktmechanismus sichergestellt ist, daß der größere Teil der Ersparnis dorthin gelangt, wo er mit relativ hoher Effizienz eingesetzt werden kann, was bei der öffentlichen Hand nie sichergestellt ist. Allerdings wird es selten genug Entscheidungen dieser Art geben; denn in Rezessionen, wenn

sich die Unternehmungen nicht verschulden wollen, gibt es ohnedies keine Alternative zur Verschuldung der öffentlichen Hand, zu Budgetdefiziten, und auch in Zeiten guter Konjunktur wird man der öffentlichen Hand eine teilweise Fremdfinanzierung ihrer Kapitalbildung wohl nicht verwehren können. Eine steigende Verschuldung der Unternehmungen ist also in Zukunft unvermeidlich; auf eine Besserung der Eigenkapitalrelation durch Innenfinanzierung sollte man nicht bauen, sie wird sich sicher nicht verbessern, eher verschlechtern. Andererseits sollte man sich um die Rückzahlungsmöglichkeiten keine allzu großen Sorgen machen; kollektiv müssen Unternehmungen und Staat ihre Schulden nie zurückzahlen, oder bestenfalls dann, wenn die Sparer ihre Ersparnisse auflösen. Warum sollten sie das aber tun?

Solange die Ersparnis steigt, muß also die Verschuldung steigen, entweder die Verschuldung der Unternehmungen oder der öffentlichen Hand. Sollte man nicht gleich besser das Sparen der Haushalte reduzieren? Könnte man sich dadurch nicht den komplizierten, teuren und riskanten Umweg ersparen? Erstens wäre natürlich zu fragen, wie man das machen sollte; aber selbst wenn das technisch möglich wäre, würde dabei der wirtschaftliche Zweck des Sparens übersehen: Sparen ist Konsumverzicht zum Zwecke der Freisetzung von Produktionsfaktoren, die in der Investitionsgüterproduktion eingesetzt werden können. Würden die Haushalte nicht sparen, bestünde natürlich kein (saldenmechanischer) Verschuldungsbedarf der Unternehmungen, aber schon deswegen nicht, weil die Haushalte keinen Konsumverzicht leisten, also auf keine Ansprüche auf das Sozialprodukt verzichten, sodaß sie demgemäß solche Ansprüche auch nicht übertragen können. Die Unternehmungen brauchen sich zwar nicht verschulden, sie können aber auch nicht investieren, weil weder finanzielle

Mittel noch materielle Kapazitäten dafür vorhanden sind. Die Unternehmungen werden in einer solchen Situation die Preise erhöhen, um ihren Selbstfinanzierungsspielraum zu vergrößern. Tolerieren die Haushalte das, mit anderen Worten, stellen sie keine zusätzlichen Lohnforderungen zur Inflationsabgeltung (was unwahrscheinlich ist) kommt es zu einer kräftigen Vermögenskonzentration, da der gesamte Vermögenszuwachs bei den Unternehmen anfällt. Lassen sich dagegen die Haushalte die Reduzierung ihrer Realeinkommen durch Inflation nicht gefallen, und stellen sie kompensierende Lohnforderungen, kommt es zu einer möglicherweise sehr lang anhaltenden Preis-Lohn-Spirale bei gleichzeitiger Güterknappheit, da mangels ausreichenden Kapitalbestandes die Produktionsmöglichkeiten hinter der Nachfrage zurückbleiben.

In unserer Zeit des Massen-Geldsparens der Haushalte gibt es also keinen Ausweg aus der steigenden Verschuldung der Unternehmen. Gerade diese Unausweichlichkeit macht es aber auch besonders wichtig, die optimalen Voraussetzungen für den Transfer der Ersparnisse von den Haushalten zu den Unternehmungen zu sichern. Keine Saldenmechanik zwingt die Unternehmungen diese Mittel zu nehmen. Werden sie in einer für die Investitionsfinanzierung unbrauchbaren oder unpassenden Form angeboten, können die Unternehmungen auf diese Mittel und damit natürlich auch auf die Investitionen verzichten, das Einkommen sinkt, und es sinkt so lange bis die überschüssige Ersparnis verschwunden ist. Ineffizient organisierte Finanzmärkte können also rezessive Tendenzen auslösen. Ich bitte Sie zu beachten, daß die Darstellung bewußt so gewählt wurde, daß es Ihnen leichtfällt, Vergleiche zur Gegenwart zu ziehen.

Sind die österreichischen Finanzmärkte zweckmäßig organisiert?

Nun: Sind unsere Kapitalmärkte zweckmäßig organisiert? Ich behaupte: Nein! Die österreichischen Haushalte sparen überwiegend in Form von kurzfristigen Einlagen, also in liquider und risikoferner Form, die Wirtschaft benötigt aber für ihre Investitionsprojekte Risikokapital, langfristige Mittel und vor allem zinsstabile Mittel. Auf die Probleme des fehlenden österreichischen Risikokapitalmarktes möchte ich jetzt nicht eingehen, weil das nicht zu meinem Thema paßt, und weil diese Frage ebenso lange wie erfolglos schon diskutiert wurde. Es wäre wenig Neues dazu zu sagen. Sehr wohl aber möchte ich auf einen anderen Strukturangel des österreichischen, aber durchaus nicht nur des österreichischen, Kreditmarktes eingehen, der sich in den letzten Jahrzehnten nicht nur nicht gebessert, sondern sogar ganz erheblich verschlechtert hat: Ich meine den Mangel an Krediten zu langfristig festen unveränderbaren Zinssätzen.

Vor 20 Jahren wurde der typische Investitionskredit zu einem festen Zinssatz für die gesamte Laufzeit des Kredites abgeschlossen. Die Investitionsplanung konnte rational ablaufen: Man schätzte die Kosten und die erwarteten Erträge, errechnete Renditen und verglich sie mit den Kosten der angebotenen Investitionskredite. Kam ein positives Ergebnis heraus, blieben noch immer unzählige Risiken auf der Produktions- und Absatzseite, die ein gutes Investitionsprojekt zu einer schlechten Investition machen konnten; aber das waren Risiken, die der Unternehmer mit seiner Erfahrung und seinen Möglichkeiten abschätzen konnte. Das für ihn unabsehbare finanzielle Risiko war ausgeschaltet, wenn er fristenkonform und zu festen Zinssätzen finanzierte. Heute ist der Investitionskredit zu festen Zinssätzen vom österreichischen Kre-

ditmarkt so gut wie völlig verschwunden und er ist auch im Ausland weitgehend verschwunden. Die Zinssätze sind variabel, d. h. für den Investor nicht vorhersehbar, entweder weil sie bei jeder Änderung des gesamten Zinsgefüges neu verhandelt werden müssen oder an irgendeine Größe indiziert sind, die vom Unternehmer in ihrer Entwicklung nicht prognostiziert werden kann.

Wie ist es zu dieser Entwicklung gekommen? Ich glaube, man ist in sie hineingeschlittert. Da die Zinssätze im letzten Vierteljahrhundert nur wenig schwankten und ernste Risiken fehlten, fanden die Schuldner nichts dabei, den flexiblen Bedingungen zuzustimmen, wenn der Zinssatz dafür eine Spur niedriger war. Das Risiko das darin steckte, sah man vor 1980 nicht. Die Banken aber waren an den neuen flexiblen Bedingungen sehr interessiert, machten sie es ihnen doch möglich, der Liquiditätsvorliebe der Sparer nachzugeben, die Sparer und sich selbst von den Kapitalbewertungsverlusten bei steigenden Zinssätzen freizuhalten. Ob auf den Euromärkten oder auf dem österreichischen Kreditmarkt, überall gibt es de facto nur noch flexible Sätze, ein Ausweichen auf den Kapitalmarkt ist – zumindest in Österreich fast unmöglich, weil er relativ klein ist und zu rund neun Zehntel von öffentlicher Hand und Banken dominiert wird.

Die Konsequenzen der flexiblen Zinssätze

Daß heute mehr Kredite an die Wirtschaft zu flexiblen als zu festen Zinssätzen gegeben werden, macht es notwendig ein paar Lehrsätze anders zu fassen. Zunächst gilt das für unsere Vorstellungen über die *Zinselastizitäten der Investitionen*. Hohe Zinssätze machen Investitionsprojekte *unrentabel*, so lesen wir in vielen Lehrbüchern, niedrige Zinssätze regen Investitionen an. Diese abschreckende

bzw. anregende Wirkung wird sich wohl nur selten daraus ergeben haben, daß zu den niedrigeren Zinssätzen ein Projekt plötzlich rentabel wurde, das beim höheren Zinssatz nicht rentabel gewesen wäre. Das mag in sehr langfristigen und weniger riskanten Bereichen, wie dem Wohnbau, gelten, kaum jedoch im industriellen Bereich. Viel stärker als ein solch direkter Ertragseffekt werden sich immer Verschiebungseffekte ausgewirkt haben: Man zog Investitionsprojekte vor, wenn man sie günstig finanzieren konnte, und man schob sie auf, wenn es an günstiger Finanzierung mangelte. Im Zeitalter der flexiblen Zinssätze ist das nicht mehr möglich und nicht mehr nötig: Zieht man jetzt ein Investitionsprojekt in eine Periode der niedrigen Zinssätze vor, hat man davon keine nennenswerte Zinersparnis mehr: Der Zinssatz ist ja nicht über die gesamte Laufzeit des Projektes niedriger, sondern es sind bloß in der Gesamtfinanzierungszeit ein paar Monate mehr mit niedrigen Zinssätzen drinnen. Wahrscheinlich wird man unter diesen Voraussetzungen mit keiner nennenswerten Zinselastizität der Investitionen nicht mehr rechnen dürfen.

Das zweite Kapitel der Lehrbücher, das es umzuschreiben gilt, ist das Kapitel über *Konjunkturpolitik und Investition*. Zinspolitik war stets ein wesentlicher Teil der Konjunkturpolitik. In der Rezession versuchte man durch expansive Geldpolitik die Zinssätze niedrig zu halten und dadurch Investitionen anzuregen bzw. vorzuverlegen; in der Hochkonjunktur versuchte man durch hohe Zinssätze die Investitionen zu bremsen und zu strecken. Mit flexiblen Zinssätzen ist beides sinnlos geworden. Kein Unternehmer wird das Risiko auf sich nehmen, Investitionen in die Rezession vorzuziehen, solange sich die Nachfragetrends nicht klar abzeichnen, ohne dafür durch einen nennenswerten Zinsvorteil entschädigt zu werden. So werden wir damit rechnen müssen, daß die

Geldpolitik in Zukunft zur Investitionssteuerung noch weniger taugt als bisher. Ich glaube darin einen von mehreren Gründen für den hartnäckigen Investitionsattentismus des letzten Jahrzehnts sehen zu können.

Das dritte Kapitel unserer Lehrbücher, das wir infolge des Verschwindens fester Zinsversprechen umschreiben werden müssen, ist das Kapitel über die *Folgen der Unternehmensverschuldung*.

Wir hatten uns allmählich an relativ hohe Niveaus der Unternehmensverschuldung gewöhnt und sie unter bestimmten Voraussetzungen, bei Einhaltung bestimmter Regeln als gar nicht unbedenklich gefunden. Daß das Verschwinden fester Zinsversprechen an der Basis dieses Systems nagte, hatten wir zunächst gar nicht bemerkt. Erst die dramatische Steigerung der Zinssätze in den letzten drei oder vier Jahren brachte es an den Tag: Ob ein Einzelkredit zwei oder drei Prozent mehr kostet, darüber kann man zwar lange feilschen, es bringt für die Kostenrechnung des Unternehmens aber nicht allzuviel. Wenn sich aber das gesamte aushaftende Kreditvolumen binnen drei Jahren in seinen Kosten verdoppelt, nämlich von etwa sieben Prozent auf vierzehn Prozent steigt, dann schlägt sich das erheblich in der Kostenrechnung nieder: Eine Verdoppelung der Zinssätze von sieben auf vierzehn Prozent belastet die Industrie mit etwa 12 Mrd. S, genau so stark wie eine etwa achtprozentige Lohnrunde. Manche Auswirkungen in der Vergangenheit, von der Ertragslage der Industrie bis zu Insolvenzstatistik werden im Lichte dieser Zahlen verständlicher.

Allerdings wird das volle Durchschlagen der 12 Mrd. S auf die Gewinn- und Verlustrechnung der Industrie durch zwei Faktoren etwas abgezwängt:

Erstens ist die Industrie nicht nur Kreditnehmer, sondern auch Einleger und profitiert insoweit von den höheren Zinsen auch auf der Passivseite;

der Saldo entwickelt sich etwas weniger dramatisch als die Kreditzinsbelastung allein.

Zweitens ist ein Teil der Zinserhöhung inflationsbedingt und insofern bei den Firmen, die ihre Preise wenigstens im Ausmaß der Inflationsrate erhöhen können bloß ein Durchlaufer. Da aber andererseits die steuerliche Absetzung der *nominellen* Zinsen möglich ist, war die Realzinsbelastung gut verdienender Firmen in der Hochzinsphase äußerst gering. Allerdings waren davon nicht allzu viele Firmen betroffen; der nicht kleine Teil der Firmen, der unter gedrückten Preisen litt und Verluste hinnehmen mußte, wurde von der nominellen Zinssteigerung voll getroffen.

Ich komme damit zum letzten Punkt, zur Frage:

Welchen Einfluß hat der Verschuldungsgrad auf die Insolvenzen?

Bekanntlich haben die Insolvenzen in den letzten Jahren enorm zugenommen. Ihre Zahl ist von unter 1000 pro Jahr zu Beginn der siebziger Jahre auf 1400 im Jahr 1981 und *voraussichtlich* 1500 im Jahre 1982 gestiegen; die Schuldsumme hat von $\frac{1}{4}$ Prozent des Bruttoinlandsproduktes Anfang der siebziger Jahre auf über $1\frac{1}{2}$ Prozent zugenommen. Ist das Folge des höheren Verschuldungsgrads? An und für sich handelt es sich bei Insolvenzen um einen notwendigen marktwirtschaftlichen Ausleseprozeß: Die schlechten Wirtschaftsbetriebe scheiden aus, sie machen Platz für effizientere, indem sie Arbeitskräfte freisetzen, Produktionsmittel abstoßen und Marktanteile zur Verfügung stellen. Es scheint viel dafür zu sprechen, daß überwiegend unternehmerisches Versagen zur Insolvenz führt: Die Logik spricht dafür, weil ja in jeder Branche und in jeder Firmengruppe die überwiegende Mehrzahl der Betriebe nicht insolvent wird; die Politiker sind da-

von überzeugt, daß Insolvenz auf Unternehmerversagen beruht, wie der berühmte Ausspruch von den Reitställen zeigt, und die Statistik scheint es zu beweisen: Nach den Angaben des Kreditschutzverbandes von 1870 gingen von den Insolvenzen des Jahres 1980 je 17 Prozent auf Fahrlässigkeit und Unternehmensfehler, 14 Prozent auf verschuldete oder unverschuldete persönliche Ursachen zurück, zusammen also fast die Hälfte aller Insolvenzfälle; die andere Hälfte geht auf Änderungen der Märkte (24 Prozent) oder Kapitalmangel (28 Prozent) zurück. 1980, vor der Verdoppelung der Insolvenzsumme, hatte der Anteil der „sachlichen“ Insolvenzursachen allerdings statt der Hälfte bloß zwei Fünftel und der der „persönlichen“ noch drei Fünftel betragen. Dabei ist anzunehmen, daß die Untersuchung den Anteil der persönlichen Ursachen in schwierigen Zeiten überschätzt. Denn übermäßige Investitionen und betriebliche Erweiterungen, die in der Statistik des Kreditschutzverbandes unter Fahrlässigkeit ausgewiesen werden, Fehler der rationalen Planung bei Funktionsänderungen, Kalkulationsfehler usw., die als Fehler im innerbetrieblichen Bereich ausgewiesen werden, passieren natürlich immer wieder; in Zeiten kräftigen Wachstums und mäßigen Strukturwandels bleiben sie jedoch ohne größere Folgen – es ist in diesen Zeiten relativ leicht, Unternehmer zu sein –, in Phasen der Krise und des Strukturwandels haben sie die katastrophalen Folgen, die wir in der gegenwärtigen Insolvenzwelle erleben.

Welche Insolvenzursachen können wir aus volkswirtschaftlicher Sicht finden? Ich möchte drei Typen unterscheiden: Wechselkursinsolvenzen, Strukturinsolvenzen und Finanzierungsinsolvenzen. Dabei handelt es sich allerdings bloß um Denkmodelle, die selten rein auftreten. Häufig wirken alle drei Ursachen, gemeinsam mit persönlichen Fehlern, zusammen. Die Unternehmungen, die *Aufwer-*

tungsinsolvenzen erlitten haben, führten vor der Aufwertungswelle der siebziger Jahre ein meist bescheidenes, aber nicht sonderlich gefährdetes Leben auf den Exportmärkten. Sie erzeugten zwar nicht gerade Spezialitäten, aber solide Standardprodukte. Die Aufwertung setzte sie einem unerhörten Preisdruck auf dem Inlands- und noch stärker auf dem Exportmarkt aus. Bei ihrer Standardproduktion war nichts mehr zu verdienen, um kräftig umzustrukturieren fehlten Gewinn wie Reserven. Eine Zeitlang lebten sie von der Substanz, dann war es aus.

Die Firmen, die später *Strukturinsolvenzfälle* würden, litten zwar auch unter der Aufwertung, bei ihnen liegen die Probleme jedoch tiefer. Ihre Produktpalette steht unter der drängenden Konkurrenz der Niedriglohnländer, sie wären auch ohne Aufwertung in Schwierigkeiten gekommen. Sie sind nicht Opfer der heimischen Wirtschaftspolitik, sondern Opfer der neuen internationalen Arbeitsteilung. Der heimischen Wirtschaftspolitik ist äußerstenfalls vorzuwerfen, daß sie die Folgen der neuen internationalen Arbeitsteilung voll und plötzlich durchschlagen ließ und nicht versuchte, durch Maßnahmen der aktiven Strukturpolitik Anpassungshilfen für begrenzte Zeit zu geben, sowie daß sie es versäumte, die Rahmenbedingungen für einen raschen Rückzug aus billiger Massenproduktion hin zu Hochtechnologie und Marktnischen zu schaffen.

Die *Finanzierungsinsolvenz*-Firmen schließlich sind von der Produktionsstruktur her häufig Unternehmungen mit guter und hoher Technologie, Unternehmungen, die häufig die vielzierten Marktnischen sogar gefunden haben. In ihrer Aufbauphase allerdings waren die Gewinne noch nicht sehr hoch oder das Wachstum so rasch und damit der Kapitalbedarf so hoch, daß die Innenfinanzierung auch nicht annähernd ausreichte. Nun gibt es in Österreich keine funktionierenden

Märkte für Eigenkapital, aber auch die Bereitschaft der Banken, Fremdkapital zur Verfügung zu stellen – auch bei minimalem Eigenkapital – war sehr groß. Als dann die Kredite temporär knapp wurden, und zwar gerade in einer Zeit, in der statt Gewinnen vielfach Verluste auftraten und das Zinsniveau auf das Doppelte stieg, konnte diesen, an und für sich guten Betrieben, auch das Niveau ihrer Technologie und ihre Marktnische nichts mehr helfen.

Es war gerade die differenzierende Wirkung der Zinsexplosion, schwach auf die Eintragsstarken und stark auf die Ertragsschwachen, die ihre große Bedeutung als Erklärung der gegenwärtigen Insolvenzwelle ausmacht. Nach Berechnung des Autors wurde schon für die gesamte Industrie die Cash-flow-Quote durch den Anstieg der Zinsen um etwa ein Fünftel gedrückt; für die Firmen, die sich in Schwierigkeiten befanden, war die zusätzliche Zinsenbelastung in einer Zeit auch aus anderen Gründen schrumpfender Gewinne das finanzielle Ende. Aber noch einmal – es war nicht in erster Linie das hohe Niveau der Verschuldung, es war vielmehr das ungebremste Durchschlagen der Zinsenerhöhung auf das gesamte Kreditvolumen und nicht bloß die neuen Kredite, die das Verschuldungsniveau für die Firmen untragbar machte.

Zusammenfassung

Wir werden davon ausgehen müssen, daß die Unternehmensverschuldung auch in Zukunft weiter steigen wird. Es gibt keinen Grund anzunehmen, daß die Haushalte in Zukunft wesentlich weniger sparen werden als früher und es ist weder anzunehmen noch anzustreben, daß die öffentliche Hand in Zukunft einen wesentlich größeren Teil der Ersparnisse an sich zieht. Die Unternehmensverschuldung wird also steigen – und sie wird nie zurückgezahlt werden, solange Sparer sparen. Über die Rückzahlungsbelastung müssen wir uns daher keine Sorgen machen, sehr wohl aber über die Form, in der die Ersparnisse den Unternehmungen weitergegeben werden. Es muß sich dabei um eine Form handeln, die die Verschuldung für die Unternehmungen möglichst wenig riskant macht. Die gegenwärtigen Kredite zu variablen Zinssätzen sind es sicher nicht. Die Wirtschaftspolitik wird dafür sorgen müssen, daß ein wesentlich größerer Teil der Haushaltersparnisse als bisher den Unternehmungen zu langfristig festen Zinssätzen zur Verfügung gestellt wird, sie wird aber auch dafür sorgen müssen, daß ein wesentlich größerer Teil als bisher in Form von Eigenkapital oder in eigenkapitalnahen Formen angeboten wird. Mit dem nachrangigen Kapital und Genußscheinen wurden erste, noch zögernde Schritte in diese Richtung gesetzt. Größere und bewußtere müssen folgen.