



1 | 2013

66. Jg., 1.–3. KW, 17. Januar 2013

ifo Schnelldienst

Zur Diskussion gestellt

Sabine Lautenschläger, Thomas Gstädtner, Sascha Steffen

- Wie ist das EU-Konzept zur Bankenunion zu bewerten?

Forschungsergebnisse

Hans-Werner Sinn

- Die Target-Verluste im Fall des Auseinanderbrechens des Euro – eine Replik auf De Grauwe und Ji

Wolfgang Nierhaus

- Konjunkturprognosen heute – Möglichkeiten und Probleme

Daten und Prognosen

Joachim Gürtler und Arno Städtler

- Widersprüchliche Signale zur Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen – geringes Leasingwachstum

Im Blickpunkt

Johanna Plenk und Klaus Wohlrabe

- Investitions- und Beschäftigungspläne der Unternehmen für 2013

Klaus Wohlrabe

- ifo Konjunkturtest Dezember 2012

ifo Institut

Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung
an der Universität München e.V.

ifo Schnelldienst ISSN 0018-974 X

Herausgeber: ifo Institut, Poschingerstraße 5, 81679 München, Postfach 86 04 60, 81631 München,
Telefon (089) 92 24-0, Telefax (089) 98 53 69, E-Mail: ifo@ifode.de.

Redaktion: Dr. Marga Jennewein.

Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dres. h.c. Hans-Werner Sinn, Dr. Christa Hainz, Annette Marquardt, Dr. Chang Woon Nam.

Vertrieb: ifo Institut.

Erscheinungsweise: zweimal monatlich.

Bezugspreis jährlich:

Institutionen EUR 225,-

Einzelpersonen EUR 96,-

Studenten EUR 48,-

Preis des Einzelheftes: EUR 10,-

jeweils zuzüglich Versandkosten.

Layout: Pro Design.

Satz: ifo Institut.

Druck: Majer & Finckh, Stockdorf.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):

nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

Zur Diskussion gestellt

Wie ist das EU-Konzept zur Bankenunion zu bewerten?

3

Mit den Beschlüssen zur europäischen Regulierung im Dezember 2012 hat die EU einen Schritt in Richtung Bankenunion gemacht. Nach Ansicht von *Sabine Lautenschläger*, Deutsche Bundesbank, braucht Europa Zeit, um eine europäische Bankenaufsicht und einen europäischen Abwicklungsmechanismus auf ein solides rechtliches Fundament und auf starke Institutionen zu stellen. Eine Bankenunion in diesem Sinne sei auch keine schnelle und bequeme Lösung der gegenwärtigen Krise und erst recht kein Ersatz für eine anhaltende Gesundung der Staatsfinanzen. Ein längerfristiger Zeithorizont dürfe nicht aus den Augen verloren werden. Für *Thomas Gstädtner* ist es entscheidend, im Bereich der Bankenrestrukturierung vor der Etablierung der gemeinsamen Aufsicht eine weitere Harmonisierung des Rechts herbeizuführen, um der EZB bzw. einer europäischen/nationalen Restrukturierungsbehörde den direkten Eingriff und die Abwicklung von nicht-tragfähigen Banken zu ermöglichen. *Sascha Steffen*, European School of Management and Technology (ESMT), Berlin, sieht den Beschluss der EU zur europäischen Regulierung als einen Schritt in Richtung Bankenunion, deren Auf- und Ausbau noch lange Zeit in Anspruch nehmen wird. Die Bankenunion sei daher auch kein Modell zur Krisenbekämpfung, sondern eher eine Weiterentwicklung und langfristige Stabilisierung.

Forschungsergebnisse

Die Target-Verluste im Fall des Auseinanderbrechens des Euro

Eine Replik auf De Grauwe und Ji

14

Hans-Werner Sinn

Wie hoch man die Verluste einschätzt, die im Fall eines Auseinanderbrechens des Euro entstehen werden, hängt hauptsächlich von der Natur der mittlerweile gigantischen Target-Forderungen ab, die die Bundesbank im EZB-Abrechnungssystem akkumuliert hat. De Grauwe und Ji haben versucht, den Nachweis zu führen, dass solche Verluste nicht auftreten. Dazu verweisen sie hauptsächlich darauf, dass das Geld heutzutage Kunstgeld (Fiat Money) sei, das seinen Wert behalte, auch wenn die Bundesbank ihre Target-Forderungen verlöre. *Hans-Werner Sinn* zeigt, warum sich diese Autoren irren und warum die Target-Salden echte Werte repräsentieren, die bei einem Untergang des Euro verlorengehen würden. Die Konsummöglichkeiten der Gesellschaft gehen tatsächlich im vollen Umfang der Target-Verluste zurück. Die Lasten liegen beim Staat und bei den Bürgern, deren Banken einen Teil der ihnen anvertrauten Ersparnisse zur Bundesbank getragen haben.

Konjunkturprognosen heute – Möglichkeiten und Probleme

25

Wolfgang Nierhaus

Mit Konjunkturprognosen wird auf hochaggregierter Ebene die Entwicklung der Wirtschaft im laufenden und im folgenden Jahr vorausgeschätzt. Im Mittelpunkt stehen Aussagen über Tempoänderungen und Wendepunkte von makroökonomischen Variablen im zyklischen Wirtschaftsgeschehen. Konjunkturprognosen sind bedingte Wahrscheinlichkeitsaussagen. Weil sich die Bedingungen immer wieder ändern, ist es nötig, die Prognosen anzupassen. Auch wenn mit Prognosen die Unsicherheit über die Zukunft nicht beseitigt werden kann, so erleichtern sie die Planung der Unternehmen und helfen der Wirtschafts- und Finanzpolitik, sich auf die zukünftige Entwicklung besser einzustellen.

Daten und Prognosen

Widersprüchliche Signale zur Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen – geringes Leasingwachstum

33

Joachim Gürtler und Arno Städtler

Nach den Ergebnissen der neuesten ifo Konjunkturumfrage im Leasingsektor werden die Investitionen der Leasinggesellschaften 2012, trotz eines vielversprechenden Starts in den ersten Monaten des Jahres, nur sehr moderat zunehmen. Im Jahresdurchschnitt wird im Neugeschäft mit Mobilien ein Wachstum von 0,5% auf rund 47,2 Mrd. Euro generiert werden können. Der auf den Lagebeurteilungen der Leasinggesellschaften basierende Investitionsindikator signalisiert einen nominalen Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen einschließlich der sonstigen Anlagen von rund 3% im Jahr 2012 und noch ein kräftiges Minus für 2013. Obwohl die Finanzierungsbedingungen unverändert gut sind, halten sich die Unternehmen mit Investitionen in Maschinen, Geräte und Fahrzeuge offenbar zurück. Dementsprechend ist die vorhandene Maschinenkapazität zurzeit mehr als ausreichend, um die wenig dynamische Nachfrage zu befriedigen. Seit einem Jahr sinkt die Kapazitätsauslastung in der Industrie und ist seit dem Herbst 2012 auch leicht unterdurchschnittlich. Der Auslastungsgrad der Maschinen und Geräte lag im Oktober 2012 mit 81,4% um fast 3½ Prozentpunkte unter dem Vorjahreswert.

Im Blickpunkt

Investitions- und Beschäftigungspläne der Unternehmen für 2013 – Ergebnisse einer Umfrage unter Managern

38

Johanna Plenk und Klaus Wohlrabe

Das ifo Institut befragte im Auftrag der WirtschaftsWoche rund 600 Manager aus den Wirtschaftsbereichen Industrie, Bau, Handel und Dienstleistung nach ihren Einschätzungen der konjunkturellen Entwicklung im Jahr 2013 sowie zu ihren Investitions- und Beschäftigungsplänen für das neue Jahr. Der vorliegende Artikel stellt einige ausgewählte Ergebnisse vor. Demnach gehen 47% aller befragten Manager von einem langsamem Wachstum und rund 41% von einer Stagnation aus. Lediglich 12% sind pessimistischer und denken, dass das Bruttoinlandsprodukt schrumpfen wird.

ifo Konjunkturtest Dezember 2012 in Kürze

40

Klaus Wohlrabe

Der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands ist erneut gestiegen. Die Firmen bewerten ihre aktuelle Lage zwar etwas weniger günstig als im Vormonat. Jedoch hat der Pessimismus bezüglich der weiteren Geschäftsentwicklung deutlich abgenommen. Die Entwicklung in den einzelnen Wirtschaftsbereichen verlief unterschiedlich. Während im Verarbeitenden Gewerbe und Bau der Anstieg des Geschäftsklimas vom Vormonat bestätigt werden konnte, sank der Wert in den beiden Handelsstufen wieder. Das ifo Beschäftigungsbarometer für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands, inklusive dem Dienstleistungssektor, stieg im Dezember erneut leicht. Die befragten Firmen zeigen sich zunehmend offener für weitere Neueinstellungen.

Mit den Beschlüssen zur europäischen Regulierung im Dezember 2012 hat die EU einen Schritt zur Richtung Bankenunion gemacht. Führt dieser Weg zur Stabilisierung des Bankensektors auf europäischer Ebene?

Eine Bankenunion für Europa: Welcher Bauplan ist der richtige?

Am gemeinsamen europäischen Haus wird kräftig gebaut. Am 29. Juni 2012 kündigten die Staats- und Regierungschefs in einer gemeinsamen Erklärung¹ unter anderem an, dass sie einen einheitlichen Aufsichtsmechanismus für Banken (Single Supervisory Mechanism – SSM) unter dem Dach der Europäischen Zentralbank (EZB) errichten wollen. Das Bauvorhaben ist nur ein – wenn auch ein zentraler – Bauabschnitt des umfassenderen Gesamtprojekts »Bankenunion«. Dazu gehört auch ein europäischer Restrukturierungs- und Abwicklungsmechanismus, der mit Unterstützung eines von den Banken finanzierten Fonds die Sanierung und Abwicklung systemrelevanter Banken ermöglichen soll.² Und schließlich wird als dritte Komponente der Bankenunion ein europäisches Sicherungssystem für Bankeinlagen genannt. Dieser Bauabschnitt scheint aber im Laufe der Diskussion in weite Ferne gerückt zu sein. Und das zu Recht. Denn die damit einhergehende Vergemeinschaftung nationaler Risiken und letztlich mittelbare Haftung mit nationalen Steuergeldern ist erst nach einer tiefergehenden wirtschaftspolitischen und fiskalischen Integration der betroffenen Länder gerechtfertigt.

Gründe für eine Reform

Welche Ziele werden mit der Bankenunion verfolgt? Mit ihrer Errichtung wollen

die Handelnden den Teufelskreis durchbrechen, der mit der Wandlung der Finanzkrise zu einer Staatsschuldenkrise wiederholt eingesetzt hat: Banken, die durch die Finanzkrise in Schwierigkeiten geraten sind, müssen mit öffentlichen Mitteln gestützt werden und belasten dadurch den Staatshaushalt. Und diese Belastung wirkt auf die Kreditinstitute zurück und sei es nur, weil sie Staatspapiere halten. Wenn es dem Bankensektor schlecht geht, geht es also oft auch dem Staat schlecht – und umgekehrt. Die Frage ist allerdings, ob man allein durch eine gemeinsame Bankenaufsicht die Verbindung zwischen der Solvenz von Banken und Staaten durchbrechen kann. Die Architekten der Bankenunion versprechen sich aber auch Besserung bei einem weiteren Problem, das unter dem Schlagwort »Home Bias« diskutiert wird. Heimische Bankenaufseher haben naturgemäß tiefe Kenntnisse der ökonomischen, rechtlichen und auch institutionellen Situation ihres Landes. Manchmal werden jedoch trotz globaler Ansteckungswege – ungerechtfertigt – nationale Belange höher gewichtet als europäische Interessen. Genau diese Verbundenheit mit den nationalen Banksystemen kann dazu führen, dass Aufseher in der Tradition ihrer eigenen Verwaltungspraxis gefangen sind und heimische Banken aus nationalen Erwägungen schonen.

Leider wird in der aktuellen Diskussion häufig vergessen, dass Sinn und Zweck einer Bankenaufsicht nicht allein darin besteht, den genannten Teufelskreis zu durchbrechen. Dies kann der europäische Gesetzgeber auch durch eine adäquate Regulierung erreichen, unter anderem durch eine risikoangemessene Eigenmittelunterlegung von Staatsanleihen und Obergrenzen für die Kreditvergabe an Staaten. Solche Standards sind allerdings nur auf mittlere Sicht ratsam, da sie kurzfristig eher krisenverschärfend wirken würden. Sie würden aber, auf einen angemessenen



Sabine Lautenschläger*

* Sabine Lautenschläger ist Vizepräsidentin der Deutschen Bundesbank.

Der Beitrag gibt die persönliche Auffassung der Autorin wieder.

Abgeschlossen am 9. Januar 2013.

¹ Die Erklärung ist im Wortlaut abrufbar unter: http://www.consilium.europa.eu/uedocs/cms_data/docs/pressdata/en/ec/131359.pdf.

² Hierzu liegt bereits ein Kommissionsentwurf vor, der unter http://ec.europa.eu/internal_market/bank/crisis_management/index_en.htm#maincontentSec2 abrufbar ist.

senen Zeithorizont angelegt, einen wertvollen Beitrag leisten, Ansteckungswege zwischen Banken und Staaten zu blockieren.

Es gibt jedoch einen weiteren, zentralen und meines Erachtens zu wenig beachteten Grund, warum ein europäischer Aufsichtsmechanismus, der gut vorbereitet und konzeptionell sauber aufgestellt ist, Mehrwert bringen kann. Auf einer umfassenderen Informationsgrundlage und mit der Möglichkeit zu länderübergreifenden Quervergleichen ausgestattet, kann eine europäische Aufsicht Risiken, die das Bankensystem bedrohen oder von ihm ausgehen, frühzeitiger und besser erkennen. Diese Vorteile kann eine gemeinsame Bankenaufsicht jedoch nur generieren, wenn sie solide Rahmenbedingungen, also ein stabiles Fundament, vorweisen kann.

Errichtung einer soliden und handlungsfähigen Aufsicht

Welches Fundament braucht also der SSM für welche Lasten? Eine gute Aufsicht braucht ein starkes Fundament – dies ergibt sich aus dem simplen Umstand, dass die *Bankenaufsicht* die Einhaltung regulatorischer Vorschriften überwacht und bei Verstößen effektiv und zügig einschreiten können muss. Der SSM braucht daher zum einem das europaweit harmonisierte »Single Rulebook«, auf die er seine Handlungen gründen kann. Entsprechende Arbeiten an diesem einheitlichen Regelwerk sind bereits weit fortgeschritten, beispielsweise das Gesetzgebungspaket der CRR und der CRD IV³ oder die Erarbeitung bindender technischer Standards durch die Europäische Bankenregulierungsbehörde EBA. Diese Arbeiten sind eine Dauerbaustelle, da die Gesetze und Standards auch künftig den sich stetig ändernden Anforderungen angepasst werden müssen.

Klärungsbedürftig bleibt zum anderen der Rechtsrahmen des SSM selbst. Der politische Konsens ging bereits frühzeitig dahin, als Grundlage für den einheitlichen Aufsichtsmechanismus Art. 127 Abs. 6 AEUV⁴ heranzuziehen, der die Übertragung besonderer Aufgaben im Zusammenhang mit der Bankenaufsicht auf die EZB gestattet. Die Politik steht vor der Herausforderung, einen Rechtsrahmen für den SSM zu finden, der eine kurzfristige Umsetzung ermöglicht und der zudem angemessene Handlungsbefugnisse für den europäischen Aufseher einräumt. Denn nur eine Aufsicht, die den Verstoß gegen Normen gerichtsfest ahnden kann, ist eine schlagkräftige Aufsicht. Als Folge des Mehrebenensystems der Europäischen Union (EU) ergibt sich aber die eigentümlich anmutende Situation, dass viele materielle Anforderungen an Banken zwar in Form von Richtlinien har-

monisiert sind, diese aber ihre Wirkung nicht unmittelbar, sondern erst in Gestalt nationaler, mit Wahlrechten gespickter Umsetzungsgesetze entfalten. Auf Grundlage welcher Rechtsgrundlage soll nun welche Aufsicht, die EZB oder der nationale Aufseher, handeln und eingreifen? Verschiedene Ansätze zur Lösung dieser Frage sind denkbar, etwa ein Weisungsrecht der europäischen Aufseher an nationale Behörden, die ihre nationalen Befugnisse in einer bestimmten Weise auszuüben. Der Verordnungstext, auf den man sich bei der ECOFIN-Sondersitzung am 12. und 13. Dezember 2012 geeinigt hat und der nun die Grundlage für die anstehenden Verhandlungen mit dem Europäischen Parlament bildet, sieht vor, dass die EZB selbst nationales Recht anwenden soll. Diese, wie auch andere diskutierte Optionen sind aber mit einer Reihe von Problemen und Unwägbarkeiten verbunden: etwa wie Ermessensspielräume, die naturgemäß ein wesentlichen Teil des Aufsichtsrechts ausmachen, ausgefüllt oder kontrolliert werden können oder wie die zuständige Gerichtsbarkeit bei Fragen des Rechtsschutzes aussieht. Dazu fehlt bislang ein voll ausgebautes, genuin europäisches Verwaltungsrecht für EU-Institutionen. Hier ist die Politik gefordert, Abhilfe zu schaffen, und effektive und zugleich rechtlich tragfähige Lösungen zu entwickeln und zu implementieren.

Bei der Architektur der Bankenunion ist meinem Verständnis nach ein weiterer, zentraler Aspekt unbefriedigend gelöst: die Governance-Strukturen innerhalb des SSM. Mit der Übertragung der Bankenaufsicht auf die EZB stellt sich – zusätzlich zu den auf europäischer Ebene stets lebhaft diskutierten Abstimmungsmodalitäten – die Frage, wie die aufsichtlichen Aufgaben institutionell von der Geldpolitik getrennt werden können. Ohne eine solche Trennung kann es früher oder später zu Zielkonflikten zwischen den beiden Aufgabenbereichen kommen. Der Beschluss der ECOFIN-Sondersitzung versucht hier durch die Schaffung zweier neuer Gremien innerhalb der EZB »Chinese Walls« einzuziehen: Ein Aufsichtsgremium soll aufsichtliche Entscheidungen entwerfen und dem EZB-Rat vorlegen, die dieser annehmen oder ablehnen, nicht aber abändern darf; widerspricht der EZB-Rat einer Entscheidungsvorlage, muss der EZB-Rat dies begründen und zwar insbesondere unter Anführung geldpolitischer Bedenken. Sollten Differenzen zwischen dem EZB-Rat und dem Aufsichtsgremium so nicht ausgeräumt werden können, soll eine Art Vermittlungsausschuss schlichten. So will man in bester Absicht einerseits die Trennung von aufsichtlichen und geldpolitischen Entscheidungen sicherstellen, andererseits auch den nach den geltenden Verträgen bestehenden institutionellen Rahmen der EZB wahren. Wirklich gerecht wird dieses Modell jedoch keinem der beiden Anliegen; stattdessen führt es zum einem zu komplizierten Entscheidungsprozessen, bei denen neben den betroffenen nationalen Aufsehern im Krisenfall drei verschiedene Gremien in möglicherweise unterschiedlicher Besetzung in kürzester Zeit zu einer Entscheidung ge-

³ Capital Requirements Regulation (CRR), Capital Requirements Directive IV (CRD IV).

⁴ Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union.

langen müssen. Zum anderen werden bei diesem Modell die Verantwortlichkeiten verwischt, denn mit der Einrichtung des Vermittlungsausschusses wird nicht deutlich, wer das Letztentscheidungsrecht hat. Nach den Verträgen und dem ESZB-Statut müsste dies beim EZB-Rat liegen. Auch die künftige SSM-Verordnung sollte als Sekundärrechtsakt den primärrechtlich festgelegten, institutionellen Rahmen der EZB nicht ändern können. Der EZB-Rat wäre damit weiterhin das höchste Beschlussorgan der EZB für alle ihr übertragenen Aufgaben, also auch für die neue Aufgabe der Bankenaufsicht. Deshalb stellen sich gerade zu den Entscheidungsprozessen viele Fragen: Soll der Vermittlungsausschuss tatsächlich das Recht zur Letztentscheidung haben? Gibt er damit dem EZB-Rat Weisungen? Wäre dies mit der Unabhängigkeit der EZB-Ratsmitglieder nach Art. 130 AEUV überhaupt vereinbar? Warum soll der EZB-Rat, der die Verantwortung für die Bankenaufsicht tragen soll, die vom Aufsichtsgremium vorgeschlagenen Entscheidungen nur annehmen oder ablehnen dürfen, und dies mit einer Begründung basierend auf geldpolitischen Erwägungen? Ich gehe davon aus, dass in den nächsten Monaten gerade diese Fragen beantwortet werden müssen.

Für den Erfolg des einheitlichen Aufsichtsmechanismus werden jedoch nicht nur ein starker Rechtsrahmen als Fundament und belastbare Governance-Strukturen entscheidend sein. Ebenso wichtig ist, dass EZB und nationale Aufseher optimal zusammenarbeiten, um das national vorhandene Wissen auf europäischer Ebene zusammenzuführen und es für länderübergreifende Quervergleiche nutzbar machen. Dazu gehört zunächst, dass alle Beteiligten ihre Verantwortung und ihre Pflichten kennen. Maßgeblich ist aber auch, dass ein gemeinsamer, einheitlicher Aufsichtsansatz entwickelt und implementiert wird und Berichtswege und -inhalte zwischen den Aufsichtsebenen eindeutig definiert werden. Denn es ist nicht davon auszugehen, dass das gesamte aufsichtliche Tagesgeschäft – wie die laufende Aufsicht und Vor-Ort-Prüfungen bei Instituten – allein von Mitarbeitern der neuen europäischen Bankenaufsicht unter dem Dach der EZB bewerkstelligt werden könnte. Dies wäre auch nicht wünschenswert, da die vorhandene Expertise der heimischen Aufseher für die Einschätzung des Risikoprofils der betroffenen Bank weiterhin genutzt werden sollte. Denn auch bei international tätigen Instituten werden weiterhin nationale Marktstrukturen und nationale Rechtsgrundlagen wie etwa das Steuerrecht oder das Gesellschaftsrecht die prägenden Einflussfaktoren für viele geschäftspolitische Entscheidungen sein. Der oben bereits angesprochenen Gefahr eines »Home Bias« kann etwa durch gemischte Prüfungsteams begegnet werden, die aus EZB-Mitarbeitern verschiedener Nationen und den heimischen Aufsehern bestehen.

Beim Bau eines soliden Aufsichtsgebäudes stellen sich noch etliche Gewerke als Herausforderungen dar. Wie wird die

EZB gleiche Wettbewerbsbedingungen für die von ihr direkt beaufsichtigten und für alle Kreditinstitute mit Aktivitäten in den SSM-Ländern sicherstellen? Wer soll in dem SSM-Haus wohnen? Und wie wird die Zusammenarbeit mit jenen Ländern geregelt, die bei dem Projekt Bankenunion derzeit noch nicht oder möglicherweise nie dabei sein werden? Es ist noch offen, wie sich der SSM zu der bereits bestehenden europäischen Aufsichtsbehörde EBA mit ihrer Zuständigkeit für die 27 EU-Mitgliedsländer verhalten soll. Die EBA hat bislang vor allem regulatorische Aufgaben. Sie nimmt aber teilweise auch Aufgaben der operativen Aufsicht wahr, etwa durch bindende Mediation bei Meinungsverschiedenheiten unter den einzelnen Aufsichtsbehörden.

Vom SSM zur Bankenunion

Kommen wir nun zu einem bisher vernachlässigten Punkt in meinem Beitrag: Wer haftet für den Bau und mögliche Schäden nach Bauabschluss? Eine effektive europäische Aufsicht ist nach dem Gipfelbeschluss vom Juni 2012 Voraussetzung für eine direkte Mittelbereitstellung für Banken durch den ESM. Damit werden mögliche Finanzhilfen von der nationalen auf die europäische Ebene verlagert. Damit der europäische Steuerzahler künftig nicht für die früheren »Sünden« geradestehen muss, die unter der Ägide nationaler Behörden entstanden sind, sollten die Bilanzen der auf europäischer Ebene beaufsichtigten Banken vorher umfassend geprüft werden. Dazu bedarf es eines in sich stimmigen Konzepts für den Umgang mit Altlasten der Banken. Zusätzlich muss der europäische Gesetzgeber das Thema Abwicklungs- und Restrukturierungsmechanismus angehen. Der Grundsatz vom Gleichlauf von Haftung und Kontrolle bedeutet, dass europäisch beaufsichtigte Banken auch europäisch abgewickelt werden sollten.

Das Ziel

Am Ende aller in diesem Beitrag aufgeführten Überlegungen sollten eine europäische Bankenaufsicht und ein europäischer Abwicklungsmechanismus stehen, die auf einem soliden rechtlichen Fundament und auf starken Institutionen ruhen. Dafür benötigt Europa Zeit. Eine Bankenunion in diesem Sinne ist aber keine schnelle und bequeme Lösung der gegenwärtigen Krise und erst recht kein Ersatz für eine anhaltende Gesundung der Staatsfinanzen: Bei aller Notwendigkeit eines raschen und entschlossenen Krisenmanagements darf der längerfristige Zeithorizont nicht aus den Augen verloren werden. Der geplante einheitliche Aufsichtsmechanismus wird vorerst nur auf Art. 127 Abs. 6 AEUV gestützt. Dieses Vorgehen mag pragmatisch sein, es ist aber auch mit einer Reihe von rechtlichen und institutionellen Problemen verbunden. Wir sollten daher die europäische Bankenaufsicht zumindest mittelfristig auf ein besseres Funda-

ment stellen und an seiner Statik arbeiten. Da dies letztendlich nur über eine Vertragsänderung erfolgen kann, sollte die Politik die hierzu erforderlichen Bemühungen in Kauf nehmen. Auf die lange Sicht wird sich dies sicherlich lohnen: Eine effektive, handlungsstarke europäische Aufsicht kann einen wertvollen Beitrag zur Stabilisierung der Währungsunion und zur Finanzstabilität leisten.



Thomas Gstädtner*

EU-Bankenunion – Qualität wichtiger als Zeitplan!

Grundlegendes

In der Regel werden einer Bankenunion vier Elemente zugeschrieben: (1) eine gemeinsame Bankaufsichtsbehörde, (2) das sogenannte Single Rulebook, d.h. das einheitliche Aufsichtsrecht für Banken, (3) ein gemeinsames Bankenrestrukturierungsrecht, inkl. einer Bankenrestrukturierungsbehörde und (4) eine gemeinsame oder zumindest harmonisierte Einlagensicherung. Die Planung der EU sieht vor, eine funktionierende Bankenunion mit allen vier Elementen im Zeitraum 2012/2013 zu verwirklichen. Mit den Beschlüssen des EU-Gipfels vom 13./14. Dezember 2012 wurde nun die Weichenstellung für die Errichtung einer gemeinsamen Bankaufsichtsbehörde vorgenommen.

EU-Pläne für eine Europäische Bankenunion

Die EZB als europäische Bankaufsichtsbehörde

Nach den Plänen der EU wird die EZB über eine unmittelbar in den Nationalstaaten gültige Verordnung als europäische Bankaufsichtsbehörde im Rahmen eines einheitlichen Aufsichtsmechanismus (SSM) etabliert.¹ Die EZB wird in der Folge u.a. für die Erteilung einer Banklizenz, die Beurteilung des Erwerbs von bedeutenden Beteiligungen und die Bewertung der Einhaltung der Eigenkapitalanforderungen, der Großkreditvorschriften und der Liquiditätsvorschriften der Banken in ihrem Verantwortungsbereich zuständig sein. Eine Debatte, ob die EZB die richtige Behörde für diese

* Dr. Thomas Gstädtner, RA, Solicitor (England and Wales) arbeitet als Abteilungsleiter in der Rechtsabteilung einer großen deutschen Bank in London. Neben kapitalmarktrechtliche Fragen umfasst sein Aufgabengebiet auch Fragen des Bankaufsichtsrechts. Er ist 1. Vorsitzender des Forums Kapitalmarktinstrumente – Kapitalmarktfinanzierung. Dieser Artikel stellt seine persönliche Auffassung dar.

¹ Verweise auf die Verordnung beziehen sich auf den Entwurf vom 14. Dezember 2012.

Aufgabe ist, fand eigentlich nicht statt. Dies hat mehrere Gründe. Einmal gibt es in Art. 127 (6) AEUV bereits eine, wenn auch nicht unumstrittene, Rechtsgrundlage für die Etablierung der EZB als Bankaufsichtsbehörde. Zum anderen ist es innerhalb der Eurozone durchaus die Regel, dass Notenbanken in der einen oder anderen Form in die Bankaufsicht eingebunden sind (in 14 von 17 Staaten). Schließlich gibt es auch sachlich sehr gute Gründe für die Einbindung der EZB. Aufgrund ihrer geldpolitischen Tätigkeit ist die EZB in ständiger Interaktion mit den Banken der Eurozone und hat deshalb eine sehr gute Kenntnis der Banklandschaft. Die Europäische Bankaufsichtsbehörde (EBA) in London wäre inhaltlich für diese Aufgabe sicherlich auch in Betracht gekommen. Gegen EBA sprach aber deren gesamteuropäischer Auftrag, der schwierig mit dem speziellen Fokus der neuen Bankaufsichtsbehörde auf die Eurozone zu vereinbaren gewesen wäre. Zudem spricht gegen die EBA auch deren Standort außerhalb der Eurozone. In diesem Sinne ist es richtig, die EZB mit dieser Aufgabe zu beauftragen. Allerdings gibt es auch erhebliche Bedenken, dass die neue Aufgabe das Primärziel der EZB, die Erhaltung der Preisstabilität, gefährden wird.

Um dies zu verhindern, müssen die Aufgaben der Bankaufsicht von den geldpolitischen Aufgaben der EZB strikt getrennt werden. Das Ziel der Preisstabilität kann den Aufgaben und Zielen der EZB als Bankaufsichtsbehörde zuwiderlaufen, so dass sich durch diesen zweiten Aufgabenbereich der EZB zwangsläufig Interessenkonflikte innerhalb der EZB ergeben werden. Geldpolitik soll (politisch) unabhängig sein, während Bankaufsichtsrecht als Eingriffsrecht der politischen Kontrolle unterliegen muss. Darüber hinaus kann die EZB aufgrund ihrer Doppelfunktion dazu verleitet werden, geldpolitische Entscheidungen verstärkt am Wohl der beaufsichtigten Institute anstatt am Ziel der Preisstabilität auszurichten. Um diese Interessenkonflikte angemessen verwalten zu können, sieht die interne Governance der EZB in Art. 18 VerO-E ff. eine teilweise Trennung zwischen den Entscheidungsgremien der Bankaufsicht und der Geldpolitik vor. Dies gelingt nur bedingt, was daran liegt, dass die EZB weiterhin nur ein Führungsgremium hat, in dem die Letztverantwortung sowohl für Geldpolitik als auch für Bankaufsicht zusammenlaufen, den Zentralbankrat. In der Praxis werden die bankaufsichtsrechtlichen Aufgaben der EZB durch ein neues Gremium, den Aufsichtsrat, geplant und durchgeführt werden. Dieser Aufsichtsrat setzt sich aus vier Vertretern der EZB und jeweils einem Vertreter der zuständigen nationalen Bankaufsichtsbehörde der teilnehmenden Mitgliedstaaten zusammen. Darüber hinaus umfasst der Aufsichtsrat noch einen Vorsitzenden und einen stellvertretenden Vorsitzenden. Der Vorsitzende sowie der Stellvertreter des Aufsichtsrats werden auf Vorschlag der EZB vom EU-Rat bestimmt, der Vorsitzende aus einem Kreis von Fachexperten und der Stellvertreter aus dem Kreis des EZB Direktoriums. Der Aufsichtsrat schlägt dem Zentralbankrat auf-

sichtsrechtliche Entscheidungen vor. Die Vorschläge gelten als angenommen, wenn der Zentralbankrat nicht innerhalb eines gewissen Zeitraums widerspricht. Ein Widerspruch ist zu begründen. Hierbei kann die EZB auch geldpolitische Gründe angeben. Gerade dieser Punkt ist sehr erstaunlich, obwohl dadurch wohl sichergestellt werden soll, dass das überragende Ziel der Geldwertstabilität durch die neuen Aufgaben nicht gefährdet wird. Allerdings setzt man hierdurch auch ein Zeichen für die Vermischung der Zielsetzungen der EZB. Das eigentliche Problem ist aber, dass der Zentralbankrat, ein Gremium besetzt mit Geldpolitikern, in Zukunft auch mit Bankaufsicht befasst sein wird und es hier zwangsläufig zu einer Vermischung von beiden Aufgabenbereichen kommen wird. Daran werden auch getrennte Sitzungen und ein Mediationspanel (Art. 18 Abs. 3b VerO-E) nichts ändern können.

Die Frage, wie weit die Bankaufsicht durch die EZB reicht, gehört zu den umstrittensten Fragen der gemeinsamen Bankaufsicht für die Eurozone – dies gilt zumindest für die Debatte in Deutschland. Im Wesentlichen kommen zwei Varianten in Betracht. Einmal eine »kleine« Bankenunion, welche anfänglich oder sogar auf Dauer nur die Bankaufsicht über die großen, systemrelevanten bzw. grenzüberschreitend tätigen Banken umfasst – eine Position, die im Wesentlichen in Deutschland vertreten wird. Zum anderen kommt eine »große« Bankenunion in Betracht, welche sämtliche 6 000 Kreditinstitute der Eurozone umfasst, selbst kleine Sparkassen oder Raiffeisenbanken. Während die EU-Kommission erwartungsgemäß die große Lösung vorgeschlagen hatte, hat sich der Rat in seinem Verordnungsentwurf für eine mittlere Variante entschieden (Art. 5 (4) iVm. Art 4 VerO-E). Danach ist die EZB zwar prinzipiell für sämtliche Banken der Eurozone zuständig, allerdings werden die Aufgaben im Hinblick auf geringfügig signifikante Banken zwischen EZB und den nationalen Bankaufsichtsbehörden geteilt. Die Signifikanz einer Bank wird anhand der Größe und der grenzüberschreitenden Aktivitäten der Bank bestimmt, wobei eine Bank als signifikant gilt, wenn u.a. die Bilanzsumme der Bank größer als 30 Mrd. Euro ist oder die Bank zu den drei größten des Landes zählt. Darüber hinaus hat die EZB die Möglichkeit, ein Institut von sich aus als signifikant einzustufen, wenn dieses Institut Töchter in mehr als einem Mitgliedstaat hat und die grenzüberschreitenden Vermögenswerte oder Verbindlichkeiten einen wesentlichen Teil der gesamten Vermögenswerte/Verbindlichkeiten des Instituts ausmachen. Für weniger signifikante Banken verbleibt der EZB die Möglichkeit, den grundsätzlichen Rahmen der Aufsichtspraxis vorzugeben, die nationalen Behörden werden bei diesen Banken aber weiterhin die individuelle laufende Beaufsichtigung vornehmen. Für die Lizenzierung jeglicher Institute, unabhängig von der Größe, und den Entzug der Lizenz ist allerdings wiederum die EZB zuständig, allerdings sind nach Art. 13 VerO-E die nationalen Aufsichtsbehörden in das Genehmigungsverfahren eingeschaltet. Eben-

falls kann die EZB auch bei weniger signifikanten Instituten die Aufsicht direkt an sich ziehen, falls dies zur Umsetzung der generellen aufsichtsrechtlichen Standards notwendig ist. Im Ganzen ist diese Regelung zu begrüßen. Im Falle von kleinen Banken ist es nicht notwendig, die tägliche Aufsichtspraxis zentral zu organisieren. Dies widerspricht zum einen dem in Art. 5 EUV vorgegebenen Subsidiaritätsprinzip. Zum anderen ist bei lokalen Instituten nicht zwingend mit einer Verbesserung der Aufsicht zu rechnen, da eine europäische Behörde hier keinen Wissensvorsprung gegenüber den nationalen Aufsehern hat. Ganz im Gegenteil, es bestände die große Gefahr, dass sich die Aufsichtspraxis in solchen Fällen von den beaufsichtigten Instituten entfernen würde. Dennoch wird die EZB über das Setzen von allgemeinen aufsichtsrechtlichen Standards die Möglichkeit haben, die Aufsichtspraxis der nationalen Behörden anzugleichen, wo dies notwendig ist. Hierbei wird es allerdings wichtig sein, dass nationale Unterschiede der Bankenlandschaften weiter angemessen berücksichtigt werden können.

Es ist damit zu rechnen, dass angestrebt wird, mit der Aufsicht in einem zweiten Schritt auch die finanzielle Verantwortung zumindest für die der EZB direkt unterstellten signifikanten Banken zu vergemeinschaften, über eine gemeinsame Einlagensicherung und einen gemeinsamen Restrukturierungsfonds sowie den entsprechenden Backstop durch den europäischen Steuerzahler. Aus diesem Grund sollten an die der EZB zu unterstellenden Institute qualitative Anforderungen gestellt werden. Ebenfalls sollten sie vor Entlassung aus der nationalen Aufsicht von Altlasten bereinigt werden. Dies entspräche einer gerechten Verteilung von Verantwortung und Risikotragung. Glücklicherweise konnte der Kommissionsvorschlag, wonach sämtliche Institute der europäischen Aufsicht unterliegen sollen, die öffentliche Hilfe beantragt oder erhalten haben, abgeschwächt werden. Jetzt unterliegen nur noch solche Institute der EZB-Aufsicht, die Hilfen beim EFSF/ESM beantragt oder erhalten haben. Hilfen von EFSF/ESM setzen strikte Konditionalität und ein einstimmiges Votum der Mitgliedstaaten im Board of Governors voraus (Art. 5 Abs. 6 (e) ESM-Vertrag). Indirekt besteht ebensolches Risiko allerdings aufgrund einer Regelung in Art. 5 Abs. 4 (a) VerO-E, wonach nationale Aufsichtsbehörden die Möglichkeit haben, die Übertragung der Aufsicht eines Instituts auf die EZB zu beantragen, wenn sie es als signifikant einstufen. Aus diesem Grund sollte bei der weiteren Entwicklung der Bankenunion darauf geachtet werden, dass Risiken von Instituten nicht gegen den Willen Deutschlands vergemeinschaftet werden können. Hierbei ist zu beachten, dass der Abstimmungsmodus im Aufsichtsrat der EZB jedem Mitglied nur eine Stimme gibt (Art. 19 Abs. 2ab VerO-E) und Beschlüsse mit einfacher Mehrheit gefasst werden. Es gibt zwar eine Abweichung bei der Verabschiedung von allgemeinen Richtlinien zur bankaufsichtsrechtlichen Praxis, wo eine qualifizierte Mehrheit der Stimmen

entsprechend Art. 16 Abs. 4 EUV notwendig ist. Die Kapitalanteile der Zentralbanken an der EZB finden im Abstimmungsmodus des Aufsichtsrats aber keine Berücksichtigung, d.h. Deutschland hat das gleiche Stimmengewicht wie Malta.

Die Zuständigkeit der EZB als Bankaufsichtsbehörde gilt zunächst nur für sogenannte »teilnehmende« Mitgliedstaaten. Hierunter fallen nach Art. 2 (1) VerO-E solche Mitgliedstaaten, deren Währung der Euro ist. Somit hat die EZB für die verbleibenden zehn Nicht-Euro-Mitglieder keine Zuständigkeit. Dies ist die logische Konsequenz aus der Feststellung, dass es vor allem im Hinblick auf das Funktionieren der Währungsunion notwendig ist, eine tatsächliche Bankenunion zu etablieren. Nichtsdestotrotz eröffnet Art. 6 VerO-E die Möglichkeit für eine enge Kooperation zwischen dem SSM und den zuständigen Aufsichtsbehörden der Nicht-Euro-Mitgliedstaaten. Diese Möglichkeit wurde geschaffen, um Mitgliedstaaten, die den Euro einzuführen gedenken, schon vor deren Eintritt in die Eurozone, die Teilnahme an den Regelungen der Bankenunion zu ermöglichen. Diese Regelung ist zu begrüßen. Die Frage der Kooperation zwischen der Eurozone und den anderen Mitgliedstaaten der EU stellt sich auch bei der Aufgabenverteilung zwischen EZB und EBA und der Organisation des Abstimmungsverhaltens innerhalb der EBA. Hier soll künftig bei Abstimmungen über technische Standards, Richtlinien und Empfehlungen eine dreifache Mehrheit erforderlich sein, einmal die qualifizierte Mehrheit aller Mitglieder, zum zweiten die einfache Mehrheit der Mitglieder, die am SSM beteiligt sind und zum Dritten die einfache Mehrheit der Mitglieder, die nicht am SSM beteiligt sind. Hier stellt sich natürlich die Frage, ob Entscheidungen innerhalb der EBA künftig durch wenige Mitgliedstaaten blockiert werden können. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Mitglieder des SSM zwangsläufig ein wesentlich größeres Interesse an einer Harmonisierung des Aufsichtsrechts haben werden, als nicht teilnehmende Mitgliedstaaten. Das Single Rulebook belässt trotz deutlicher Fortschritte aufgrund von CRD IV/CRR den Nationalstaaten in der täglichen Praxis noch große Ermessensspielräume. Über die durch EBA festgelegten technischen Standards werden viele Details der Aufsichtspraxis geregelt. Wenn sich die EBA künftig als nicht mehr funktionsfähig erweist, ist zu überlegen, dem SSM in einem bestimmten Umfang die Aufgaben der EBA beschränkt auf die Eurozone zu übertragen, vergleichbar einer nationalen Aufsichtsbehörde, die technische Standards des Aufsichtsrechts für die von ihr beaufsichtigten Banken setzt. EBA sollte weiterhin die Möglichkeit haben, Standards für die EU zu entwickeln, denen dann natürlich die Standards für die Eurozone nicht widersprechen dürfen. So könnte man zumindest sicherstellen, dass die Harmonisierung des Aufsichtsrechts in der Eurozone nicht durch Mitgliedstaaten aufgehalten wird, die in bestimmten Bereichen schlicht keine Harmonisierung wollen bzw. benötigen.

Single Rulebook (Bankaufsichts- und Bankenrestrukturierungsrecht)

CRD IV, wenn es denn umgesetzt ist, bietet eine gute Basis für ein Single Rulebook. Ein großer Teil der Regelungen von CRD IV finden sich in einer Verordnung, die Capital Requirement Regulation, die unmittelbare Wirkung in den Mitgliedstaaten hat und deshalb nicht mehr in nationales Recht umgesetzt werden muss. Allerdings gibt es auch weiterhin eine Vielzahl von nationalen Ermessensspielräumen, die es zulassen, dass in Mitgliederstaaten unterschiedliche Regelungen beispielsweise die Höhe des Kapitals betreffend gelten. Die Vorschläge zum Capital Conversation Buffer, zum Countercyclical Buffer und zum Systemic Risk Buffer sind nur einige Beispiele dafür. Diese Regelungen finden sich in der Richtlinie CRD IV, die erst noch in nationales Recht umgesetzt werden muss, mit den entsprechenden Möglichkeiten für nationale Unterschiede. Die EZB wird deshalb im Rahmen der Bankenunion kein einheitliches Bankaufsichtsrecht anwenden, sondern 17 stark angeglichen, aber in vielen Bereichen noch immer unterschiedliche nationale Aufsichtsrechte. Verbunden mit der Möglichkeit, dass über die EBA die weitere Harmonisierung des Aufsichtsrechts ins Stocken geraten kann, liegt darin das eigentliche Problem der Bankenunion. Im Vergleich zum Bankaufsichtsrecht noch wesentlich weniger Harmonisierung gibt es beim Recht zur Restrukturierung von Banken. Die Kommission hatte im Juni 2012 den Vorschlag für eine Harmonisierung nationaler Regelungen gemacht. Die Vorschläge reichen jedoch bei weitem nicht für ein effektives Single Rulebook aus. In vielen Bereichen gibt es noch erhebliche nationale Spielräume, wie z.B. bei der Frage, für welche Verbindlichkeiten ein Bail-in möglich sein soll. Der Richtlinienvorschlag strebt keine maximale Harmonisierung an, und in vielen Ländern gibt es derzeit noch nicht einmal nationale Restrukturierungsgesetze. Das Inkrafttreten eines europaweit geltenden Restrukturierungsgesetzes ist selbst nach dem Kommissionsvorschlag erst Anfang 2015 geplant, mit der Ausnahme der Möglichkeit des Bail-in, für die den Mitgliedstaaten sogar bis zum Jahr 2018 Zeit gegeben werden soll. Eine Bankenunion benötigt jedoch zwingend ein derartiges Regime, um auf Fehlentwicklungen bei Banken oder gar ein Scheitern von Banken reagieren zu können. Ohne ein derartiges Regime werden die Kosten eines Bankscheiterns zwangsläufig wieder bei der öffentlichen Hand landen, diesmal nur auf europäischer und nicht auf nationaler Ebene. Dies ist umso problematischer, da geplant ist, auch Banken, die öffentliche Gelder über den ESM/EFSF erhalten, der europäischen Bankaufsicht zu unterwerfen. Nachdem in erster Linie grenzüberschreitend tätige Banken in die Bankenunion einbezogen werden sollen, ist es ebenfalls unabdingbar, dass das gemeinsame Bankenrestrukturierungsrecht auch für grenzüberschreitende Sachverhalte das notwendige Instrumentarium bereitstellt. Solange es kein einheitliches Restrukturierungsrecht gibt, kann man im Bereich der Bankenunion

nicht von einem ordentlichen Single Rulebook sprechen, ohne dass die Bankenunion erhebliche Probleme haben wird. Es wird entscheidend sein, im Bereich der Bankenrestrukturierung vor Etablierung der gemeinsamen Aufsicht eine weitere Harmonisierung des Rechts herbeizuführen, um der EZB bzw. einer europäischen/nationalen Restrukturierungsbehörde den direkten Eingriff und im Zweifel die Abwicklung von nicht-tragfähigen Banken zu ermöglichen.

Gemeinsame Einlagensicherung

Die Bedeutung einer gemeinsamen Einlagensicherung für eine Bankenunion wird unterschiedlich bewertet. Verglichen mit den drei anderen Elementen der Bankenunion (gemeinsame Aufsichtsbehörde, Bankaufsichtsrecht und Bankenrestrukturierungsrecht) dürfte ihr aber wohl die geringste Bedeutung zukommen. In der EU ist die Einlagensicherung derzeit national sehr unterschiedlich organisiert. Über eine EU-Richtlinie aus dem Jahr 2009 wurden ersten Schritte zur Harmonisierung unternommen. 2010 hatte die EU-Kommission weitergehende Schritte zur Angleichung der nationalen Sicherungssysteme vorgeschlagen, u.a. die Ex-ante-Finanzierung der Sicherungsfonds sowie die gegenseitige Darlehensgewährung der Sicherungseinrichtungen im Falle von Unterdeckungen. Die Zielrichtung einer weiterer Angleichung der nationalen Sicherungssysteme sollte die Anhebung der nationalen Standards sein. Die verbindliche Vorgabe der Ex-ante-Finanzierung der nationalen Sicherungsfonds ist deshalb ein guter Schritt. Alle weiteren Schritte sollten erst dann diskutiert werden, wenn im Hinblick auf das gemeinsame Bankaufsichts- und -restrukturierungsrecht deutliche Fortschritte gemacht worden sind. In jedem Fall sollte der Grundsatz gelten, dass Verantwortung und Risikotragung für eine Bank nicht auseinanderfallen dürfen.



Sascha Steffen*

Das »Projekt Bankenunion«

Die Bankenunion ist die Institutionalisierung des regulatorischen Rahmens zur Stabilisierung des Bankensektors auf europäischer Ebene. Hierzu gehören drei Bestandteile, (1) eine europäische Aufsicht (»Single Supervisory Mechanism (SSM)«), (2) ein europäischer Restrukturierungs- und Abwicklungsfonds oder Mechanismus und (3) eine europäische Einlagensicherung.

Wesentliches Ziel ist es, die Verflechtung zwischen Banken und Staat zu lösen. Staaten sollen nicht mehr in Probleme geraten, wenn sie ihre insolventen Banken retten und Banken (auch systemrelevante Banken) abgewickelt werden können, wenn möglich ohne Beteiligung des Steuerzahlers.¹

Als erstes soll der SSM eingerichtet werden. Warum ist SSM notwendig? Verschiedene Aspekte sind hierbei relevant. Zum einen die zunehmende Vernetzung von Banken und Finanzinstitutionen innerhalb Europas über die Landesgrenzen hinaus.² Außerdem erfordert die Währungsunion in besonderem Maße die wirtschaftliche Integration der Märkte und den Kapitalfluss zwischen den Ländern. Zuletzt haben wir verstärkt den umgekehrten Mechanismus gesehen, d.h. den Kapitalfluss aus der Peripherie in die kerneuropäischen Länder. Nur mit Hilfe verschiedener Maßnahmen der EZB (wie zum Beispiel den Long Term Refinancing Operations (LTROs) wurde Kapital in die Peripherie umgeleitet. Ein dritter Aspekt ist die hohe private Verschuldung in den Peripherieländern, die durch laxer Regulierung der jeweiligen Staaten und Finanzierung der europäischen Banken (über die Staatsgrenzen hinaus) ermöglicht wurde.

* Prof. Dr. Sascha Steffen ist Professor an der ESMT European School of Management and Technology, Berlin.

¹ Dieser Feedback-Effekt wird theoretisch und empirisch in Acharya, Drechsler und Schnabl (2012) diskutiert.

² Beispiel der Vernetzung der Banken durch Partizipation in syndizierten Krediten (vgl. Cai, Saunders und Steffen 2012).

Vorteile der EZB als Regulierungsinstitution

Befürworter der EZB in der Rolle als Aufseher aller europäischen Banken führen wiederholt einige Vorteile der EZB auf (vgl. Constancio 2012). So ist beispielsweise die Stabilität des europäischen Finanzsystems ganz im Sinn der Geldpolitik der EZB. Der Kollaps einzelner Banken kann auf verschiedenen Wegen zu Ansteckungseffekten führen: anderen Banken können durch Beteiligung an einer insolventen Bank (zum Beispiel durch das Halten von Anleihen) betroffen sein. Sie können gleiche Vermögensgegenstände in ihren Portfolios halten, deren Preise durch Notverkäufe der insolventen Bank weiter unter Druck geraten. Darüber hinaus können sie aufgrund der Unsicherheit bezüglich des Schocks, der zu der Insolvenz der Bank geführt hat, aufgrund der Intransparenz der Bankportfolios selber in Probleme geraten. Ein Zusammenbruch der Geldmärkte kann die Konsequenz sein, welches die EZB in der Durchführung ihrer Geldpolitik behindert. Ein weiterer Vorteil sind Informationen über einzelne Kreditinstitute, die die EZB in der makroprudentiellen Aufsicht (im European Systemic Risk Board (ESRB)) nutzen kann bzw. Informationen, die die EZB bereits durch das Zahlungssystem Target2 gewonnen hat. Schließlich wird auch die operationelle Unabhängigkeit der EZB von der Politik als Vorteil angeführt, die europäische Bankenaufsicht in die Hände der EZB zu geben.

Ein großer Schritt in Richtung Bankenunion wurde am 13. und 14. Dezember 2012 getan, als die europäischen Staats- und Regierungschefs beschlossen haben, den SSM mit der EZB als europäischen Bankenaufseher zu etablieren. Dieses alles erfolgt unter Legitimation durch den Artikel 127 (6) AEUV. Der Zeitplan gegenüber dem Plan der Europäischen Kommission ist etwas verzögert. So soll die EZB im März 2014 die Aufgabe als Bankenaufseher vollständig übernehmen. Auch in Bezug auf die zu kontrollierenden Banken wurde ein Fortschritt erzielt. So ist geplant, dass alle Banken mit einer Bilanzsumme größer als 30 Mrd. Euro von der EZB reguliert werden. Damit werden wahrscheinlich 150 bis 200 Banken von ca. 6 000 Banken reguliert, was immerhin mehr als 70% der aggregierten Bilanzsumme aller Banken entspricht.

Das Modell der Europäischen Kommission sieht vor, dass ein Aufsichtsgremium eingesetzt wird, in dem Vertreter der 17 Nationalbanken der Euroländer sowie (im Falle des Opt-ins) Mitglieder der Notenbanken von anderen EU-Ländern. Hier werden Entscheidungen vorbereitet, die ultimative Entscheidungsbefugnis liegt jedoch beim EZB-Rat. Letzterer kann Entscheidungen an das Aufsichtsgremium delegieren.

Die Rolle der EZB und Wirkungsweise des SSM und der Bankenunion sind noch nicht vollständig geklärt, und viele Fragen bleiben offen. Einige davon werden im Folgenden diskutiert.

Arbeitsteilung zwischen EZB und den nationalen Zentralbanken

Die Arbeitsteilung zwischen der EZB und den nationalen Zentralbanken ist weitgehend ungeklärt. Dazu gehört unter anderem auch wie viele Banken direkt von der EZB beaufsichtigt werden. Verschiedene Aussagen wurden dazu getätigt. Die Bandbreite geht von 25–30 systemrelevanten Banken, über diejenigen Banken, die im Stress Test der European Banking Authority (EBA) partizipieren bis hin zu 150–200 Banken (mit Bilanzsumme größer als 30 Mrd. Euro). Das politische Gewicht der Sparkassen in Deutschland war hier u.a. in Bezug auf die Herausnahme kleinerer Banken mit ausschlaggebend. Ökonomisch gesehen ist es nicht sinnvoll, nur einen Anteil der Banken unter die Kontrolle der EZB zu stellen. Zum einen weil viele Problembanken in der Krise kleinere Banken waren, zum anderen aber auch unter der Zielfunktion eines *Single Supervisory Mechanism* und eines *Single Rule Books*. Werden die übrigen Banken von nationalen Aufsichtern überwacht, aber mit strikten Vorgaben der EZB? Wie werden diese aussehen, und welche Durchgriffsrechte hat die EZB? Haben die Banken einen Anreiz, unter der 30 Mrd.-Euro-Grenze in der Bilanzsumme zu bleiben, um der Kontrolle durch die EZB zu entgehen? Wie überwacht die EZB diejenigen Banken, für die sie selber zuständig ist? Werden die Informationen von den nationalen Zentralbanken zusammengetragen und an die EZB berichtet? Wie sieht die Aufteilung der Arbeit auf europäischer Ebene und nationaler Ebene aus? Welche bankspezifischen Informationen bekommt die EZB und wie? In Deutschland gibt es diese Trennung bereits durch die Aufgabenverteilung auf die Bundesbank und BaFin. Viele Fragen sind hier unbeantwortet, aber für die Banken ist es wichtig zu wissen, wer sie schlussendlich kontrolliert.

Unabhängigkeit der EZB

Ein Argument gegen die Übernahme der Regulierungsfunktion durch die EZB wurde vielfach erwähnt: die Sorge um die Unabhängigkeit der Zentralbank in der Geldpolitik. Die EZB könnte zum Beispiel Zinsentscheidungen vom Zustand des Bankensektors abhängig machen. Allerdings hat die EZB auch ohne die Rolle des europäischen Bankenregulierers Entscheidungen in den vergangenen Jahren getroffen, die die Unabhängigkeit zumindest teilweise in Frage stellen.

Die Befugnisse der EZB könnte neben der Regulierung auch die Restrukturierung und Schließung einzelner notleidender Banken umfassen. Die EZB könnte auf politischen Druck hin also notwendige Schließungen von Banken unterlassen. Eine interessante Alternative zu diesem Konstrukt wäre die Trennung dieser Aufgaben und der Aufbau einer Restrukturierungseinheit auf europäischer Ebene. Diese Tren-

nung würde dem amerikanischen Modell der Fed auf der einen Seite und der FDIC (mit Zugang zum Staatshaushalt) auf der anderen Seite entsprechen. Brunnermeier und Gersbach (2012) schlagen ein interessantes Konzept in diese Richtung vor.

Allokation von Kosten auf Kreditgeber bei Restrukturierungen

Als ein Ziel der Bankenunion gilt, dass das Geld der Steuerzahler (möglichst) nicht mehr für eine Bankenrettung aufgebracht werden soll. Vielmehr sollen Aktionäre und Kreditgeber der Banken für die Restrukturierung aufkommen. Diese kann in Widerspruch zu der Idee stehen, durch eine geordnete Restrukturierung Ansteckungseffekte zu verhindern. Die Finanzkrise in den USA, aber auch die aktuelle Staatsschuldenkrise haben gezeigt, dass nicht nur Einleger durch »Bank Runs« Krisen auslösen können, sondern auch institutionelle Anleger, wenn Banken zu großem Teil kurzfristig finanziert sind. Ein Beispiel ist Dexia S.A., die im Dezember 2012 zum dritten Mal mit Steuergeldern gerettet werden musste (obwohl sie wenige Wochen vorher noch von der Liste der »systemisch relevanten Banken« der Bank of International Settlement (BIS) heruntergenommen worden ist). Zwischen Mai und Juli 2011 haben beispielsweise US-Geldmarktfonds 10 Mrd. US-Dollar aus Dexia abgezogen. Diese Fonds haben in großem Maße zu den Liquiditätsproblemen auch anderer europäischer Banken beigetragen (vgl. Acharya und Steffen 2012). Es ist daher wichtig, klar zu kommunizieren, wie die Allokation der Kosten bei einer Restrukturierung oder Schließung verteilt werden, um Banken nicht in Refinanzierungsschwierigkeiten zu bringen. Der Vorschlag der Europäischen Kommission sieht einen Restrukturierungsfonds vor, dieser könnte verwendet werden, um Ansteckungseffekte zu vermeiden.

Glaubwürdigkeit des Restrukturierungsfonds

Der Restrukturierungsfonds muss hinreichend groß sein, um glaubwürdig Ansteckungseffekte zu vermeiden. Womit kann der Finanzierungsbedarf finanziert werden? Zum Beispiel mit einer Abgabe von Banken. Eine mögliche Bemessungsgrundlage ist der Beitrag einer einzelnen Bank zum systemischen Risiko des Finanzsystems (vgl. Acharya et al. 2011; Acharya und Steffen 2011).

Gegeben der Größe des europäischen Bankensektors, ist es nicht anzunehmen, dass Restrukturierungsfonds ohne Steuergelder auskommen und alleine durch eine Bankenumlage finanzierbar sein. Wie sollen die Kosten verteilt werden?

Der Aufbau eines europäischen Bankenrestrukturierungsfonds wird einige Zeit in Anspruch nehmen (man denke nur

an die Zeit, die es benötigt hat, den ESM aufzubauen). Wie können Mittel zur Restrukturierung von Banken zur Verfügung gestellt werden? Der ESM wäre eine Möglichkeit, aber hier müssten Möglichkeiten geschaffen werden, um auch Nicht-Euroländer partizipieren lassen zu können (vgl. Sachverständigenrat 2012).

Verflechtung von Staaten und Banken

Die Verflechtung von Staaten und Banken hat wesentlich zur aktuellen Krise beigetragen. Kann eine Bankenunion dieses Problem wirksam lösen? Dieses ist aus mehreren Gründen zu bezweifeln. Banken haben nicht nur den eigenen Staat sondern auch Peripherieländer finanziert unter der Wahrnehmung, dass andere Staaten oder der Internationale Währungsfonds die Staaten bei Problemen unterstützen würden. Wenn das Risiko der Staaten zu hoch wird und diese Unterstützung unglaubwürdig wird, wird auch der Zustand des Bankensystems in Frage gestellt. Manche Banken (gerade solche, die bereits unterkapitalisiert sind) sind bereit dieses Risiko einzugehen und die Investition in riskante Staatsanleihen wird zu einem »Carry Trade« (vgl. Acharya und Steffen 2012), einer Wette auf die Rettung des Staates. Während eine Bankenunion den Kauf von Staatsanleihen durch schwach kapitalisierte Banken verhindern kann, können Staaten geneigt sein, zur Finanzierung von Defiziten Banken heranzuziehen. Außerdem könnten sie an der Eigenkapitalunterlegung von 0% festhalten. Darüber hinaus bringt die Anerkennung von Staatsanleihen als liquide Mittel in der Liquiditätsregulierung weitere Anreize für Banken, diese zu halten.

Es ist auch aus einem anderen Grund schwer möglich, die Verflechtung von Bank und Staat zu trennen. Wenn die Kosten für die Bankenrettung kleiner sind als erwartete Kosten, die durch eine Rezession als Folge der Bankenkrise entstehen (Steuerausfälle, Konjunkturprogramme etc.), ist eine »No-Bail-out«-Politik eines Staates nicht glaubwürdig (vgl. Reinhart und Rogoff 2009).

Die »Altlasten« der europäischen Banken

Obwohl die Bankenunion durch die verschiedenen Mechanismen wie europäische Regulierung, europäischer Restrukturierungsfond und europäische Einlagensicherung ein langfristiges Projekt ist, ist das Ziel mancher Regierungen eher kurzfristig. Wenn eine direkte Bankenrestrukturierung durch den ESM nur möglich ist nach Einführung einer einheitlichen Regulierung, dann wird die eben vorgezogen. Allerdings hat die Bundesregierung mehrfach betont, dass eine Vergemeinschaftung der »Altlasten« der europäischen Banken auch nach Einführung einer europäischen Regulierung nicht in Frage kommt. Das Problem der schlechten Kredit- oder

Wertpapierportfolios einiger europäischer Banken (deren Qualität sich noch weiter verschlechtern dürfte, wenn die Rezession anhält) ist in dem jetzigen Stadium damit alles andere als gelöst.

Ein Vergleich zu den USA des 19./20. Jahrhunderts

Es ist interessant, die Entstehungsgeschichte des Federal Reserve Systems in den USA anzuschauen. Vor 1914 während der Zeit des »National Banking System« gab es zwölf sogenannte »Clearinghouses«, die die Funktion von Zentralbanken übernahmen und deren Mitglieder die regionalen Banken waren (vgl. Gorton 1985). Als Reaktion auf die Bankenkrise von 1907 wurde 1914 das Federal Reserve System (durch Federal Reserve Act) bestehend aus zwölf unabhängigen Zentralbanken geschaffen, die gegen Gold ihre eigene Währung herausgaben und dem Federal Reserve Board im Zentrum dieses Systems.³ Erst 20 Jahre später, nach der Großen Depression, wurde das Federal Reserve System zentralisiert und die FDIC gegründet, jedoch erst 1951 wurde durch den Treasury-Fed-Act die Fed zu der Zentralbank, wie wir sie von heute kennen. Zwischen 1934 und 1951 übernahm das Finanzministerium die Geldpolitik. Es ist nicht nur interessant, sich Vor- und Nachteile von zentralisierten versus dezentralisierten Systemen am Vorbild der USA anzuschauen, sondern auch wie lange es gedauert hat, bis sich das Federal Reserve System und die FDIC gebildet haben. Eine Bankenunion ist daher ein Zukunftsmodell, das sich noch über Jahre entwickeln wird.

Zusammenfassung

Die EU hat mit dem Beschluss zur europäischen Regulierung einen Schritt in Richtung Bankenunion gemacht, deren Auf- und Ausbau noch lange Zeit in Anspruch nehmen wird. Die Bankenunion ist daher auch kein Modell zur Krisenbekämpfung, sondern eher eine Weiterentwicklung und langfristigen Stabilisierung der EU. Es ist offensichtlich, dass dieses Projekt hoch auf der Agenda der EZB steht, da mit Vítor Constâncio und Yves Mersch gleich zwei Direktoriumsmitglieder die Verantwortung für das »Projekt Bankenunion« bekommen haben.

Literatur

Acharya, V., I. Drechsler und P. Schnabl (2012), »A Pyrrhic Victory? Bank Bailouts and Sovereign Credit Risk«, Working Paper.

Acharya, V. und S. Steffen (2011), »Analyzing systemic risk of the European banking sector«, in: J.-P. Fouque und J. Langsam (Hrsg.), *Handbook on systemic risk*, Cambridge University Press, Cambridge, UK, im Erscheinen.

³ Interessanterweise hatte Europa zu diesem Zeitpunkt eine monopolistische Zentralbankstruktur.

Acharya, V. und S. Steffen (2012), »The »Greatest« Carry Trade Ever? Understanding Eurozone Bank Risks«, Working Paper.

Brunnermeier, M. und H. Gersbach (2012), »True Independence for the ECB: Triggering Power – no more, no less«, *VoxEu*, online verfügbar unter: <http://www.voxeu.org/article/true-independence-ecb-triggering-power-no-more-no-less>.

Cai, J., A. Saunders, und S. Steffen (2012), »Syndication, interconnectedness and systemic risk«, Working Paper.

Constancio, V. (2012), »Towards a European Banking Union«, Lecture held at the Duisenberg School of Finance, Amsterdam, 7. September.

Gorton, G. (1985), »Clearinghouses and the Origins of Central Banking in the U.S.«, *Journal of Economic History* 42, 277–284.

Reinhart, C. und K. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Oxford und Princeton.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (2012), *Stabile Architektur für Europa – Handlungsbedarf im Inland, Jahresgutachten 2012/2013*, Wiesbaden.

Wie hoch man die Verluste einschätzt, die im Fall eines Auseinanderbrechens des Euro entstehen werden, hängt hauptsächlich von der Natur der mittlerweile gigantischen Target-Forderungen ab, die die Bundesbank im EZB-Abrechnungssystem akkumuliert hat.² De Grauwe und Ji (2012a) haben versucht, den Nachweis zu führen, dass solche Verluste nicht auftreten. Dazu verweisen sie hauptsächlich darauf, dass das Geld heutzutage Kunstgeld (Fiat Money) sei, das seinen Wert behalte, auch wenn die Bundesbank ihre Target-Forderungen verlöre. Dieser Artikel zeigt, warum sich diese Autoren irren und warum die Target-Salden echte Werte repräsentieren, die bei einem Untergang des Euro verlorengehen würden. Die Konsummöglichkeiten der Gesellschaft gehen tatsächlich im vollen Umfang der Target-Verluste zurück. Die Lasten liegen beim Staat und bei den Bürgern, deren Banken einen Teil der ihnen anvertrauten Ersparnisse zur Bundesbank getragen haben.



Prof. Dr. Dres. h.c.
Hans-Werner Sinn,
Präsident des Ifo Instituts

Die Frage nach der Höhe der möglichen Verluste ist nicht deshalb wichtig, weil ein solcher Verlust unmittelbar bevorsteht. Es geht nicht um eine Untergangsprognose. Vielmehr bezieht sie ihre Bedeutung aus dem möglichen Drohpotenzial solcher Verluste und der daraus entstehenden Bereitschaft der Überschussländer, umfangreichen Rettungsaktionen zuzustimmen, um den Vermögensverlust zu verhindern. Wie ich in meinem Buch die Target-Falle dargelegt habe (vgl. Sinn 2012b), entsteht daraus eine Rettungskaskade und eine Pfadabhängigkeit der Politik, die die jeweils nachfolgenden Rettungsschritte als alternativlos erscheinen lässt, doch die Gläubigerländer ihres Vermögens sukzessive beraubt und die Eurozone zum Schluss in einen Zustand führt, den keiner gewollt hat und der alles andere als friedensfördernd ist. Was manchem als akademischer Streit erscheinen mag, ist deshalb in Wahrheit von enormer Wichtigkeit für die Stabilität und Prosperität des europäischen Gemeinwesens.

Sinn und Wollmershäuser (2012a) befürchten, dass Finnland, die Niederlande, Luxemburg und Deutschland Gefahr laufen, die Target-Forderungen ihrer Notenbanken zu verlieren, sollte die Währungsunion auseinanderbrechen. De Grauwe und Ji (2012a) bestreiten die Existenz eines solchen Risikos aus folgenden Gründen:

- Wenn überhaupt, so ist das Risiko wegen der selbstverursachten Leistungsbilanzüberschüsse dieser Länder entstanden.
- In Wahrheit gibt es gar keine Verluste, weil alles Geld der Eurozone Kunstgeld (Fiat Money) ist, das seinen Wert un-

abhängig vom Wert der Aktiva der ausgebenden nationalen Notenbank hat.

- Ein Risiko gibt es nur, wenn ausländische Spekulanten ihr Geld auf Depositionen in den Kernländern übertragen und nach einem Zusammenbruch des Euro Wechselkursgewinne erzielen. Diese Gewinne können aber verhindert werden, wenn Depositionen in Auslandsbesitz vom Umtausch in die neue Währung ausgeschlossen werden.

Wie schon erläutert, ist das Fiat-Geld-Argument zentral für die Argumentation von De Grauwe und Ji. Sollte es stimmen, wäre die gesamte Diskussion um die Target-Forderungen hinfällig, und die vier genannten Länder müssten sich um ihre Target-Forderungen in Höhe von etwa 1 Billion Euro keine Sorgen machen. Die Target-Forderungen, die mittlerweile die bei wei-

¹ Dieser Artikel ist aus einem Vorläufer (vgl. Sinn 2012c) entwickelt, der im Internet-Portal VoxEU auf Englisch erschien.

² Zu den Target-Forderungen hat sich schon im Jahr 2011 eine kontroverse Diskussion ergeben, an der insbesondere auch im Internet eine mittlerweile kaum noch überschaubare Zahl von Personen teilgenommen hat. Die Diskussion wurde durch Beiträge von Sinn (2011a; 2011b; 2011c) sowie zwei Sinn und Wollmershäuser (2012a) vorausgehende Working-Paper-Fassungen vom Juni 2011 (CESifo WP 3500) und November (NBER WP 17626) 2011 ausgelöst. Zur Literaturdiskussion vergleiche man z.B. Tornell und Westermann (2012); Whelan (2012) und zwei Sonderhefte des Ifo Schnelldienstes vom 31. August 2011 sowie des CESifo Forum vom Januar 2012 mit Beiträgen von Sinn (2011d; 2012d), Schlesinger (2011; 2012), Kohler (2011; 2012), Blankart (2011; 2012), Neumann (2011; 2012), Bernholz (2011; 2012), Mayer, Möbert und Weistroffer (2011; 2012), Milbradt (2011; 2012), Homburg (2011; 2012a), Sell und Sauer (2011; 2012), Sauer (2011; 2012), Ulbrich und Lippner (2011; 2012), Fahrholz und Freytag (2011; 2012), Bindseil, Cour-Thimann und König (2011; 2012), Zeitler (2011; 2012), Reeh (2011; 2012), Tornell und Westermann (2012).

tem größten Einzelposten in den Bilanzen der Notenbanken des Eurosystems ausmachen, wären dann in der Tat irrelevante Salden, wie anfangs, vor der Kehrtwende durch ihren Präsidenten zu Beginn des Jahres 2012, sogar von der Bundesbank gemutmaßt worden war. Es wäre dann aber verwunderlich, dass Moody's vor kurzem in Betracht zog, die Bonität Deutschlands, der Niederlande und Luxemburgs unter explizitem Hinweis auf die Unsicherheit der Target-Forderungen herabzustufen.³

Ich zeige in diesem Artikel, dass sich nicht Moody's, sondern De Grauwe und Ji geirrt haben, und zwar in allen drei Punkten. Ihre Argumentation trifft im Fall eines Zusammenbruchs des Euro für die Beurteilung der Target-Verluste nicht zu. Um dies zu zeigen, stelle ich zunächst noch einmal kurz die Natur der Target-Ungleichgewichte dar, wie sie bei Sinn und Wollmershäuser (2012a) erklärt ist, bevor ich auf die Einwände von De Grauwe und Ji eingehe. Einige meiner Kommentare im Abschnitt zum Fiat-Geld betreffen auch ein neues Paper von Buiters und Rahbari (2012b), das ich kurz ansprechen werde.

Wie die Target-Salden entstanden sind

Target-Salden entstehen, wenn sich die internationalen Überweisungen in der Eurozone nicht aufheben. Die Notenbank eines Landes bittet die Notenbank eines anderen Landes, an ihrer Stelle Überweisungen an die Empfänger von Zahlungen durchzuführen und bezieht von ihr insofern Kredit. Umgekehrt bittet die Notenbank des zweiten Landes jene des ersten, eine ähnliche Dienstleistung für sie auszuführen. Heben sich die Zahlungen auf, ist die Zahlungsbilanz im Gleichgewicht. Tun sie es nicht, entsteht ein Saldo, der unter dem Namen Target in den Bilanzen der beteiligten Notenbanken verbucht wird, weil Target der Name des europäischen Zahlungsverkehrssystems ist. Da die Überweisungen durch reale und finanzwirtschaftliche Transaktionen entstehen, gleicht der Target-Saldo der Summe aus dem Leistungsbilanzsaldo und dem Saldo der Bilanz des kurz- und langfristigen Kapitalverkehrs.

Aber der Target-Saldo misst noch mehr als nur die Nettoüberweisungen über die Landesgrenzen. Da die Nettoüberweisungen für sich genommen die lokale Zentralbankgeldmenge verändern und einer Wirtschaft Transaktionsmittel entziehen oder zuführen, gehen sie, wie Sinn sowie Sinn und Wollmershäuser (2012a) gezeigt haben, Hand in Hand mit einer gegenläufigen Veränderung des Teils der Zentralbankgeldmenge, der durch Refinanzierungskredite geschaffen

wird. In dem Land, das netto Überweisungen in Auftrag gibt, steigt der Bestand an Refinanzierungskrediten der Notenbank, und in dem anderen Land, dessen Notenbank die Aufträge ausführt, verwenden die Geschäftsbanken die überschüssige Liquidität zur Tilgung der von ihrer Notenbank bezogenen Refinanzierungskredite. Die Target-Defizite der Krisenländer messen insofern indirekt auch eine riesige Verlagerung der Refinanzierungskredite, die den ausgefallenen Kapitalimport bei der Finanzierung von Leistungsbilanzdefiziten sowie in einigen Fällen auch eine offene Kapitalflucht ersetzt hat. Letztlich messen also die Target-Schulden eines Landes den von der dortigen Notenbank über die Eigenversorgung mit Liquidität hinaus geschaffenen Geldbestand, der dazu diente, in anderen Ländern Waren zu kaufen, Investitionen zu tätigen und Auslandsschulden zu tilgen, wobei, wie Sinn und Wollmershäuser (2012b) gezeigt haben, die Tilgung insbesondere den Rückgang von Interbankenkrediten betraf.

Auf Grundlage der manchmal etwas konfusen und inhomogenen Informationen, die die Zentralbanken der Euroländer und der IWF zur Verfügung stellen, errechneten Sinn und Wollmershäuser (2012a) den ersten umfassenden Target-Panel-Datensatz, der die Target-Salden aller Euroländer im Zeitablauf darstellt. Die EZB selbst griff bei der ersten Veröffentlichung der Daten im Herbst des Jahres 2011 auf die dabei verwendete Methode zurück (vgl. Fußnote 5 in Europäische Zentralbank 2011).

Um die Target-Salden ranken sich in der Literatur heutzutage unterschiedliche semantische Darlegungen, die verwirren, weil das eine Mal die Rolle der Target-Kredite bei der Finanzierung von Leistungsbilanzsalden betont wird und das andere Mal ihre Rolle beim Ersatz der Kapitalflucht. Es gibt aber keinen wirklichen Widerspruch zwischen diesen Interpretationen, es sei denn man verengt sie bis zur Absurdität. Fest steht jedenfalls, dass die EZB-Politik die Kapitalflucht aus den südlichen Ländern kompensiert, wenn nicht sogar verursacht hat, denn sie ersetzte den kostspieligen Interbankenkredit durch billigen Kredit von der lokalen elektronischen Druckerpresse und ermöglichte so das Fortbestehen der strukturellen Leistungsbilanzdefizite, die anderenfalls schwierig zu finanzieren gewesen wären.

Da die Geschäftsbanken der Überschussländer das Kapital, das sie aus den Defizitländern abgezogen hatten bzw. nicht mehr dort hinschickten, zu ihren Zentralbanken trugen, gab es dort anders, als man es vielleicht vermuten könnte, bislang keine Inflationstendenzen. Die Refinanzierungspolitik der EZB, die die Salden ermöglicht, ist deshalb ein purer fiskalischer Kredittransfer, der einem offiziellen zwischenstaatlichen Kredittransfer gleicht.

Die Politik hatte zur Zeit der Lehman-Krise ihre Berechtigung. Aber mittlerweile setzt sie die allokativen Funktion des Kapi-

³ »Moody's Changes the Outlook to Negative on Germany, Netherlands, Luxembourg and Affirms Finland's Aaa Stable Rating«, online verfügbar unter: http://www.moodys.com/research/Moodys-changes-the-outlook-to-negative-on-Germany-Netherlands-Luxembourg--PR_251214?lang=de&cy=ger.

talmarkts außer Kraft, denn der Kredit aus der elektronischen Notenpresse unterbietet in Südeuropa den Marktkredit, indem sich die EZB mit niedrigeren Zinsen begnügt, als der Kapitalmarkt es bei gleichen Sicherheiten und gleicher Laufzeit tut. Die fehlende Besicherung der Target-Salden hatte Bundesbankpräsident Weidmann in einem Brief an den EZB-Präsidenten Mario Draghi im Februar 2011 kritisiert (vgl. Ruhkamp 2012). Durch die Unterbietung des Kapitalmarktes werden die Sparer der kapitalexportierenden Länder eines Teils ihrer Zinsen beraubt, was nicht zuletzt die Lebensversicherer in Schwierigkeiten bringt, und vor allem wird zu viel Kapital in falsche Verwendungen gelenkt, was Wachstums- einbußen in der Eurozone zur Folge hat. Die Politik ist zudem mit hohen Risiken für die Gläubigerländer verbunden, weil sie marktfähige Forderungen gegen bloße Target-Buchforderungen ersetzt. Geht ein Schuldnerland in Konkurs und verlässt es die Eurozone, teilen sich die im Eurosystem verbleibenden Länder die entstehenden Verluste aus den Abschreibungen der Target-Forderungen nach ihren Kapitalanteilen. Zerbricht gar der Euro, dann müssen die Target-Gläubigerländer mit dem Verlust ihrer Forderungen rechnen, weil sich diese Forderungen gegen ein System richten, das es dann nicht mehr gibt. Soweit die Analyse von Wollmershäuser und Sinn.

Exogene Leistungsbilanzen?

De Grauwe und Ji (2012a) knüpfen genau hier an, indem sie sich auf den Fall eines Auseinanderbrechens der Eurozone konzentrieren. Wenn überhaupt, so entstehe ein Risiko aus der Größe des Nettoauslandsvermögens der nördlichen Euroländer, das aus früheren Leistungsbilanzüberschüssen resultiert, nicht aber aus der Beschaffenheit dieses Vermögens. Weil die Leistungsbilanzüberschüsse »völlig der ... eigenen Entscheidung« der nördlichen Länder zu verdanken seien und nicht von der Refinanzierungspolitik der EZB und den daraus entstehenden Target-Salden abhängen, gebe es keinen Grund für diese Länder, sich zu beklagen.

Die Sachlage ist aber etwas anders, als die Autoren sie darstellen. Die Leistungsbilanzdefizite sind in der Zeit entstanden, als die Südländer durch den Euro leichten Zugang zu den internationalen Finanzmärkten hatten, und sie wurden während der Krise nur sehr langsam abgebaut, weil die EZB den privaten Kapitalstrom durch billigen Refinanzierungskredit ersetzt hat. Insofern sind die Leistungsbilanzdefizite nicht von der Politik der EZB unabhängig.

Hätte die EZB eine restriktivere Refinanzierungspolitik verfolgt und weiterhin hohe Sicherheitsstandards von den südlichen Euroländern verlangt, anstatt die Anforderungen an die zu hinterlegenden Sicherheiten auf das Ramschniveau zu senken, hätte dies einen geringeren Fluss an Refinanzie-

rungskredit an die Banken der Defizitländer, geringere Target-Verbindlichkeiten, höhere Zinsen in diesen Ländern, weniger Kapitalflucht und vielleicht sogar einen weiterhin bestehenden privaten Kapitalimport, weniger Investitionen und Staatskonsum, und somit geringere Leistungsbilanzungleichgewichte zwischen den Ländern der Eurozone bedeutet. Wie man auch immer die Politik der EZB bewerten mag: Die Höhe der Leistungsbilanzüberschüsse und der Nettoauslandsvermögen der nördlichen Länder ist nicht nur ein Resultat der Entscheidungen dieser Länder selbst, wie es De Grauwe und Ji (2012a) behaupten.

Damit soll nicht gesagt werden, Leistungsbilanzdefizite und Target-Defizite seien positiv korreliert, wie es einige Ökonomen Sinn und Wollmershäuser (2012) unterstellen. Im Gegenteil, in dem Maß wie die EZB die Anpassung der Leistungsbilanzdefizite verlangsamt und verhindert hat, hat sie die Korrelation verringert, möglicherweise sogar auf null getrieben und stattdessen eine stark negative Korrelation zwischen privaten Kapitalimporten und Target-Defiziten entstehen lassen, wie sie Sinn und Wollmershäuser (2012a; 2012b) beschreiben. Zu sagen, dass die EZB die Leistungsbilanzdefizite der Krisenländer in der Krise finanziert hat, heißt eben nicht zu sagen, dass es vorher keine solche Defizite gab, sondern nur, dass diese Defizite nicht mehr vom privaten Kapitalmarkt finanziert wurden. Schon in meinem ersten Artikel zur Erläuterung des Sachverhalts habe ich deshalb von einer »Kreditersatzpolitik« der EZB gesprochen (vgl. Sinn 2011b).

Selbst wenn De Grauwe und Ji (2012a) mit ihrer Behauptung Recht hätten, dass nur das Nettoauslandsvermögen, und folglich die akkumulierten Leistungsbilanzungleichgewichte, für ein Zerfallsrisiko von Bedeutung seien, zeigen die Target-Salden dennoch ein solches Risiko an. Denn ohne den öffentlichen Kapitalfluss von den nördlichen Euroländern in die südlichen, der durch diese Salden gemessen wird, wäre der gesamte Kapitalfluss in diese Richtung kleiner gewesen.

Ich mache diesen Punkt hier vor allem aus grundsätzlichen Erwägungen, nicht um damit zu sagen, dass die EZB im Herbst 2008 auf dem Höhepunkt der Lehman-Krise auf die Vergabe der Sonder-Refinanzierungskredite, die sich in Target-Salden niederschlugen, hätte verzichten sollen. Dass sie damals richtig gehandelt hat, habe ich immer wieder betont. Meinungsunterschiede bei der Beurteilung der Sachlage gibt es nur für die nachfolgenden Jahre. Da hätte man von der EZB insbesondere gegenüber Ländern wie Griechenland und Portugal mehr Zurückhaltung erwarten können, um den Prozess der realen Abwertung eher einzuleiten und die Leistungsbilanzsalden dieser Länder früher zu reduzieren, auch unter Inkaufnahme der Möglichkeit eines Austritts aus der Währungsunion. Die Bundesbank hat im Frühjahr 2010 einen solchen Kurs intern gefordert, drang damit aber nicht

durch. Hätte sich die Bundesbank durchgesetzt, hätte die Eurozone heute ein Problem weniger.

Die Beschaffenheit des Portfolios ist von Bedeutung

Das ist aber nur ein minder wichtiger Kritikpunkt an der Analyse von De Grauwe und Ji (2012a). Die Ansicht, die Zusammensetzung des Nettoauslandsvermögens eines Landes sei irrelevant für die Beurteilung des Zerfallsrisikos der Eurozone, ist an sich schon falsch. Wäre sie korrekt, könnte das Risiko einer Bilanz durch die Differenz zwischen ihren Aktiva und Verbindlichkeiten gemessen werden, während die Sicherheit der Aktiva selbst keine Rolle spielt.

Die Autoren übersehen, dass sich ein Zerfall des Euro sowohl auf die verschiedenen Arten von Auslandsvermögen als auch für die einheimischen Eigentümer dieses Vermögens unterschiedlich auswirken würde. Betrachten wir ein Überschussland wie die Niederlande, das in der gleichen Position ist wie Deutschland. Niederländische Vermögensbesitzer halten ausländische Eigentumstitel wie Bankobligationen, Staatspapiere, Unternehmensanteile oder Eigentum an ausländischen Immobilien. Wenn der Euro zerfällt, bleiben diese Eigentumstitel erhalten und sind gesetzlich garantiert. Natürlich gibt es ein Wechselkursrisiko, aber im Prinzip wird die Gültigkeit dieser Eigentumstitel nicht in Frage gestellt. Im Gegensatz dazu ist der Wert der holländischen Target-Forderungen, die die holländische Notenbank, und damit die Niederlande als Staat, gegenüber dem EZB-System hat, von der Existenz der EZB abhängig.

Im Fall des Auseinanderbrechens der Währungsunion und eines Konkurses der Target-Schuldner gibt es keine rechtliche Basis für die Target-Forderungen, und die Niederlande hätte eine Forderung gegenüber einem System, das nicht mehr länger existiert. Weder die EZB-Satzung noch der Maastricht-Vertrag enthalten irgendwelche Regelungen, wie in einem solchen Fall zu verfahren ist. Sollte der Euro zerfallen, wird es vermutlich eine Nachfolgeinstitution geben, die das EZB-Eigenkapital übernehmen wird, gegenwärtig etwa 31 Mrd. Euro. Die Niederlande wird sich dann mit Deutschland, Finnland und Luxemburg, die im Moment zusammen Target-Forderungen von etwa 1 000 Mrd. Euro halten, dieses Eigenkapital teilen müssen. Aller Voraussicht nach wird der Löwenanteil dieser Target-Forderungen verlorengehen, während marktfähige Eigentumstitel rechtlich garantiert sind und damit ihren Wert behalten. Diese vier Länder werden zwar ihre früheren Partner aus der Eurozone auffordern, die Verluste mitzutragen, aber die werden sich wahrscheinlich darauf berufen, dass es selbst in den Überschussländern Stimmen gab, die die Salden als irrelevante statistische Restposten deklariert haben, und genug Ökonomen aus den Defizitländern werden diese Ansicht verteidigen, vielleicht so-

gar unter Berufung auf die im Folgenden diskutierte Fiat-Geld-Interpretation.

Für die Höhe des Risikos, das Holland trägt, ist es deshalb nicht irrelevant, dass über den Weg der großzügigen EZB-Refinanzierungspolitik, die die Marktkondition unterbietet, marktfähige Forderungen der holländischen Banken in Forderungen dieser Banken gegen die holländische Notenbank umgewandelt wurden, die selbst wiederum durch Forderungen dieser Notenbank gegenüber dem EZB-System verwandelt wurden. Nichts könnte falscher sein als diese Ansicht.

Die Rolle Frankreichs und das Umpacken der Kredite

In einem nachgeschobenen Artikel, der auf meine Replik antwortet (vgl. De Grauwe und Ji 2012b), bekräftigen De Grauwe und Ji ihre Sicht, dass die Target-Forderungen nur ein »Umpacken« der schon durch die Leistungsbilanzsalden entstandenen Risiken bedeute, von dem Deutschland profitiere. Mit dem Begriff »Umpacken« an sich geben sie eine korrekte Darstellung des Sachverhalts, denn in der Tat ist die Leistungsbilanz träge, so dass die dadurch entstehenden Schuldverhältnisse mit dem Aufkommen der Target-Salden im Wesentlichen nur noch umgeschichtet werden. Das ist ja der Kern dessen, was ich, wie erwähnt, als »Kreditersatzpolitik« bezeichnet habe. Der private Kapitalimport wird durch den öffentlichen Kapitalimport der Krisenländer ersetzt.

Das Umpacken der Kreditforderungen ist indes auch deshalb kein Vorteil für Überschussländer wie Deutschland oder Holland, weil ein erheblicher Teil der marktfähigen Vermögenstitel, die das holländische und deutsche Auslandsvermögen ausmachten, vor der Finanzkrise Forderungen gegenüber Ländern mit hoher Kreditwürdigkeit waren. Bekanntlich haben holländische und deutsche Banken französischen Banken Kredit gewährt, den diese dann an Banken in Südeuropa verliehen haben. Obwohl Frankreich ein negatives Auslandsvermögen aufweist, haben französische Banken nach der Statistik der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich erheblich mehr in den von der Krise betroffenen Ländern investiert als deutsche Banken. Nach Informationen der BIZ lag Ende März 2010 das Exposure der französischen Banken gegenüber dem Staatssektor der Krisenländer (Griechenland, Irland Portugal und Spanien) bei 155% des Exposures der deutschen Banken, und relativ zum BIP gerechnet lag es gar bei 195%, was also praktisch doppelt so groß (vgl. Bank for International Settlements 2010, 16). Während der Krise zogen sich die französischen Banken aus den südlichen Ländern zurück, da sie dort Zusammenbrüche von Banken und Staaten erwarteten bzw. mit den Refinanzierungskrediten der lokalen Notenbanken nicht

mehr konkurrieren konnten. Da sie weniger Geld ausliehen, benötigten sie auch weniger Geld von den holländischen und deutschen Banken und reduzierten ihre Kreditaufnahme entsprechend. Die Banken dieser Länder wiederum platzierten ihre Anlagen stattdessen bei ihren jeweiligen Zentralbanken bzw. fragten dort weniger Refinanzierungskredit nach. Der doppelte Rückzug von Kapital (von Südeuropa nach Frankreich und von Frankreich nach Holland und Deutschland) ließ zwar die französischen Target-Salden größtenteils unverändert, erzeugte aber in Holland und Deutschland hohe Target-Forderungen und in den südlichen Ländern hohe Target-Verbindlichkeiten.

Letztendlich wurden in Holland und Deutschland marktüblich verzinst private Forderungen an das französische Bankensystem durch zusätzliche Forderungen der holländischen und deutschen Nationalbanken an die EZB ersetzt, denen im Innenverhältnis dieser Länder zusätzliche Schulden der nationalen Notenbanken bei den privaten Geschäftsbanken oder verminderte Kreditforderungen gegenüber diesen Banken gegenüberstanden. Das war aus der Sicht der Niederlande und Deutschlands sicherlich keine Umverteilung des Vermögenportfolios, die das nationale Risiko bei einem Zerfall des Euro für diese Länder insgesamt reduziert hätte.

Davon abgesehen war es in jedem Fall eine Umverteilung, mit der den internationalen Eigentümern der Banken das Risiko genommen und den nationalen Steuerzahlern ein zusätzliches Risiko aufgebürdet wurde. Sowohl im Hinblick auf die internationale Verschachtelung der Kreditforderungen als auch im Hinblick auf die Unterscheidung zwischen Bankeigentümern und Steuerzahlern ist die Behauptung von De Grauwe und Ji, dass Deutschland für das Umpacken der Forderungen, wie es durch die Interventionen der EZB ermöglicht wurde, dankbar sein müsse, nicht korrekt. Die Art, wie Europa seine Schuldenkrise bewältigt, hat gewaltige Implikationen für die Vermögensverteilung zwischen den Ländern und innerhalb der Länder, und man kann wohl sagen, dass der gewählte Weg einerseits den französischen Banken und andererseits ganz generell den Gläubigern der Südländer zu Lasten der Steuerzahler der noch gesunden Länder hohe Lasten aufbürdet.

Target-Salden sind kein Gold, sie sind noch nicht einmal goldbesichert

Das Risiko, das durch die Target-Salden entsteht, kann auch durch einen Vergleich der Eurozone mit dem Bretton-Woods-System der fixen Wechselkurse, das bis 1973 galt, verdeutlicht werden. In diesem System gab es ebenfalls signifikante Zahlungsbilanzungleichgewichte, die zu erheblichen zwischenstaatlichen Geldströmen führten. Sie waren der heutigen Veränderung der Target-Salden ähnlich.

Die Zahlungsbilanzüberschüsse, die Länder wie Frankreich oder Deutschland gegenüber den USA akkumuliert hatten, bedeuteten, dass sich Dollars oder auf Dollar laufende Schuldverschreibungen in der Banque de France und der Bundesbank anhäuferten. Bekanntlich fand das Bretton-Woods-System sein Ende, als Charles de Gaulle 1968 von den USA verlangte, die Dollars, die in der Banque de France lagerten, in Gold umzutauschen, und die USA befürchteten, dass andere Länder es den Franzosen nachtun würden. Da sie nicht genug Gold besaßen, um die ausstehenden Dollars der ganzen Welt zu konvertieren, hoben sie die Konvertibilität auf und ließen das System damit kollabieren (vgl. Kohler 2011; 2012).

Wichtig ist dabei der wenig bekannte Aspekt, dass die Zahlungsbilanzungleichgewichte zwischen den europäischen Mitgliedern des Bretton-Woods-Systems im Gegensatz zu den Ungleichgewichten zwischen Europa und den USA mit Gold ausgeglichen wurden. Wenn sich z.B. bei der Bundesbank netto Franc-Bestände ansammelten, weil Franzosen in Deutschland mehr Güter kauften, als sie Kredit von dort bezogen, hatte die Bundesbank das Recht, den Umtausch der Franc-Bestände zur offiziellen Parität gegen Dollar oder Gold zu verlangen. Da aber der Marktpreis des Goldes unter der offiziellen Dollar-Gold-Parität lag, zog es Frankreich vor, die zurückgegebenen Franc-Bestände gegen Gold statt gegen Dollar einzutauschen. Und so war es auch in der Beziehung Deutschlands mit anderen europäischen Ländern des Bretton-Woods-Systems (vgl. Neumann 1998).

Die Bundesbank hatte zu dieser Zeit einen Goldschatz von 3 600 Tonnen akkumuliert, der bis auf eine EZB-Einlage in Höhe von 6% immer noch in ihrem Besitz ist und ihren einzigen Goldschatz bildet. Das Gold hat heutzutage einen 19-mal höheren Wert als zur Zeit des Endes des Bretton-Woods-Systems im Jahr 1973.

In der Eurozone hat die Bundesbank für ihre Zahlungsbilanzüberschüsse kein Gold, sondern nur Target-Forderungen akkumuliert, bloße Buchforderungen gegen das EZB-System, hinter denen ein Überschuss an Refinanzierungskrediten an die Banken Südeuropas steht, also Refinanzierungskredite, die nicht der lokalen Geldversorgung, sondern dem Nettoerwerb von Gütern und Vermögensobjekten sowie der Schuldentilgung in anderen Ländern der Eurozone diene. Zu diesem Überschuss konnte es nur kommen, weil die EZB ihre Bonitätsstandards für die Pfänder, die sie in Zahlung nahm, laufend gesenkt hat, was Bundesbankpräsident Weidmann, wie schon erwähnt, kritisiert hatte. Die Refinanzierungskredite und die Target-Salden werden gegenwärtig gerade einmal mit 0,75% verzinst, was noch nicht einmal die Inflationsrate ist. Die Zentralbanken Luxemburgs, der Niederlande und Finnlands sind in einer ähnlichen Lage.

Bei Zahlungen innerhalb der USA war die Situation bis 1913 die gleiche wie im Bretton-Woods-System oder wie bei einem klassischen Goldstandardsystem. Zahlungsbilanzungleichgewichte zwischen Geschäftsbanken wurden in der Regel mit physischen Goldtransfers ausgeglichen, die, wie wir es von alten Westernfilmen kennen, nicht ohne Risiko waren. Um den Ausgleich zu erleichtern, führten die USA 1914 das Federal Reserve System ein, das aus zwölf Distrikten mit ihren jeweils eigenen »District Feds« besteht. Der Vorteil dieses Systems war, dass der Ausgleich mittels eines einfachen Übertragens von Eigentumstiteln an goldbesicherten Wertpapieren in einem föderalen Clearingportfolio erfolgte, ohne dass man Gold physisch transportieren musste. Später in den 1930er Jahren wurden die goldbesicherten Wertpapiere durch Staatspapiere erweitert, und 1975, nach dem Ende des Bretton-Woods-Systems, ging man dazu über, die Goldzahlungen generell durch die Umbuchung von Eigentumsanteilen nebst entsprechender Zinsen an dem Offenmarktportfolio des Fed-Systems zu realisieren. Weil die transferierten Eigentumsanteile marktüblich verzinst sind, hat die District-Fed keinen Anreiz, mehr als den ihr zustehenden Anteil an der Geldmenge zu schöpfen und zu verleihen. Die Gewinne der District-Feds, die über eine Verzinsung ihres Stammkapitals hinaus erzielt werden, werden zwar an den Staatshaushalt der USA abgeführt, aber die Gewinne sind nach Abzug der lokalen Kosten definiert, die eine Vielzahl lokaler Annehmlichkeiten wie insbesondere auch die lokalen Gehälter der Mitarbeiter der District-Feds enthalten, die sich sehr stark unterscheiden. Deshalb ist auch bis heute in den USA nie ein den Target-Salden ähnliches Problem entstanden (vgl. Sinn 2012a; Sinn und Wollmershäuser 2012, Abb. 9).

Die Target-Salden der USA heißen Interdistrict Settlement Accounts (ISA). Sie werden jeden April nach einer Formel ausgeglichen, die üblicherweise einige, aber nicht alle Ungleichgewichte beseitigt. Während der Krise erhöhte sich die Bruttosumme der ISA-Salden auf ein Maximum von 2,9% des USA-BIP. Der Ausgleich, ebenso wie die lokalen Reduktionen des Geldangebots zur Erhöhung der Zinsen, die Kapital von anderen Distrikten attrahierten, hat aber mittlerweile die Bruttoforderungen auf 0,9% des USA-BIP oder 133 Mrd. US-Dollar reduziert (Stand: 2. Januar 2013). Im Gegensatz dazu (Stand: Oktober/November/Dezember 2012) beliefen sich die Brutto-Target-Forderungen auf 10,2% des BIP der Eurozone oder 963 Mrd. Euro (vgl. Sinn 2012b). Wäre die Eurozone so aufgebaut wie das Bretton-Woods-System oder das US-Federal-Reserve-System, würden diese Target-Forderungen in Gold oder marktüblich verzinsten Vermögenstitel umgewandelt. Nach den neuesten Zahlen, die zur Zeit des Schreibens dieses Beitrages zur Verfügung stehen, hätte die Bundesbank in einem solchen Fall Anspruch auf ein Vermögen in der Höhe von 656 Mrd. Euro (Stand: Dezember 2012), die Nederlandsche Bank auf ein Vermögen in der Höhe von 119 Mrd. Euro (Stand: Novem-

ber 2012), die Banque Centrale du Luxembourg auf ein Vermögen in der Höhe von 112 Mrd. Euro (Stand: Oktober 2012), die Suomen Pankki auf ein Vermögen in der Höhe von 76 Mrd. Euro (Stand: Oktober 2012) und die Eesti Pank auf ein Vermögen in der Höhe von 0,1 Mrd. Euro (Stand: Oktober 2012).

Der Vorteil der Umwandlung der Target-Forderungen in marktfähige Vermögenstitel liegt darin, dass diese Titel grundsätzlich ihren Wert behalten, sollte der Euro untergehen, während sich die Target-Forderungen gegen ein System richten, das es dann nicht mehr gibt, und insofern wohl abzuschreiben sind. Sicherlich hätte dies einen Einfluss auf die Bereitschaft der Überschussländer, dem Verlangen nach immer mehr Rettungsaktionen nachzugeben. Die Target-Falle, die Pfadabhängigkeit der Politik, nach der jeder weitere Rettungsschritt als alternativlos erscheint, könnte dann nicht zuschnappen.

Fiat-Geld schützt nicht gegen Target-Verluste

Ich komme nun zum Hauptargument von De Grauwe und Ji (2012a), dem Hinweis auf das Fiat-Geld. Mit Fiat-Geld bezeichnet man Geld, das als Papier oder bloße Zahlen in einem Kontensystem selbst keinen stofflichen Wert hat und nur durch die gesetzliche Definition zu diesem Wert gelangt. Heute ist das Geld praktisch überall auf der Welt Fiat-Geld. Obgleich Fiat-Geld nicht verzinst wird, wird es gehalten, weil es einen Nutzen in Form von Liquiditätsdiensten bringt, deren Wert den entgangenen Zinsen entspricht. Der Barwert dieser Liquiditätsdienstleistungen ist identisch mit dem Wert des Geldes selbst. Das Fiat-Geld ist wegen seines Nutzens bei den Transaktionen trotz seiner wertlosen stofflichen Substanz ein reales Vermögen, und der ökonomische Wert der Passivseite der Bilanz einer Zentralbank (für die private Wirtschaft!) ist unabhängig vom Wert des Vermögens, das sie hält. Die Zentralbank könnte ihre Aktiva verlieren, ohne den Wert des Geldes zu reduzieren. Dies alles wird von den Autoren richtig dargelegt.

Das heißt aber nicht, wie De Grauwe und Ji (2012a) behaupten, dass die Zentralbank und damit der Staat keinen Wertverlust erleiden würde, wenn die Aktiva zerstört würden.⁴ Immerhin hat die Notenbank für das selbstgedruckte Geld Aktiva erworben, die der Notenbank laufend Zinseinnahmen verschaffen, den sogenannten Seignorage, der den Hauptteil ihrer Gewinne erklärt, die sie regelmäßig an den Staatsetat abführt. In der Eurozone stammen die wichtigsten Zins-

⁴ Um die Autoren zu zitieren: »In the fiat money system we live in, the Bundesbank could destroy all its assets without any effect on the value of the money base – as long as people continued to trust the Bundesbank to maintain price stability.« (»Im Fiat-Geld-System, in dem wir leben, könnte die Bundesbank ihr gesamtes Vermögen zerstören ohne irgendwelche Effekte auf den Wert des Geldes – so lange die Leute der Bundesbank vertrauen, dass sie die Preisstabilität erhalten kann.«)

einnahmen aus den Refinanzierungskrediten, die die nationalen Notenbanken den Geschäftsbanken ihres Hoheitsgebiets gewähren. Der Barwert der Zinsen, die die Geschäftsbanken an die Notenbanken zahlen, entspricht dem Wert der Refinanzierungskredite. Würden die Forderungen der Zentralbanken an die Geschäftsbanken gestrichen, würde man den Strom der Zinsen eliminieren, und die Zentralbanken würden ärmer, obwohl der Wert, den das Geld für die private Wirtschaft hat, unverändert bliebe.

Selbst wenn die Zentralbanken das von ihnen ausgegebene Geld in ihrer Bilanz als Schulden verbuchen müssen, sind im gleichen Umfang verzinsliche Aktivposten entstanden.⁵ Insofern repräsentiert die Geldmenge in der Tat ein echtes Vermögen, auf das die Notenbank einen Anspruch hat, ähnlich wie der Immobilienkredit einer Bank ein echtes Vermögen der Bank ist, dessen Pendant der Zinsrückfluss des Bauherrn ist. Und man kann sogar argumentieren, dass das Recht einer Zentralbank, in der Zukunft, bei wachsender Wirtschaft, noch mehr Geld zu schöpfen und mit dem neu gedruckten Geld Vermögen zu erwerben, ein noch nicht realisiertes Eigenkapital ist, das ihre Schuldentragfähigkeit erhöht, eine Sichtweise, die aus einem früheren Beitrag von Wenger (1997) abgeleitet werden kann und vor kurzem von Buiter und Rahbari (2012 a; 2012b sowie Homburg 2012b) hervorgehoben wurde. Das alles bedeutet jedoch nicht, dass es einer Notenbank gleichgültig sein kann, ob sie ihre Aktiva oder auch nur einen Teil davon verliert. Es überrascht, dass dieser einfache, aber entscheidende Punkt anscheinend von so vielen Autoren übersehen wird.

Das Vermögen der Zentralbank steht für den Strom der Zinsrückflüsse von den Geschäftsbanken zur Zentralbank. Der Barwert dieses Stroms ist das Seignorage-Vermögen der Zentralbank und damit des Staates, dem diese Zentralbank gehört. Wird es reduziert, tragen Steuerzahler und Rentner die Last.

In einer normalen Situation, wie sie in der Eurozone bis 2007 vorherrschte, ohne Target-Ungleichgewichte bestehen die Aktiva einer Zentralbank in erster Linie aus zinstragenden Forderungen, die aus Refinanzierungskrediten resultieren, die den Geschäftsbanken im eigenen Land gewährt wurden, oder aus Wertpapieren, die die Notenbank von ihren eigenen Geschäftsbanken gekauft hat. Die Zinsen fließen von den einheimischen Geschäftsbanken und ihren Kreditkunden in den großen Topf der EZB und von dort zurück gemäß den Kapitalanteilen, die der Landesgröße entsprechen, an die nationalen Notenbanken und dann an den Staat. In einem symmetrischen Gleichgewicht, in dem eine jede Notenbank einen ihrem Kapitalanteil entsprechenden Anteil der Geldmenge des Eurosystems ausgibt, erhält jede Noten-

bank genau wieder die Zinsen zurück, die sie selbst bei ihren Geschäftsbanken eingesammelt hat.

Die Target-Salden begannen nach dem Ausbrechen der Finanzkrise im Sommer 2007 zu steigen, weil der für die peripheren Länder wegbrechende Kapitalzustrom mit der (elektronischen) Notenpresse kompensiert wurde. Die Notenpresse wurde quasi von den Kernländern an die Peripherie verliehen. Damit wurden auch die Forderungen des EZB-Systems gegenüber den Geschäftsbanken vom Kern in die Peripherie verlagert. Heute kommen praktisch die gesamten Zinseinnahmen des EZB-Systems aus den sechs Krisenländern Griechenland, Irland, Portugal, Spanien, Italien und Zypern. Wegen der Vergemeinschaftung des Seignorage im EZB-System ist diese Verlagerung der Zinsquelle irrelevant, solange der Euro existiert. (Es gibt allerdings insofern schwerwiegende Nachteile für die kapitalexportierenden Länder, als der Wettbewerb der Druckerpresse die Zinsen unter ihr Marktniveau drückt und sie keine risikoadäquaten Zinsen mehr erwirtschaften können.)

Bricht der Euro jedoch auseinander und werden die Target-Forderungen nicht als Schulden akzeptiert, oder können die Target-Schuldner ihre Schulden nicht zurückzahlen, und die Target-neutralen Länder lehnen es ab, die Verluste zu teilen, dann fließen die Zinseinnahmen, die die Krisenländer bei ihren Geschäftsbanken einsammeln, nicht mehr länger in einen gemeinsamen Pool, und die Überschussländer verlieren ihre Target-Forderungen. Der Verlust an Seignorage-Vermögen für die Überschussländer ist dann exakt so groß wie ihre Target-Forderungen.⁶ Dies ist vollkommen unabhängig von dem Fiat-Geld-Charakter, auf den sich De Grauwe und Ji (2012a) berufen, und auch unabhängig von der Schuldentragfähigkeit der EZB oder der Bundesbank, die von Buiter und Rahbari betont wurde.

Es ist gleich, wem die Geschäftsbanken das Geld leihen, das sie sich von ihren Zentralbanken geborgt haben, seien es private Kunden oder nationale Regierungen. Und es spielt auch keine Rolle, ob die Geschäftsbanken hohe Sicherheiten bei ihren nationalen Zentralbanken hinterlegen oder nicht. Die Geschäftsbanken, und nicht ihre Kunden, sind verantwortlich für die Zinszahlungen an ihre Zentralbanken, und wenn diese Zentralbanken ihre Target-Verbindlichkeiten nach einem Zerfall der Eurozone nicht anerkennen, werden die Zentralbanken der Target-Überschussländer den Verlust erleiden. Da die Notenbanken der Überschussländer ihre rechtlichen Beziehungen zu den Geschäftsbanken der Defizitländer verlieren, weil der Euro zerbricht, müssen sie sich mit den Target-Forderungen gegen die Notenbanken der Defizitländer zufrieden geben und

⁵ Zur Diskussion dieses Sachverhalts in Zusammenhang mit der Euroeinführung vgl. Sinn und Feist (1999).

⁶ Diese Aussage ist unabhängig von der Veränderung des Zinssatzes, denn der Barwert der Zinsen und Tilgungsleistungen aus einer Forderung ist immer gleich dem aktuellen Wert dieser Forderung, egal wie sich die Zinsen ändern und wie getilgt wird.

einen Wertverlust in Höhe dieser Forderungen auf sich nehmen, wenn die Notenbanken der Defizitländer diese Forderungen nicht anerkennen. Dies ist ein wirklicher Verlust an Zinsen, die ausländische Geschäftsbanken zahlen müssten, unabhängig davon, wie groß die Schuldentragfähigkeit der Target-Überschussländer ist.

Würde im Fall eines Zusammenbruchs ein beschränkter Geldumtausch für die Einwohner Target-Verluste vermeiden?

Zum Abschluss ihres Papers identifizieren De Grauwe und Ji (2012a) als einziges Risiko für die »rechtschaffenen deutschen Steuerzahler« (und vermutlich für die ebenso »rechtschaffenen« niederländischen, luxemburgischen und finnischen Steuerzahler) eine spekulative Flucht in deutsche Anlagen aus den Ländern, deren Währungen am wahrscheinlichsten nach dem Zusammenbruch des Euro abwerten müssten. Würde die Bundesbank alle einheimischen Konten in die neue nationale Währung konvertieren, gäbe es zu Beginn zu viele D-Mark-Bestände, und es wäre mit einer Inflation zu rechnen. Die Bundesbank könnte jedoch diese inflationären Wertverluste vermeiden, indem sie die Konvertierung in die neue nationale Währung für von Ausländern in Deutschland gehaltene Konten einschränkt.

Wenngleich dieser Vorschlag für die Überweisungen der letzten Tage vor dem Crash anwendbar ist, hilft er nicht bei den älteren Überweisungen, die sich heute schon in den Target-Salden ausdrücken, denn diese Überweisungen haben nicht zu einem Aufbau von Auslandskonten in Deutschland geführt. Selbst wenn Ausländer solche Konten eingerichtet hatten, um anschließend deutsche Wertobjekte oder Güter zu kaufen, so hatten sie doch bestenfalls einen transitorischen Charakter. Es ist nicht möglich und außerdem illegal, die Eigentumsverhältnisse, die vor der Zeit des Währungs-crashs entstanden sind, zu entflechten.

Im Übrigen war die Kapitalflucht, die sich durch das Explodieren der Target-Ungleichgewichte in Irland, Italien und Spanien zeigt, nicht in erster Linie verursacht durch eine Kapitalflucht der Einwohner aus diesen Ländern, sondern durch den Rückzug der Banken der Überschussländer aus den Kreditmärkten der Defizitländer, eine Flucht aus einer stürmischen See zurück in einen sicheren Heimathafen. Die Banken Luxemburgs, der Niederlande, Finnlands und Deutschlands stoppten nicht nur ihre Ausleihungen zur Finanzierung der Leistungsbilanzdefizite dieser Länder, sondern zogen auch die bereits verliehenen Kreditbestände zurück, indem sie die Tilgung bei Fälligkeit verlangten und Ersatzkredite verweigerten. Die Banken der Defizitländer tilgten per Saldo ihre Schulden, da für sie der Kredit von der einheimischen Druckerpresse

billiger war als ein Kredit am Interbankenmarkt. Und die Banken der Überschussländer investierten ihr Geld stattdessen bei ihren Zentralbanken, die dafür Target-Forderungen erhielten. Auch diese Operationen kann man nicht entflechten, falls der Euro zerbricht. Für die Defizitländer würde der bisherige Nutzen der Target-Ungleichgewichte in Form eines realen Ressourcenzuflusses bestehen bleiben, aber die dazugehörigen Schulden würden voraussichtlich verschwinden.

Fazit

Europa leidet unter einer schwerwiegenden Zahlungsbilanzkrise, weil die Kapitalmärkte nicht länger bereit waren, die Leistungsbilanzdefizite der peripheren Länder zu finanzieren und es außerdem zu einer offenen Kapitalflucht aus diesen Ländern kam, im Wesentlichen eine Rückflucht der von den Kernländern verliehenen Interbankenkredite. Die EZB hat die Umdrehung der Kapitalströme mit der Notenpresse finanziert. Indem sie die Sicherheitsstandards für die Pfänder reduzierte, die die Geschäftsbanken bei ihren jeweiligen Notenbanken hinterlegen müssen, ermöglichte sie es den Krisenländern, die von den jeweiligen nationalen Notenbanken bezogenen Refinanzierungskredite dramatisch auszuweiten. Das so zusätzlich geschaffene Geld ersetzte das Geld, das per saldo ins Ausland floss, um Güter zu erwerben, Schulden zu tilgen und Vermögensobjekte zu erwerben. Ökonomen nennen diesen Geldabfluss Zahlungsbilanzdefizit. Das akkumulierte Defizit schlägt sich in der Bilanz der Zentralbank als Target-Schuld nieder, weil die Zentralbanken, die die Zahlungsaufträge durchführten, die entsprechenden Beträge mangels Gegenbuchung kreditieren mussten.

Im Bretton-Woods-System wurden die Zahlungsbilanzdefizite zwischen den europäischen Ländern größtenteils mit Goldtransfers zwischen den Zentralbanken ausgeglichen, weil der Marktpreis des Goldes niedriger war als die Dollar-Gold-Parität. In dem amerikanischen Federal-Reserve-System werden die Zahlungsbilanzdefizite durch den Transfer von Eigentumsanteilen am Offenmarktportfolio der Fed ausgeglichen. In der Eurozone werden die Defizite einfach als Target-Ungleichgewichte in den Bilanzen der Zentralbanken verbucht, und jährlich mit dem Hauptrefinanzierungssatz verzinst (gegenwärtig 0,75%). Eine Besicherung mit Titeln, die auch nach dem möglichen Zusammenbruch des Euro einen Wert behalten, findet nicht statt.

Durch ihre Politik der Absenkung der Sicherheitsstandards bei den Refinanzierungskrediten und die Unterbietung des Kapitalmarktes hat die EZB zwar nicht die Leistungsbilanzdefizite der Südländer verursacht. Die entstanden in der Zeit, als der Euro noch zu funktionieren schien und das private Kapital allzu leichtfertig zur Verfügung gestellt wurde. Doch

ermöglichte die EZB das Fortbestehen bzw. den verlangsamten Abbau dieser Defizite in den Jahren der Krise. Ohne diese Politik, ob sie nun falsch oder richtig war, wäre es schwierig gewesen, die Defizite zu finanzieren. Die Zinsen in den peripheren Ländern wären höher, die Kapitalflucht deshalb möglicherweise geringer und die Leistungsbilanzdefizite kleiner gewesen. Auf jeden Fall hätte es die Target-Salden dann nicht geben können.

Die Banken der Kernländer benutzten die Überschussliquidität, die durch die Zahlungsanweisungen aus dem Süden einströmte, um ihren Bestand an EZB-Refinanzierungskredit zu verkleinern und ihren Zentralbanken sogar Geld zu leihen, nachdem der Refinanzierungskredit getilgt war. Damit hat die EZB die Ersparnis der Kernländer, die vorher die Form privaten, marktfähigen Vermögens hatte, das in den peripheren Ländern lag, in Forderungen an die Zentralbanken der Kernländer oder eine Reduktion von Schulden bei diesen Zentralbanken verwandelt. Die Zentralbanken der Kernländer ihrerseits halten die dazu korrespondierenden Target-Forderungen an das EZB-System.

Man kann argumentieren, dass die Umwandlung von Marktforderungen in Target-Forderungen eine Sicherungsstrategie für die Anleger der Kernländer war. Aber damit übersieht man die Verteilungseffekte dieser Umwandlung. Zum einen wird dadurch das Risiko von den Anlegern auf die Steuerzahler und Rentner der noch gesunden Länder übertragen. Zum anderen werden Risiken zwischen den Staaten verschoben. So hat Frankreich maßgeblich von dieser Umwandlung profitiert, weil die französischen Banken ihre Anlagerisiken in Südeuropa verloren, während die Forderungen der holländischen und deutschen Banken in Forderungen gegenüber ihren Zentralbanken verwandelt wurden, die selbst wiederum nur durch die Target-Forderungen der holländischen und deutschen Notenbanken gegenüber dem EZB-System gedeckt waren.

Ob die EZB die Eurozone vor einem irrationalen Kapitalmarkt beschützt oder die effiziente Allokation des Kapitals in der Eurozone behindert und die Sparer der Kernländer um ihre Zinseinnahmen bringt, ist eine offene Frage, über die man lange diskutieren kann. Unbestreitbar ist aber, dass die EZB die riesigen Target-Salden toleriert, wenn nicht sogar geschaffen hat, indem sie das Kapital aus der Notenpresse zu günstigeren Konditionen zur Verfügung stellte, als es der Kapitalmarkt zu tun bereit war. Damit hat sie die Nordländer im Fall eines Untergangs des Euro einem besonderen Risiko ausgesetzt. Die Einschätzung von Moody's, dass die Target-Salden für die Niederlande, Luxemburg und Deutschland ein erhöhtes Risiko bedeuten, trifft zu.

Die Target-Forderungen stellen für die Gläubigerländer im Fall des Auseinanderbrechens der Eurozone aus folgenden Gründen ein Risiko dar:

- Im Gegensatz zu den marktfähigen Vermögenstiteln, die das Nettoauslandsvermögen eines Landes bilden, verlieren die Target-Forderungen ihre rechtliche Grundlage, denn sie sind Forderungen gegen ein System, das nicht länger existiert. Es gibt keine gesetzlichen Regelungen und Spezifikationen im EZB-System für einen solchen Fall. Das Eigenkapital der EZB deckt nur einen kleinen Teil ihrer Target-Verbindlichkeiten.
- Obwohl das Geld eines Landes nach dem Zerfall des Euro und einem Umtausch in die neue nationale Währung seinen Wert behalten würde, wäre es nicht bedeutungslos, wenn die Target-Forderungen eines Landes verloren gingen. Denn sie repräsentieren den Barwert des Seigniorage-Stroms, der von den Geschäftsbanken der anderen Länder stammt und den früheren Abfluss von Gütern, Vermögenstiteln und Schuldverschreibungen an diese Länder kompensiert. Eine Unterbrechung des Seigniorage-Flusses der ausländischen Geschäftsbanken würde einen realen Wertverlust für die Steuerzahler, Rentner und Sparer der Überschussländer bedeuten, dessen Gegenwartswert den Target-Salden entspricht. Das ist ganz und gar unabhängig von der Frage, wie viele Lasten die EZB insgesamt tragen kann.
- Wer argumentiert, der Verlust der Target-Forderungen sei irrelevant für das Vermögen eines Landes, muss logischerweise auch argumentieren, dass man die Goldreserven der Bundesbank ohne reale Konsequenzen für die Bundesrepublik Deutschland vernichten könnte, denn diese Goldreserven sind durch Target-ähnliche Salden im Bretton-Woods-System entstanden.
- Indem die Ausländer von der Möglichkeit des Umtausches ihrer Anlagen in eine neue nationale Währung ausgeschlossen werden, kann man der Explosion der Target-Forderungen in den letzten Tagen vor dem Zerfall des Euro entgegenwirken, aber das ist keine Lösung für die bereits existierenden Target-Forderungen, da diese die früheren Käufe von Gütern und Vermögensanlagen sowie die Tilgung von Auslandsschulden widerspiegeln. Diese Transaktionen sind heute nicht mehr nachvollziehbar. Es ist weder praktisch noch rechtlich möglich, die damaligen Akteure hinter den Target-Salden zu identifizieren.

Die beschriebenen Risiken und die Implikationen einer Reallokation der Ersparnisse innerhalb der Eurozone durch die EZB-Politik machen deutlich, dass es genügend Gründe gibt, wegen der Target-Ungleichgewichte beunruhigt zu sein. Die Art von asymmetrischer Geldmengenausweitung in Teilregionen des Währungsgebiets, die sie repräsentieren, gibt es im US-System nicht. Wenn der Euro politisch überleben soll, muss das Eurosystem um einen Ausgleichsmechanismus zur Tilgung der Target-Salden erweitert werden.

Die potenziellen Target-Verluste sind ein wichtiger, wenn auch nicht der einzige Grund dafür, dass die Kernländer

den Zerfall des Euro fürchten sollten. Doch Europa kann nicht auf der Furcht vor den Schrecken eines Zerfalls begründet werden, sondern nur auf der Erwartung einer wechselseitigen, förderlichen Kooperation. Die Eurozone muss ihren Weg zurück in ein System des fairen, freien Austauschs und zu Budgetbeschränkungen finden, die die wirkliche Knappheit der Ressourcen widerspiegeln. Die Finanzregeln der USA zu übernehmen, könnte ein Weg sein, dieses Ziel zu erreichen.

Literatur

Bank for International Settlements (2010), *BIS Quarterly Review*, September.

Bernholz, P. (2011), »Was haben die Leistungsbilanzdefizite der GIPS-Länder mit ihren Target-Schulden bei der EZB zu tun?«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 29–30, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.

Bernholz, P. (2012), »The Current Account Deficits of the GIPS Countries and Their Target Debts at the ECB«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 33–34, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.

Bindseil, U., P. Cour-Thiemann und P. König (2011), »Weitere Anmerkungen zur Debatte um Target2 während der Finanzkrise«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 79–86, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.

Bindseil, U., P. Cour-Thiemann und P. König (2012), »Target2 and Cross-border Interbank Payments during the Financial Crisis«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 83–92, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.

Blankart, C.B. (2011), »Der Euro 2084«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 20–24, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.

Blankart, C.B. (2012), »The Euro in 2084«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 23–28, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.

Buiter, W. und E. Rahbari (2012a), »Looking into the Deep Pockets of the ECB«, *Citi Economics*, Global Economics View, 27. Februar.

Buiter, W. und E. Rahbari (2012b), »Target2 Redux: The Simple Accountancy and Slightly more Complex Economics of Bundesbank Loss Exposure through the Eurosystem«, *Citi Economics*, Global Economics, 16. Oktober.

CESifo (2012), »The European Balance of Payments Crisis«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar 2012, mit Beiträgen von H.-W. Sinn, H. Schlesinger, W. Kohler, C.B. Blankart, M.J.M. Neumann, P. Bernholz, T. Mayer, J. Möbert und C. Weistroffer, G. Milbradt, S. Homburg, F.L. Sell und B. Sauer, I. Sauer, J. Ulbrich und A. Lippner, C. Fahrholz und A. Freytag, U. Bindseil, P. Cour-Thiemann und P. König, F.-C. Zeitler, K. Reeh, A. Tornell und F. Westermann, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.

De Grauwe, P. und Y. Ji (2012a), »How Germany Can Avoid Wealth Losses if the Eurozone Breaks up: Limit Conversion to German Residents. What Germany Should Fear Most is its Own Fear«, *VoxEU*, 18. September, online verfügbar unter: <http://www.voxeu.org/article/how-germany-can-avoid-wealth-losses-if-eurozone-breaks-limit-conversion-german-residents>.

De Grauwe, P. und Y. Ji (2012b), »TARGET2 as a Scapegoat for German Errors«, *VoxEU*, 2. November, online verfügbar unter: <http://www.voxeu.org/article/target2-scapegoat-german-errors>.

Europäische Zentralbank (2011), »TARGET2-Salden der nationalen Zentralbanken im Euro-Währungsgebiet«, *Monatsbericht* Oktober, 36–41.

Fahrholz, C. und A. Freytag (2011), »Ein Lösungsweg für die europäische Zahlungsbilanzkrise? Mehr Markt wagen!«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. Au-

gust 2011, 73–78, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.

Fahrholz, C. und A. Freytag (2012), »A Way to Solve the European Balance of Payments Crisis? Take a Chance on Market Solutions!«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 77–82, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.

Homburg, S. (2011), »Anmerkungen zum Target2-Streit«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 46–50, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.

Homburg, S. (2012a), »Notes on the Target2 Dispute«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 50–54, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.

Homburg, S. (2012b), »Der neue Kurs der europäischen Zentralbank«, *Wirtschaftsdienst* 92(10), online verfügbar unter: <http://www.wirtschaftsdienst.eu/>.

ifo Institut für Wirtschaftsforschung (2011), »Die europäische Zahlungsbilanzkrise«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, mit Beiträgen von H.-W. Sinn, H. Schlesinger, W. Kohler, C.B. Blankart, M.J.M. Neumann, P. Bernholz, T. Mayer, J. Möbert und C. Weistroffer, G. Milbradt, S. Homburg, F.L. Sell und B. Sauer, I. Sauer, J. Ulbrich und A. Lippner, C. Fahrholz und A. Freytag, U. Bindseil, P. Cour-Thiemann und P. König, F.-C. Zeitler, K. Reeh, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.

Kohler, W. (2011), »Zahlungsbilanzkrisen im Eurosystem: Griechenland in der Rolle des Reservewährungslandes?«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 79–86, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.

Kohler, W. (2012), »The Eurosystem in Times of Crises: Greece in the Role of a Reserve Currency Country?«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 14–22, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.

Mayer, T., J. Möbert und C. Weistroffer (2011), »Makroökonomische Ungleichgewichte in der EWU und das Eurosystem«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 31–38, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.

Mayer, T., J. Möbert und C. Weistroffer (2012), »Macroeconomic Imbalances in EMU and the Eurosystem«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 35–42, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.

Milbradt, G. (2011), »Die EZB auf der schiefen Bahn«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 39–45, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.

Milbradt, G. (2012), »The Drailed Policies of the ECB«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 43–49, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.

Neumann, M.J.M. (1998), »Geldwertstabilität: Bedrohung und Bewährung«, in: Deutsche Bundesbank (Hrsg.), *50 Jahre Deutsche Mark – Notenbank und Währung in Deutschland seit 1948*, München.

Neumann, M.J.M. (2011), »Refinanzierung der Banken treibt Target-Verschuldung«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 25–28, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.

Neumann, M.J.M. (2012), »The Refinancing of Banks Drives Target Debt«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 29–32, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.

Reeh, K. (2011), »Zahlungsbilanzausgleich in der Währungsunion: Eine alte Frage erscheint aus aktuellem Anlass in neuem Licht«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 90–94, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.

Reeh, K. (2012), »Balance of Payments Adjustment in the Monetary Union: Current Events Help Shed New Light on an Old Question«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 96–101, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.

- Ruhkamp, S. (2012), »Die Bundesbank fordert von der EZB bessere Sicherheiten«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 1. März, Nr. 52, S. 9.
- Sauer, I. (2011), »Die sich auflösende Eigentumsbesicherung des Euro«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 58–68, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.
- Sauer, I. (2012), »The Dissolving Asset Backing of the Euro«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 63–72, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.
- Schlesinger, H. (2011), »Die Zahlungsbilanz sagt es uns«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 9–11, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.
- Schlesinger, H. (2012), »The Balance of Payments Tells Us the Truth«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 11–13, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.
- Sell, F.L. und B. Sauer (2011), »Geld-, Kapitalmärkte und Wohlfahrt: Eine Wirkungsanalyse der Target2-Salden«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 51–57, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.
- Sell, F.L. und B. Sauer (2012), »Money, Capital Markets and Welfare: An Analysis of the Effects of Target2 Balances«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 55–62, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.
- Sinn, H.-W. (2010), »Rescuing Europe«, *CESifo Forum* 11, Sonderheft, August, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Aug-2010.pdf>.
- Sinn, H.-W. (2011a), »Neue Abgründe«, *WirtschaftsWoche*, 21. Februar, S. 35, online verfügbar unter: http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/policy/Staff-Comments-in-the-Media/Press-articles-by-staff/Archive/Eigene-Artikel-2011/medienecho_15173893_ifostimme-wiwo-21-02-11.html, englische Übersetzung: »Deep Chasms«, *ifo Viewpoint* No. 122, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/ifo-Viewpoint-122.html>.
- Sinn, H.-W. (2011b), »Die riskante Kreditersatzpolitik der EZB«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 4. Mai, S. 10, online verfügbar unter: http://www.cesifo-group.de/link/_echomitarb/ifostimme-faz-04-05-11.htm, englische Übersetzung: »The ECB's Stealth Bailout«, *VoxEU*, 1. Juni, online verfügbar unter: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6599>.
- Sinn, H.-W. (2011c), »On and off Target«, *VoxEU*, 14. Juni, online verfügbar unter: <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/6644>.
- Sinn, H.-W. (2011d), »Die europäische Zahlungsbilanzkrise – eine Einführung«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 3–8, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.
- Sinn, H.-W. (2012a), »Fed versus ECB: How Target Debts Can be Repaid«, *VoxEU*, 10. März, online verfügbar unter: <http://www.voxeu.org/article/fed-versus-ecb-how-target-debts-can-be-repaid>.
- Sinn, H.-W. (2012b), *Die Target-Falle. Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, Hanser, München.
- Sinn, H.-W. (2012c), »TARGET Losses in Case of a Euro Breakup«, *VoxEU*, 22. Oktober, online verfügbar unter: www.cesifo-group.de/sinn-vox-20121022.html.
- Sinn, H.-W. (2012d), »The European Balance of Payments Crisis: An Introduction«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 3–10, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.
- Sinn, H.-W. und H. Feist (1997), »Eurowinners and Eurolosers: The Distribution of Seigniorage Wealth in EMU«, *European Journal of Political Economy* 13, 665–689, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocEX/sinn-ejpe-1997-eurowinners.pdf>.
- Sinn, H.-W. und R. Koll (2000), »The Euro, Interest Rates and European Economic Growth«, *CESifo Forum* 1, Herbst, 30–31, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum300-sl1.pdf>.
- Sinn, H.-W. und T. Wollmershäuser (2012), »Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility«, *International Tax and Public Finance* 19(4), 468–508, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/sinn-itax-2012-target.pdf>. Frühere Versionen: *CESifo Working Paper* No. 3500, 24. Juni 2011, online verfügbar unter: http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp3500.pdf. *NBER Working Paper* No. 17626, November 2011, online verfügbar unter: http://www.cesifo-group.de/DocDL/NBER_wp17626_sinn_wollm.pdf.
- Tornell, A. und F. Westermann (2012a), »Greece: The Sudden Stop That Wasn't«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 102–103, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.
- Tornell, A. und F. Westermann (2012b), »The tragedy of the Commons at the European Central Bank and the Next Rescue«, *VoxEU*, 22. Juni.
- Ulbrich, J. und A. Lipponer (2011), »Salden im Zahlungsverkehrssystem Target2 – ein Problem?«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 69–72, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.
- Ulbrich, J. und A. Lipponer (2012), »Balances in the Target2 Payments System – A Problem?«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 73–76, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.
- Wenger, E. (1997), »Nicht 90, sondern 150 Milliarden Verlust durch den Euro«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 21. Juli, Nr. 141, S. 12.
- Whelan, K. (2012), »TARGET2: Not why Germans Should Fear a Euro Breakup«, *VoxEU*, 29. April.
- Zeitler, F.-C. (2011), »Wege aus der europäischen Staatsschuldenkrise nach den Beschlüssen des Gipfels vom Juli 2011«, *ifo Schnelldienst* 64(16), 31. August 2011, 87–89, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/SD-16-2011.pdf>.
- Zeitler, F.-C. (2012), »Ways out of the European Sovereign Debt Crisis after the Decisions of the July 2011 Summit«, *CESifo Forum* 13, Sonderheft, Januar, 93–95, online verfügbar unter: <http://www.cesifo-group.de/DocDL/Forum-Sonderheft-Jan-2012.pdf>.

Mit Konjunkturprognosen wird auf hochaggrierter Ebene die Entwicklung der Wirtschaft im jeweils laufenden und im darauffolgenden Jahr vorausgeschätzt. Im Mittelpunkt stehen Aussagen über Tempoänderungen und Wendepunkte von makroökonomischen Variablen im zyklischen Wirtschaftsgeschehen. Konjunkturprognosen sind bedingte Wahrscheinlichkeitsaussagen. Weil sich die Bedingungen und damit die zu setzenden Annahmen immer wieder ändern, ist es nötig, die Prognosen fortwährend anzupassen. Auch wenn mit Prognosen die Unsicherheit über die Zukunft nicht beseitigt werden kann, so tragen sie doch dazu bei, die Unsicherheit zu verringern. Sie erleichtern damit die Planung der Unternehmen und helfen der Wirtschafts- und Finanzpolitik, sich auf die zukünftige Entwicklung besser einzustellen.

Prognoseziel: Die Konjunktur

Mit Konjunkturprognosen wird auf hochaggrierter Ebene die Entwicklung der Wirtschaft im jeweils laufenden und im darauffolgenden Jahr vorausgeschätzt. Im Mittelpunkt stehen Aussagen über Tempoänderungen und Wendepunkte von makroökonomischen Variablen im zyklischen Wirtschaftsgeschehen. Konjunkturzyklen sind Schwankungen des Auslastungsgrades des gesamtwirtschaftlichen Produktionspotenzials (*Wachstumszyklus*). Jeder Zyklus besteht aus einer Aufschwungs- und einer Abschwungsphase, wobei die einzelnen Phasen durch untere bzw. obere Wendepunkte miteinander verbunden sind. Aufschwungsphasen sind dadurch gekennzeichnet, dass die laufende Wachstumsrate der gesamtwirtschaftlichen Produktion gegenüber der Vorperiode über der des Produktionspotenzials liegt (zunehmende Kapazitätsauslastung), Abschwungsphasen umfassen sowohl Phasen mit absolut sinkender Produktionstätigkeit als auch Phasen mit – gemessen an der Potenzialrate – unterdurchschnittlich zunehmender Produktionstätigkeit (abnehmende Kapazitätsauslastung). Obere Wendepunkte befinden sich dort, wo die Kapazitätsauslastung ein lokales Maximum hat, untere Wendepunkte dort, wo der Auslastungsgrad ein lokales Minimum aufweist. Anders als im *klassischen Konjunkturzyklus*, der als Schwankungen des *Niveaus* der gesamtwirtschaftlichen Produktion definiert ist, beginnen im Wachstumszyklus

Abschwungsphasen nicht erst dann, wenn die Wachstumsrate negativ ist, sondern wenn die Rate unter die Rate des Potenzialwachstums fällt. Interpretiert man den Trendwert der gesamtwirtschaftlichen Produktion als eine nichtstrukturelle Schätzung des Produktionspotenzials, so lässt sich die Position im Wachstumszyklus äquivalent an der Abweichung der Produktion vom Trend bestimmen. Die Wendepunkte werden nunmehr durch die maximalen (absoluten) Abstände der gesamtwirtschaftlichen Produktion vom Trend definiert (vgl. Abberger und Nierhaus 2007, 26).

Das Prognoseprogramm

Realiter wird die konjunkturelle Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Produktion am saison- und kalenderbereinigten Verlauf des vierteljährlichen realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) festgemacht. Das reale BIP (Produktion in Preisen des Vorjahres)² misst die Fertigung von Waren und Dienstleistungen im Inland, soweit diese nicht als Vorleistungen für die Produktion anderer Waren und Dienstleistungen verwendet werden. In der Prognosepraxis des ifo Instituts wird die vierteljährliche Produktion nicht aus einem univariaten Schätzansatz ermittelt. Vielmehr wird das reale BIP

¹ Dieser Beitrag ist die überarbeitete Fassung eines Aufsatzes von W. Nierhaus, der in Heft 5/2012 von *ifo Dresden berichtet* erschienen ist (vgl. Nierhaus 2012b). Der Verfasser dankt Herrn Dr. Willi Leibfritz für wertvolle Hinweise.

² Bis zum Jahr 2005 erfolgte die Prognose des realen BIP in *konstanten Preisen eines festen Basisjahres*. Durch die Verwendung einer alternierenden und zeitnahen Preisbasis wird eine Verzerrung der realen Wachstumsraten, die sich beim früheren Festpreisbaskonzept infolge der konstanten Preisstruktur ergeben konnte, automatisch ausgeschaltet. Damit ist der im Festpreisbaskonzept periodisch vorgenommene Wechsel zu einem aktuelleren Preisbasisjahr nicht mehr notwendig (vgl. Nierhaus 2008).

für Deutschland nach den ökonomischen Haupttätigkeiten, die im *Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG)* ausgewiesen werden, disaggregiert vorausgeschätzt nach (vgl. Nierhaus und Sturm 2003, 8 ff.)

- der Entstehung in den zehn großen Wirtschaftsbereichen (Land- und Forstwirtschaft, Fischerei, produzierendes Gewerbe ohne Baugewerbe, Baugewerbe, Handel, Gastgewerbe und Verkehr, Information und Kommunikation, Finanz- und Versicherungsdienstleister, Grundstücks- und Wohnungswesen, Unternehmensdienstleister, öffentliche Dienstleister, Erziehung, Gesundheit, sowie sonstige Dienstleister)³ und nach
- der Verwendung für den (privaten und öffentlichen) Konsum bzw. für Bruttoinvestitionen (Ausrüstungen, Bauten und Vorratsveränderungen einschließlich Nettozugang an Wertsachen) unter Berücksichtigung des Außenhandels (Exporte abzüglich Importe von Waren und Dienstleistungen).

Normalerweise liefern beide Ansätze unterschiedliche Ergebnisse für das reale Bruttoinlandsprodukt. In Deutschland ist die Entstehungsseite des BIP am aktuellen Rand wirtschaftsstatistisch besser fundiert. Auf eine finale Abschätzung des BIP über die Verwendungsseite wird deshalb bei Kurzfristprognosen üblicherweise verzichtet. Ansonsten erfolgt der notwendige Abgleich der beiden BIP-Seiten in aller Regel dadurch, dass diejenigen Komponenten, die statistisch weniger gut abgesichert sind oder bei denen sich kleinere Bewegungen der absoluten Werte aufgrund ihres Volumens nur minimal in den Veränderungsraten niederschlagen, entsprechend korrigiert werden. Die Aggregation der vierteljährlichen Komponentenschätzungen zum realen BIP erfolgt im ifo Institut mit der Rechengenauigkeit des Statistischen Bundesamts.

Die Prognose des realen BIP und der dazugehörigen Entstehungs- und Verwendungsseite wird im ifo Institut ergänzt durch eine Schätzung

- der Preisindizes der Verwendungskomponenten des BIP, woraus sich die nominale Verwendungsseite ergibt sowie – unter Hinzunahme ergänzender Berechnungen – die Verteilung des BIP (im Inland entstandene Arbeitseinkommen, Betriebsüberschüsse, Selbständigen- und Vermögenseinkommen unter Hinzurechnung der Abschreibungen sowie der Produktions- und Importabgaben abzüglich der Subventionen),
- der wichtigsten Arbeitsmarktdaten (u.a. Erwerbstätige, Selbständige, Arbeitnehmer, Arbeitslose, Erwerbspersonenpotenzial und Stille Reserve),

³ In einer parallel durchgeführten Entstehungsrechnung wird das reale BIP aus einer Schätzung der Arbeitsproduktivität pro Stunde und des geleisteten Arbeitsvolumens (Produkt aus den geleisteten Arbeitsstunden je Erwerbstätigen und der Erwerbstätigenzahl) abgeleitet.

- der Staatseinnahmen (u.a. Steuern, Sozialbeiträge, Vermögenseinkommen, Verkäufe des Staates), der Staatsausgaben (u.a. Vorleistungen, Arbeitnehmerentgelte der staatlichen Beschäftigten, monetäre Sozialleistungen, Bruttoinvestitionen usw.) und des staatlichen Finanzierungssaldos,
- der Einnahmen und Ausgaben der privaten Haushalte (u.a. Bruttolöhne und -gehälter, Lohnsteuer, Sozialbeiträge, monetäre Transfers, Selbständigen- und Vermögenseinkommen, privater Konsum, Sparen),
- der wichtigsten Ergebnisse der Sektorenrechnung für die vier institutionellen Sektoren Kapitalgesellschaften, private Haushalte (einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck), Staat sowie die übrige Welt. Die Sektorenrechnung ist mit der nominale Verwendungs- und Verteilungsseite des BIP verzahnt und eröffnet zusätzliche Möglichkeiten der Plausibilitäts- und Konsistenzüberprüfung der Prognose.

Zur Verdeutlichung der konjunkturellen Aussage werden alle Reihen der Entstehungs- und Verwendungsseite) sowie das reale BIP grundsätzlich saison- und kalenderbereinigt vorausgeschätzt. Dabei wird das einschlägige Census-X12-ARIMA-Verfahren zugrunde gelegt, dass auch in den amtlichen deutschen Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (VGR) verwendet wird. Die Rückrechnung in Ursprungswerte erfolgt unter Zuhilfenahme der amtlich geschätzten Saison- und Kalenderfaktoren. Die zur Bestimmung der Position im Wachstumszyklus erforderlichen Trendschätzungen werden mittels statistischer Filterverfahren (u.a. Hodrick-Prescott Filter, Baxter-King-Filter, Unobserved Components Modelle) vorgenommen.

Prognosemethoden

Für die Konjunkturprognose werden heutzutage vielfältige Verfahren verwendet, die auf unterschiedlichen statistischen und theoretischen Voraussetzungen beruhen. Es handelt sich hierbei nicht um einander ausschließende Ansätze, sondern um Methoden, die in der Prognosepraxis miteinander kombiniert werden können, so dass ihre jeweiligen Vorteile gemeinsam nutzbar sind.

Die Einschätzung und Vorhersage der gesamtwirtschaftlichen Situation im laufenden und im jeweils darauffolgenden Quartal ist eine der zentralen Aufgaben jedweder Konjunkturprognose. Das ifo Institut stützt sich bei seiner Kurzfristprognose für die deutsche Wirtschaft auf einen dreistufigen *Indikator-Ansatz* (IFOCAS). In der ersten Stufe werden monatlich verfügbare Indikatoren extrapoliert und auf Quartalsebene aggregiert. Besonderes Augenmerk gilt dabei der Industrieproduktion, die mit Hilfe disaggregierter ifo-Umfragedaten fortgeschrieben wird. In einem zweiten Schritt wird die Bruttowertschöpfung der einzelnen Wirtschaftsbe-

reiche mit Hilfe von *Brückengleichungen* prognostiziert. Im Rahmen eines Kombinationsansatzes (*Pooling of Forecasts*) wird eine Vielzahl von Modellen kombiniert, um der Modellunsicherheit Rechnung zu tragen. In einem dritten Schritt werden die Quartalsprognosen einzelner Wirtschaftsbereiche zur Prognose des Bruttoinlandsprodukts hochaggregiert. Zusätzlich werden *Mixed-Frequency-Modelle* und *Boosting-Algorithmen* verwendet, die den Standardansatz fallweise ergänzen (vgl. Carstensen et al. 2009).

Das *iterativ-analytische Verfahren* wird im ifo Institut für den klassischen Prognosezeitraum von einem bis zu zwei Jahren benützt (vgl. Nierhaus und Sturm 2003, 10). Die Methode stützt sich in der ersten Prognoserunde auf die isolierte Schätzung einzelner makroökonomischer Aggregate (z.B. privater Konsum, Bauinvestitionen, Exporte). Die Konsistenz der Einzelschätzungen wird iterativ, d.h. in einem mehrstufigen Rechenprozess im System der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen, sichergestellt. Bei der Überprüfung macht man sich vor allem die saldenmechanischen Zusammenhänge der VGR zunutze. Der besondere Vorteil der Methode besteht darin, dass alle verfügbaren qualitativen wie quantitativen Informationen in der Prognose berücksichtigt werden können.

Die *ökonomische Prognose* baut auf der Regressionsanalyse von Zeitreihen aus der Wirtschaftsstatistik auf. Mit großen *Strukturmodellen*, in denen heute die wichtigsten Industrieländer interdependent über die Außenhandelsverflechtung und die Kapitalmärkte abgebildet werden, wird zum einen die mittelfristige Wirtschaftsentwicklung prognostiziert. Zum anderen lässt sich in sog. Simulationsrechnungen der Einfluss unterschiedlicher, exogen gesetzter Parameter (z.B. Steuer- und Zinssätze, Wechselkurse) auf die endogenen Variablen (Bruttoinlandsprodukt, privater Konsum, Verbraucherpreise usw.) abschätzen. Neben makroökonomischen Strukturmodellen werden zudem *zeitreihenanalytische Verfahren* eingesetzt, die Prognosewerte ohne größere Rückgriffe auf explizite ökonomische Zusammenhänge hauptsächlich aus der Entwicklung der eigenen Vergangenheit erklären.

Zur Systematik von Prognosefehlern

Konjunkturprognosen sind »Wenn-Dann«-Aussagen, denen im Zeitpunkt der Erstellung zwar die höchste subjektive Eintrittswahrscheinlichkeit zugebilligt wird, die aber noch nicht einmal besonders hoch sein muss (vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung 1964, TZ 217). Bei jeder Konjunkturprognose wird von den Erfahrungen der Vergangenheit und aus dem Wissen über die Gegenwart theoriegestützt auf die Entwicklung in der Zukunft geschlossen. Dabei gibt es vielfältige Fehlerquellen (vgl. Nierhaus 2003, 22 f.):

- *Fehler in den Rahmenbedingungen*: Jede Konjunkturprognose hängt entscheidend von bestimmten Annahmen (Rahmenbedingungen) ab, die für den Prognosezeitraum relevant sind und die zumeist auf vorgelagerten prognostischen Überlegungen beruhen, in manchen Fällen jedoch lediglich Setzungen sind. Man spricht deshalb auch von *bedingten* Prognosen (vgl. Oppenländer 1995, 6). Welche Variablen aus der eigentlichen Konjunkturprognose heraus erklärt werden und welche Variablen als Randbedingungen gesetzt sind, lässt sich nicht definitorisch entscheiden, sondern nur im Hinblick auf die jeweilige Problemstellung. Zu den *außenwirtschaftlichen* Rahmenbedingungen für die Deutschlandprognose zählen normalerweise die erwartete Entwicklung von Welthandel, Weltkonjunktur, Rohstoffpreisen und Wechselkursen sowie die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank. Zu den *innenwirtschaftlichen* Rahmenbedingungen werden die Annahmen über den zukünftigen Kurs der Wirtschafts- und Finanzpolitik gerechnet. Zu den weiteren Randbedingungen, die normalerweise nicht explizit ausgeführt werden, gehören Einflussgrößen wie das allgemeine politische Umfeld, die meteorologischen Bedingungen oder auch die Entwicklung an den Finanz- und Devisenmärkten. In aller Regel wird hier von einer Konstanz bzw. Normalentwicklung ausgegangen, d.h. es wird die Abwesenheit von exogenen Schocks postuliert (*Status-quo*-Hypothese). Ändern sich die Rahmendaten im Prognosezeitraum, wie dies aufgrund der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise der Jahre 2008/09 der Fall gewesen ist, so sind Prognosefehler unvermeidlich. Das Dilemma besteht darin, dass in wirtschaftlich instabilen Zeiten, in denen die Nachfrage nach Prognosen besonders groß ist, die Produktionsbedingungen für wissenschaftliche Prognosen besonders schlecht sind (vgl. Borchardt 1979).
- *Diagnosefehler*: Am Anfang jeder Prognose steht die Diagnose der gegenwärtigen konjunkturellen Situation. Etlliche Unzulänglichkeiten können hier eine zutreffende Analyse erschweren: So sind die zur Verfügung stehenden amtlichen Indikatoren am aktuellen Rand zunächst unsicher und werden später korrigiert. Die Vierteljahresergebnisse der VGR für das laufende Jahr werden z.B. vom Statistischen Bundesamt bei jedem Quartalstermin überprüft und im Lichte neu verfügbarer oder revidierter statistischer Ausgangsdaten korrigiert. Zudem werden jeweils im Sommer die Quartalergebnisse der jeweils letzten vier Berichtsjahre umfassend überarbeitet. Dies ist notwendig, um große Jahresstatistiken (vor allem die Umsatzsteuerstatistik und die Unternehmensstrukturstatistik) berücksichtigen zu können. Bei »großen« VGR-Revisionen (wie zuletzt in den Jahren 2005 und 2011) kommen sogar definitorische und konzeptionelle Umstellungen hinzu. Erst nach vier Jahren gelten VGR-Daten – vorbehaltlich neuer großer Revisionen – als »endgültig«. Im Zeitraum 1995 bis 2007 betrug die absolute Revisionsrate der jährlichen Veränderungsrate des realen BIP (absolute Abweichun-

- gen zwischen dem jeweils ersten veröffentlichten Wert und dem im Frühjahr 2012 veröffentlichten Wert) im Durchschnitt einen halben Prozentpunkt und in einzelnen Jahren (1998, 2001, 2006 und 2007) sogar rund 1 Prozentpunkt. Eine weitere Fehlerquelle ergibt sich daraus, dass wichtige Monatsergebnisse der amtlichen Statistik (z.B. Produktion- und Auftragseingang in der Industrie, Umsätze im Groß- und Einzelhandel) am aktuellen Prognoserand noch nicht veröffentlicht sind und deshalb zusätzlich geschätzt werden müssen. Zwar können diese Datenlücken vielfach durch vorseilende Konjunkturindikatoren geschlossen werden, doch können sich deren Stabilitäts- und Vorlaufeigenschaften (gerade an konjunkturellen Wendepunkten) ändern. Prognosefehler resultieren auch daraus, dass die Datenlage oftmals unübersichtlich ist; nicht alle Konjunkturindikatoren gehen in die gleiche Richtung. Bei unterschiedlichen Signalen über die aktuelle Konjunktur bleibt es letztlich der Erfahrung und dem Fingerspitzengefühl überlassen, welches Gewicht den Indikatoren beigemessen wird, sofern nicht durch geeignete Aggregation der Einzelindikatoren ein Gesamtindikator vorliegt, dessen Konjunktur signal eindeutiger ist. Schließlich braucht es Zeit, bis Änderungen im Wirtschaftsgeschehen als nachhaltiges Phänomen und nicht nur als temporäre Irregularität klassifiziert werden können (vgl. Krane 2003). In den Anfangstagen der gesamtdeutschen Konjunkturprognose kam erschwerend hinzu, dass es für Ostdeutschland bis zum Frühjahr 1991 weder eine Volkswirtschaftliche Gesamtrechnung nach den Vorschriften des System of National Accounts noch eine Arbeitsmarktstatistik nach westdeutschem Vorbild gab. Wichtige Informationen zur aktuellen Wirtschaftslage lieferten damals der *ifo Konjunkturtest Ost* sowie Befragungen des ifo Instituts zu den *Investitionsplänen westdeutscher Unternehmen in Ostdeutschland*. Weitere Informationen ergaben sich aus der amtlichen Produktionsstatistik, der Statistik des Auftragseingangs sowie der Gewerbeanmeldungen.
- *Fehler in der Theorieauswahl und -anwendung*: Jede wissenschaftliche Konjunkturprognose ist theoriegestützt. Es gibt allerdings unterschiedliche Auffassungen über die Wirkungszusammenhänge zwischen makroökonomischen Größen. Anders als in den Naturwissenschaften bestehen in den Wirtschaftswissenschaften nur eingeschränkte Möglichkeiten, Erkenntnisse über den Zusammenhang zwischen erklärenden und zu erklärenden Variablen in kontrollierten Experimenten zu gewinnen. Volkswirtschaftliche Theorien sind immer nur orts- und zeitgebundene Quasi-Gesetze; ihr Zutreffen im Prognosezeitraum ist nicht mit Sicherheit vorherzusagen. Die von einer Theorie vorgegebenen funktionalen Zusammenhänge sind sodann für eine konkrete Konjunkturprognose numerisch adäquat zu spezifizieren. Hierzu sind angemessene ökonometrische Schätzmethode einzusetzen, was nicht immer voll zufriedenstellend gelingen mag. Schließlich müssen die geschätzten Regressionsbeziehungen im Prognosezeitraum

hinreichend stabil bleiben. So dürfen sich z.B. die langfristigen Mittelwerte der Wahrscheinlichkeitsverteilungen der zu prognostizierenden Variablen nicht unerwartet und gravierend ändern (»location shifts«).⁴

- *Konsequenzfehler*: Die unzutreffend prognostizierte Entwicklung einer ökonomischen Variablen kann Folgefehler nach sich ziehen. So kann die Fehleinschätzung der Gewinnentwicklung eine Fehleinschätzung der Ausrüstungsinvestitionen und diese wiederum eine Fehleinschätzung der gewerblichen Bauinvestitionen nach sich ziehen. Auch ist zu berücksichtigen, dass die Fehlermargen für Variable, die im Kreislaufzusammenhang der VGR nur als Restgrößen (Salden) ermittelt werden können, größer sind als für originär geschätzte Werte. Dies gilt insbesondere für die Unternehmens- und Vermögenseinkommen. Dazu ein Beispiel: Gegenwärtig liegt der Anteil der Unternehmens- und Vermögenseinkommen am gesamten Volkseinkommen bei 33%. Dann würde eine Fehlermarge beim Volkseinkommen von $\pm 2\%$, selbst wenn die Arbeitnehmerentgelte zutreffend prognostiziert worden wären, bei den saldenmechanisch ermittelten Unternehmens- und Vermögenseinkommen bereits mit einer Marge von $\pm 6\%$ zu Buche schlagen.
- *Fehler durch Selbstabschwächung oder Selbstverstärkung*: Prognosefehler ergeben sich schließlich auch daraus, dass Prognosen allein durch ihre Veröffentlichung Reaktionen bei Marktakteuren und Wirtschaftspolitik hervorrufen können und damit konjunkturelle Eigendynamik entfalten (vgl. Nierhaus 2010, 33). Dies gilt naturgemäß auch für Prognosen, die mögliche Rückkopplungen von vornherein berücksichtigen. Nicht zuletzt aus diesem Grund war Oskar Morgenstern bereits 1928 zum Schluss gekommen, dass zutreffende Prognosen »mit den Mitteln der ökonomischen Theorie und Statistik aus sachlichen Gründen grundsätzlich unmöglich« sind (vgl. Morgenstern 1928). Grunberg und Modigliani (1954) zeigten allerdings in einem Existenzbeweis, dass es korrekte Prognosen in einem von Rückkopplungseffekten beeinflussten Marktumfeld durchaus geben kann. Ein zwangsläufiger Falsifikationseffekt, der durch die Reaktion von Marktteilnehmern auf eine Veröffentlichung von Prognosen hervorgerufen wird, ist damit bereits auf theoretischer Ebene auszuschließen, sofern man die dem Grunberg-Modigliani-Theorem zugrunde liegenden Voraussetzungen akzeptiert.⁵ Empirisch ist das Auftreten von Feedback-Effekten umso weniger wahrscheinlich, je kürzer der Prognosehorizont ist und je länger die wirtschaftspolitischen Entscheidungs- und Wirkungsverzögerungen sind.

Bei der Evaluation von »spitzen« Prognosezahlen sollte im Auge behalten werden, dass die Veröffentlichung von exak-

⁴ Zur Diskussion von »location shifts« und der hierdurch verursachten möglichen Prognosefehler vgl. Hendry und Mizon (2012).

⁵ Zu einer Diskussion der Voraussetzungen des Grunberg-Modigliani-Theorems vgl. Henshel (1995).

ten Nachkommastellen lediglich aus Gründen der Rechengenauigkeit und der Nachvollziehbarkeit erfolgt. Eine Prognose der jährlichen Veränderungsrate des realen Bruttoinlandsprodukts kann nicht genauer sein als der Revisionsbedarf, den das Statistische Bundesamt bei dieser Variablen zurzeit auf einen halben Prozentpunkt veranschlagt.⁶ Die Wirtschaftsforschungsinstitute runden übrigens erst seit dem Herbstgutachten 1997 die prognostizierten Veränderungsrate der wichtigsten Größen der VGR auf eine Nachkommastelle, zuvor war auf halbe bzw. in Ausnahmefällen auf einen viertel Prozentpunkt auf- bzw. abgerundet worden. Bei der Umstellung – die nicht zuletzt auf Wunsch vieler Prognosekonsumenten vorgenommen wurde – warnten die Institute, dass der Wechsel in der Veröffentlichungspraxis nicht bedeute, dass die Unsicherheit bei den Schätzungen abgenommen habe.

Die mit Konjunkturprognosen verbundene Schätzunsicherheit kann durch die Berechnung von *Prognoseintervallen* sichtbar gemacht werden, in die die üblicherweise veröffentlichten *Punktschätzungen* als Mittelwerte eingebettet sind. Die Grenzen der Prognoseintervalle können aus den Schätzfehlern der Vergangenheit empirisch ermittelt werden, wobei zusätzlich angenommen wird, dass die Prognosefehler normalverteilt sind (vgl. Chatfield 1993). Besondere Schätzrisiken werden in Konjunkturprognosen normalerweise in gesonderten Risikoansprachen ausgeführt. Hier werden Alternativ-Szenarien beschrieben, denen allerdings nicht die höchste Wahrscheinlichkeit beigemessen wird. Diese stützen sich methodisch auf zeitreihenanalytische Verfahren bzw. auf makroökonomische Modelle.

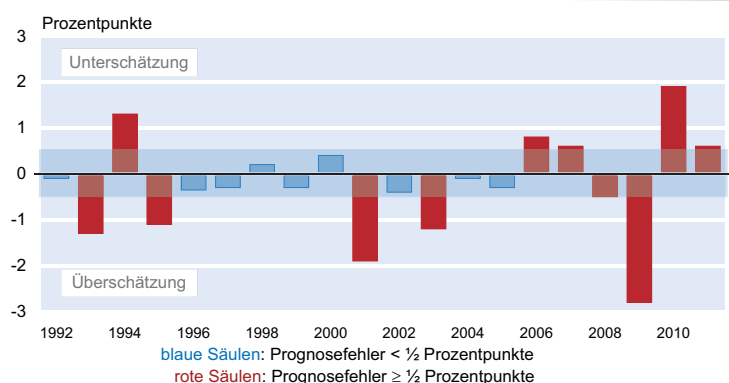
Prognosebilanz für das reale Bruttoinlandsprodukt

Im Folgenden soll zunächst die Prognosebilanz des ifo Instituts für die Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts in Deutschland für den Zeitraum 1991 bis 2011 beleuchtet werden (vgl. Nierhaus 2012a, 22 ff.). Der Prognosefehler für ein bestimmtes Jahr *t* wird gemessen an der Differenz zwischen dem ersten vorläufigen Ergebnis, das das Statistische Bundesamt im Januar des Folgejahres *t* + 1 publiziert, und dem im Dezember des Vorjahres *t* – 1 vom ifo Institut prognostizierten Wert, der im *ifo Schnelldienst* (vor dem Jahr 2001: *ifo Wirtschaftskonjunktur*) veröffentlicht worden ist.

Der Prognosefehler war immerhin in neun von 20 Jahren dem Betrag nach kleiner war als ein halber Prozentpunkt, was der amtlichen Revisionsmarge in der Jahresrechnung für das reale BIP entspricht (vgl. Abb. 1). In drei Jahren waren die Abweichungen vom amtlichen Ergebnis sogar geringer als 1/4 Prozentpunkt. Absolute Prognosefehler in der Größenordnung von mehr als 1 Prozentpunkt gab es in den Jahren 1993, 1994, 1995, 2001, 2003 sowie im Krisenjahr 2009 und im darauf folgenden Boomjahr 2010.

Auffällig ist, dass die Zahl an Überschätzungen größer ist als die Zahl der Unterschätzungen. Der *mittlere Prognosefehler (MF)* fällt denn auch für den betrachteten Zeitraum mit – 0,2 Prozentpunkten leicht negativ aus. Allerdings können sich bei diesem Prüfmaß, das auf die systematische Verzerrung (*Bias*) von Prognosen abstellt, positive und negative Abweichungen gegenseitig aufheben. Die durchschnittliche Prognosequalität kann deshalb besser an den beiden Kennziffern *mittlerer absoluter Fehler (MAF)* bzw. *Wurzel aus dem mittleren quadratischen Fehler (WMQF)* festgemacht werden. Für die BIP-Prognosen des ifo Instituts beträgt der mittlere absolute Fehler 0,8 Prozentpunkte; die Wurzel aus dem mittleren quadratischen Fehler, der große Prognosefehler (wie z.B. in den Jahren 2009 und 2010) stärker berücksichtigt, liegt bei 1,1. Wird letztere Kennziffer ins Verhältnis gesetzt zur Wurzel aus dem mittleren quadratischen Fehler, der sich ergibt, wenn als Schätzwert für das Jahr *t* die realisierte BIP-Wachstumsrate des Vorjahres *t* – 1 eingestellt wird (naive Prognose), so erhält man mit dem *Theilschen Ungleichheitskoeffizient (U)* ein weiteres Maß für die Prognosegüte. Ist der Ungleichheitskoeffizient kleiner als 1, so ist die Prognose besser als die als Vergleichsmaßstab herangezogene naive Prognose. Für die BIP-Prognosen des ifo Instituts für den Zeitraum 1992 bis 2011 beträgt der Theilsche Ungleichheitskoeffizient 0,4, was zeigt, dass die Prognosen deutlich besser waren als naive Prognosen, in denen die reale BIP-Veränderung des Vorjahres fortgeschrieben wird (vgl. Tab. 1).

Abb. 1
Prognosefehler für das reale Bruttoinlandsprodukt^{a)}
1992–2011



⁶ Gemessen an der mittleren absoluten Revision (Mittel der im Zeitraum 1999 bis 2007 beobachteten Abweichungen zwischen vorläufigen und endgültigen Veränderungsrate des realen BIP ohne Berücksichtigung der Vorzeichen) vgl. Statistisches Bundesamt (2012).

^{a)} Differenz zwischen dem ersten amtlichen Wert für die Veränderungsrate des realen BIP im Jahr *t* und der im Dezember des jeweiligen Vorjahres *t* – 1 vom ifo Institut prognostizierten Rate.

Quelle: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des ifo Instituts.

Tab. 1
Ausgewählte Maße für die Prognosegüte^{a)}

	Mittlerer Prognosefehler ^{b)} MF	Mittlerer absoluter Prognosefehler ^{c)} MAF	Wurzel aus dem mittleren quadratischen Prognosefehler ^{d)} WMQF	Theilscher Ungleichheits- koeffizient ^{e)} U	nachrichtlich: ^{f)} WMQF/ σ
Zeitraum 1992 bis 2011					
ifo Institut	- 0,2	0,8	1,1	0,4	0,6
SVR ^{g)}	- 0,4	1,2	1,6	0,6	0,8
Herbstgutachten	- 0,5	1,3	1,7	0,6	0,9
Zeitraum 1992 bis 2001					
ifo Institut	- 0,3	0,7	0,9	0,4	0,8
SVR ^{g)}	- 0,5	1,1	1,3	0,6	1,0
Herbstgutachten	- 0,7	1,0	1,2	0,6	1,0
Zeitraum 2002 bis 2011					
ifo Institut	- 0,1	0,9	1,2	0,3	0,5
SVR	- 0,3	1,3	1,9	0,5	0,8
Herbstgutachten	- 0,4	1,5	2,0	0,6	0,9

^{a)} Differenz zwischen dem amtlichen Wert für die Veränderungsrate des realen BIP im Jahr t und der im Herbst des jeweiligen Vorjahres $t - 1$ für das Jahr t prognostizierten BIP-Rate. Der amtliche Wert wurde den ersten Ergebnissen des Statistischen Bundesamts für das Jahr t entnommen, die im Januar des Folgejahrs $t + 1$ veröffentlicht werden. – ^{b)} $MF = 1/T \sum_{i=1, \dots, T} (R_i - P_i)$, wobei R_i die amtliche BIP-Rate im Jahr t und P_i die für dieses Jahr prognostizierte Rate bezeichnet. – ^{c)} $MAF = 1/T \sum_{i=1, \dots, T} |R_i - P_i|$. – ^{d)} $WMQF = \sqrt{1/T \sum_{i=1, \dots, T} (R_i - P_i)^2}$. – ^{e)} $U = WMQF/WMQF_{naiv}$. Bei der Berechnung von $WMQF_{naiv}$ wurde als naive Prognose für das Jahr t die amtliche Veränderungsrate des realen BIP aus dem Vorjahr $t - 1$ eingestellt. – ^{f)} Das Symbol σ bezeichnet die Standardabweichung der amtlichen Veränderungsrate des realen BIP für den jeweiligen Untersuchungszeitraum. – ^{g)} Für die Jahre 1992 bis 1994 wurde für die Berechnung des SVR-Prognosefehlers die Angaben für Westdeutschland verwendet, da es in den Jahresgutachten 1991 bis 1993 noch keine gesamtdeutschen BIP-Schätzungen gibt.

Quelle: Statistisches Bundesamt, Fachserie 18, Reihe 1.1; Herbstgutachten der Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose; Jahresgutachten des Sachverständigenrats zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung; Berechnungen des ifo Instituts.

Tabelle 1 präsentiert in Ergänzung die nach den gleichen Kriterien evaluierten BIP-Prognosen des Herbstgutachtens der Wirtschaftsforschungsinstitute (Veröffentlichungstermin: Mitte Oktober) und des Jahresgutachtens des Sachverständigenrats (Veröffentlichungstermin: Mitte November). Im Vergleich mit diesen Prognosen schneidet die ifo Dezemberprognose bei allen Prüfmaßen am besten ab. In diesem Ergebnis schlagen sich naturgemäß der verbesserte Informationsstand und der von sechs auf fünf Quartale verkürzte Prognosehorizont nieder. So stehen zum Zeitpunkt der Erstellung der ifo Prognose im Dezember bereits die Ergebnisse der VGR für das dritte Quartal des jeweiligen Jahres zur Verfügung. Zudem ist die Entwicklung von Produktion und Auftragseingang für den Monat Oktober bekannt. Schließlich gibt es die Ergebnisse des ifo Konjunkturtests für November (und oftmals bereits auch für den Dezember). Dies alles erhöht die Informationsmenge insbesondere im Hinblick auf die Schätzung des statistischen Überhangs am Jahresende und verbessert von daher nicht unbeträchtlich die Prognosequalität.

Abschließend soll untersucht werden, ob, und wenn ja, wie sich die Treffsicherheit der drei betrachteten Prognoseanbieter im Zeitablauf geändert hat. Wird hierzu der gesamte

Untersuchungszeitraum in zwei gleich lange Teilzeiträume zerlegt, so zeigt sich für den Zeitabschnitt 2002 bis 2011 im Vergleich zum Abschnitt 1992 bis 2001, dass sich bei etwas geringerem *Bias* der mittlere absolute Prognosefehler (*MAF*) und auch die Wurzel aus dem mittleren quadratischen Prognosefehler (*WMQF*) zum Teil merklich erhöht haben. Dies ist aber in erster Linie ein Reflex der deutlich gestiegenen BIP-Volatilität – die Standardabweichung σ der Veränderungsrate des realen BIP ist für diesen Zeitraum nahezu doppelt so hoch wie in den Jahren 1992 bis 2001. Je volatiliter aber eine Variable ist, desto schwieriger ist sie zu prognostizieren.⁷

Bereinigt man das Maß *WMQF* um diesen Effekt, indem man durch die Standardabweichung dividiert, so indiziert die Kennziffer *WMQF*/ σ für die Jahre 2002 bis 2011 keine Verschlechterung der Prognoseperformance (vgl. Tab. 1, letzte Spalte). Gegenüber dem Zeitabschnitt 1992 bis 2001 hat sich die Prognoseleistung nach diesem Indikator so-

⁷ Die Standardabweichung σ stellt somit eine Kennziffer für die *Schwierigkeit* dar, eine Variable wie das reale BIP zu prognostizieren. Zudem entspricht σ dem Fehlermaß *WMQF* von naiven Prognosen, bei denen die tatsächliche Trendwachstumsrate im Prognosezeitraum eingestellt wird. In diesem Kontext kann *WMQF*/ σ als ein spezieller Theilscher Ungleichheitskoeffizient interpretiert werden (vgl. McNees 1988).

gar etwas erhöht. Die These, die Treffsicherheit von Wachstumsprognosen habe im vergangenen Jahrzehnt tendenziell abgenommen (vgl. Heilemann und Stekler 2012), kann zumindest für die hier untersuchten Prognosen – sofern um die erhöhte BIP-Volatilität korrigiert wird – nicht bestätigt werden.

Zur Bedeutung der Rahmenbedingungen

Auffällig ist, dass die durchschnittliche Wachstumsdynamik im gesamten Untersuchungszeitraum 1992 bis 2011 nicht nur vom ifo Institut, sondern auch vom Sachverständigenrat und von der Gemeinschaftsdiagnose überschätzt worden ist. So hat der mittlere Prognosefehler für die Wachstumsrate des realen BIP beim Jahresgutachten des SVR eine negative *Verzerrung* von 0,4 Prozentpunkten und beim Herbstgutachten der Institute sogar von 0,5 Prozentpunkten (vgl. Tab. 1). Ein Grund hierfür könnte einmal gewesen sein, dass in den Prognosen die Trendwachstumsrate des realen BIP zu hoch angesetzt worden ist (vgl. Nierhaus 2006). Hier schlägt methodisch zu Buche, dass Trendschätzungen am aktuellen Rand des Wirtschaftsgeschehens generell mit großer Unsicherheit behaftet sind. Neu hinzugefügte Werte können das durch den Filter gezeichnete Bild deutlich verändern (vgl. Kaiser und Maravall 2001).

Zur Überschätzung der konjunkturellen Dynamik in den vergangenen zwei Jahrzehnten hat aber auch beigetragen, dass sich in diesem Zeitraum eine beispiellose Folge negativer Schocks ereignet hat, die die Rahmenbedingungen für die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland zum Schlechteren hin veränderte. So war es im Jahr 2001 in den USA entgegen allgemeiner Erwartung zu einer »harten Landung« der Konjunktur gekommen; im März geriet die amerikanische Wirtschaft nach NBER-Datierung in die Rezession. Der nicht vorhersehbare Terroranschlag vom 11. September hat diese Entwicklung noch verlängert. In Deutschland kostete die kräftige Verteuerung von Energie und Nahrungsmitteln (bei letzteren im Gefolge der Tierseuchen BSE und MKS) Kaufkraft. All dies trug mit zu dem relativ hohen Prognosefehler im Jahr 2001.

Das Produktionsergebnis für das Jahr 2003 wurde ebenfalls deutlich überschätzt. Hier belasteten vor allem der Ausbruch des Irak-Kriegs und der damit verbundene Höhenflug der Erdölpreise. Hinzu kam der unvorhersehbare Ausbruch der Lungenkrankheit SARS in Südostasien und in Kanada. Zudem wurde die Konjunktur durch die Kursrückgänge an den internationalen Finanzmärkten weltweit über negative Vermögenseffekte gedämpft. Auch hatte der Euro gegenüber dem US-Dollar stärker als erwartet aufgewertet, was die Exportwirtschaft zusätzlich bremste.

In den Jahren 2008/09 geriet die besonders exportabhängige Wirtschaft Deutschlands durch die globale Finanz- und Wirtschaftskrise in eine schwere Rezession. Das reale Bruttoinlandsprodukt sank im Jahresdurchschnitt 2009 um 5,0%, das war der stärkste Einbruch seit Bestehen der Bundesrepublik. In der Dezemberprognose 2008 hatte das ifo Institut für das Jahr 2009 einen Rückgang des realen BIP von 2,2% prognostiziert, was zum Zeitpunkt der Veröffentlichung die pessimistischste Vorausschätzung gewesen war (vgl. Heilemann 2009). Gegenüber der im Gemeinschaftsgutachten vom Oktober 2008 genannten BIP-Rate von + 0,2% bedeutete dies eine Abwärtsrevision von nicht weniger als 2,4 Prozentpunkten⁸, was eine notwendige Korrektur im Hinblick auf die erst nach der Fertigstellung des Herbstgutachtens bekanntgewordene Verschlechterung wichtiger Konjunkturindikatoren gewesen war.⁹ Gleichwohl hatte das ifo Institut den tatsächlichen Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion im Jahr 2009 mit dieser Prognose aber immer noch deutlich unterschätzt.

Ein wichtiger Grund für diese Fehleinschätzung lag in der zu optimistischen Annahme über das Welthandelswachstum. Während unterstellt wurde, dass der reale Welthandel 2009 noch leicht um 0,5% zunimmt, brach er tatsächlich um mehr als 10% ein. Für die Dimension dieses globalen Wirtschaftseinbruchs und damit für die Setzung einer realistischeren Annahme für den Welthandel gab es zum Prognosezeitpunkt schlichtweg keine verwertbaren Erfahrungen. Dies ist bei der Beurteilung der großen Fehlermarge dieser Prognose zu berücksichtigen.

Auch bei der ifo Prognose für das Jahr 2010 war der Schätzfehler mit knapp 2 Prozentpunkten überdurchschnittlich groß. Bei dieser Prognose war, was die Einschätzung der Weltkonjunktur anbetraf, von der zentralen Setzung ausgegangen worden, dass Rezessionen länger andauern, wenn sie mit Finanz- und Immobilienkrisen einhergehen.¹⁰ Auch waren die in vielen Ländern 2010 angesprochenen Ausgabenprogramme zum Prognosezeitpunkt noch nicht voll erkennbar. Der starke Wiederanstieg des Welt Handels und der deutschen Ausfuhren ist von daher unterschätzt worden. Binnenwirtschaftlich schlug zu Buche, dass die Investitionen im Gefolge des fulminanten Exportbooms stärker als erwartet ausgeweitet wurden. Die Investitionskonjunktur wurde auch dadurch befördert, dass sich – anders als angenommen – die Kreditkonditionen

⁸ Die Intervallprognose des Herbstgutachtens für das Jahr 2009 reichte bei einer Vertrauenswahrscheinlichkeit von 68% von + 1,3 bis – 0,9%, die Intervallprognose der ifo Dezemberanalyse von – 1,4 bis – 3,0%.

⁹ So konnte z.B. der krisenbedingt scharfe Abschwung der Industrieproduktion von September 2008 im Gemeinschaftsgutachten nicht berücksichtigt werden, weil der amtliche Produktionsindex für diesen Monat vom Statistischen Bundesamt turnusmäßig erst Anfang November veröffentlicht wurde.

¹⁰ Zu einer profunden historischen Analyse wirtschaftlicher Schwächephasen im Gefolge von Finanzkrisen vgl. Reinhart und Rogoff (2009).

für Unternehmen im Jahresverlauf deutlich besserten und Investoren zunehmend heimische statt ausländische Projekte präferierten.

Die relativ großen Fehlermargen der Jahre 2001, 2009 und 2010, die inhaltlich vor allem durch die exogenen Annahmen verursacht wurden, wirken sich auf die Durchschnittswerte vieler Fehlermaße verzerrend aus. Ohne diese »Ausnahmehahre« beträgt z.B. der mittlere absolute Fehler im Zeitraum 1992 bis 2011 bei den BIP-Prognosen des ifo Instituts nicht 0,8 wie in Tabelle 1 angegeben, sondern lediglich 0,6. Er ist damit nur unwesentlich höher als die mittlere absolute Revision des Statistischen Bundesamts bei dieser Variablen. Diese Ergebnisse lassen das »Prognostiker-Bashing«, das seit geraumer Zeit in der Öffentlichkeit en vogue ist, in einem anderen Licht erscheinen.¹¹

Fazit

Trotz aller Schwächen sind und bleiben Konjunkturprognosen für die Orientierung der Entscheidungsträger von Wirtschaft und Politik unentbehrlich. Allerdings lässt sich das Wirtschaftsgeschehen aufgrund der sich ändernden Rahmenbedingungen sowie des ständigen und teilweise sehr schnellen Wandels, dem wirtschaftliches Verhalten unterliegt, trotz der Weiterentwicklung des prognostischen Instrumentariums und der Verbreiterung der statistischen Datenbasis nicht fehlerfrei vorausschätzen. Oft braucht es geraume Zeit, bis sich Änderungen von Trends statistisch signifikant identifizieren lassen. Und über die Größe und Persistenz von unvorhersehbaren Schocks lassen sich auf kurze Sicht immer nur überschlägige Aussagen treffen. Konjunkturprognosen sind bedingte Wahrscheinlichkeitsaussagen. Weil sich die Bedingungen und damit die zu setzenden Annahmen laufend verändern, ist es nötig, die Prognosen auch im Jahresverlauf immer wieder anzupassen. Auch wenn damit die Unsicherheit über die Zukunft nicht beseitigt werden kann – Konjunkturforscher sind weder Hellseher noch Propheten – so können die Prognosen doch dazu beitragen, die Unsicherheit zu verringern. Sie erleichtern damit die Planung der Unternehmen und helfen der Wirtschafts- und Finanzpolitik sich auf die zukünftige Entwicklung besser einzustellen.

Literatur

Abberger, K. und W. Nierhaus (2007), »Das ifo Geschäftsklima und Wendepunkte der deutschen Konjunktur«, *ifo Schnelldienst* 60(3), 26–31.

Borchardt, K. (1979), »Produktions- und Verwertungsbedingungen von Langfristprognosen in historischer Perspektive«, *Allgemeines Statistisches Archiv* 63(1), 1–25.

Carstensen, K., S. Henzel, J. Mayr und K. Wohlrabe (2009), »IFOCAS: Methoden der ifo Kurzfristprognose«, *ifo Schnelldienst* 62(23), 15–28.

Chatfield, C. (1993), »Calculating Interval Forecasts«, *Journal of Business & Economic Statistics* 11(2), 121–135.

Grunberg, E. und F. Modigliani (1954), »The Predictability of Social Events«, *Journal of Political Economy* 62, 465–478.

Heilemann, U. (2009), »Djè Vu: Prognose in der Krise«, *Wirtschaftsdienst* 89(2), 90–95.

Heilemann, U. und H.O. Stekler (2012), »Has The Accuracy of Macroeconomic Forecasts for Germany Improved?«, *German Economic Review*, online verfügbar unter: doi: 10.1111/j.1468-0475.2012.00569.x, 1–19.

Hendry, D.F. und G.E. Mizon (2012), »Forecasting from Structural Econometric Models«, Discussion paper 597, Economics Department, Oxford.

Henshel, R.L. (1995), »The Grunberg/Modigliani and Simon Possibility Theorem: A Social Psychological Critique«, *The Journal of Socio-Economics* 24(3), 510–520.

Kaiser, R. und A. Maravall (2001), *Measuring Business Cycles in Economic Time Series*, Springer Verlag, Heidelberg.

Krane, S. (2003), »An Evaluation of Real GDP Forecasts: 1996–2001, Federal Reserve Bank of Chicago«, *Economic Perspectives* 10, 2–121.

McNees, S.K. (1988), »How Accurate are Macroeconomic Forecasts?«, *New England Economic Review*, July/August, 15–36.

Morgenstern, O. (1928), »Wirtschaftsprognose: Eine Untersuchung ihrer Voraussetzungen und Möglichkeiten«, Wien 1928, zitiert nach: G. Betz, »Empirische und aprioristische Grenzen von Wirtschaftsprognosen: Oskar Morgenstern nach 70 Jahren«, in: U. Frank (Hrsg.), *Wissenschaftstheorie in Ökonomie und Wirtschaftsinformatik*, Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden, 2004, 171–190.

Nierhaus, W. (2003), »Wirtschaftskonjunktur 2002: Prognose und Wirklichkeit«, *ifo Schnelldienst* 56(3), 20–23.

Nierhaus, W. (2006), »Wirtschaftskonjunktur 2005: Prognose und Wirklichkeit«, *ifo Schnelldienst* 59(2), 37–43.

Nierhaus, W. (2008), »Preisbereinigtes Bruttoinlandsprodukt: Zur Veröffentlichungspraxis im Gemeinschaftsgutachten«, *ifo Schnelldienst* 61(9), 15–18.

Nierhaus, W. (2010), »Wirtschaftskonjunktur 2009: Prognose und Wirklichkeit«, *ifo Schnelldienst* 63(2), 30–33.

Nierhaus, W. (2012a), »Wirtschaftskonjunktur 2011: Prognose und Wirklichkeit«, *ifo Schnelldienst* 65(2), 22–27.

Nierhaus, W. (2012b), »Konjunkturprognosen heute – Möglichkeiten und Probleme«, *ifo Dresden berichtet* 19(5), 29–37.

Nierhaus, W. und J.-E. Sturm (2003), »Methoden der Konjunkturprognose«, *ifo Schnelldienst* 56(4), 7–23.

Oppenländer, K.H.(1995), »Zum Konjunkturphänomen«, in: K.H. Oppenländer (Hrsg.), *Konjunkturindikatoren*, Oldenbourg, München, Wien, 4–29.

Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2008), *Gemeinschaftsdiagnose Herbst 2008, Deutschland am Rande einer Rezession*, ifo Institut, München.

Reinhart C.M. und K.S. Rogoff (2009), *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (1964), *Jahresgutachten 1964/65*, Wiesbaden.

Statistisches Bundesamt (2012), »Bruttoinlandsprodukt 2011 für Deutschland«, Begleitmaterial zur Pressekonferenz am 11. Januar 2012.

¹¹ Vgl. dazu etwa den Leitartikel des *Handelsblatts* »Die Irrtums-Industrie« vom 25. Oktober 2012.

Widersprüchliche Signale zur Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen – geringes Leasingwachstum

Die deutsche Wirtschaft bewegt sich trotz ungünstiger Rahmenbedingungen im europäischen Umfeld bisher noch auf einem flachen Wachstumspfad. Schon die ifo Prognose vom Dezember 2011 ging für das Jahr 2012 von einer spürbaren Abschwächung der wirtschaftlichen Dynamik und nicht von einer Rezession aus; für das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) wurde nur noch eine Wachstumsrate von etwa ½% erwartet (vgl. Carstensen et al. 2011). Dank der überraschend guten Zahlen, die das Statistische Bundesamt zur wirtschaftlichen Entwicklung im Auftaktquartal von 2012 bekannt gab (BIP gegenüber Vorjahr preisbereinigt: + 1,7%), wird die Jahreswachstumsrate – trotz der danach folgenden deutlichen konjunkturellen Abkühlung (zweites Quartal: + 0,5%, drittes Quartal: + 0,4%, vgl. Statistisches Bundesamt 2012a) – für 2012 wohl bei 0,7% liegen (vgl. Carstensen et al. 2012).

Während sich der private Verbrauch das ganze Jahr über gut halten konnte, haben die Abkühlung der Weltwirtschaft und die Zuspitzung der Schuldenkrise in Europa die Investitionstätigkeit der Unternehmen spürbar in Mitleidenschaft gezogen. Die Investitionsbereitschaft der Unternehmen ist in hohem Maße von den wirtschaftlichen Perspektiven abhängig, niedrige Zinsen alleine reichen dafür nicht. Die Gemeinschaftsdiagnose vom Herbst 2012 geht für 2012 von einem Rückgang der nominalen Ausrüstungsinvestitionen (einschließlich sonstiger Anlageinvestitionen) von rund 2% aus (vgl. Gemeinschaftsdiagnose 2012). Sollten sich jedoch die am 23. November vom Statistischen Bundesamt veröffentlichte erste Schätzung für die realen Ausrüstungsinvestitionen im dritten Quartal (– 8,0%) und die gemeldeten Revisionen – im zweiten Quartal um – 4,8% (statt der bisher bekanntgegebenen – 3,1%) letztlich als realistisch erweisen, so wäre für 2012 mit einem noch wesentlich kräftigeren Minus bei den Ausrüstungsinvestitionen zu rechnen (vgl. Statistisches Bundesamt 2012b). Um als Folge eines bloßen, durch Planungsunsicherheiten ausgelösten Attentismus interpretiert zu werden, wäre ein solcher Rückschlag zu heftig. Denn die deutschen Unternehmen wurden diesmal ja nicht von einem plötzlichen Abschwung überrascht, sondern sind größtenteils bestens präpariert. Immerhin bekennen sich manche sogar zu einer antizyklischen Investitionspolitik.

Die Ergebnisse der aktuellen Investitionstests des ifo Instituts aus dem Jahr 2012 im Verarbeitenden Gewerbe, dem Handel

und in der Leasingbranche, die zusammen über 50% der gesamtwirtschaftlichen Ausrüstungsinvestitionen abdecken, lassen allerdings kein so starkes Minus erwarten, sie zeigen in diesen Sektoren für das Jahr 2012 sogar einen Zuwachs (vgl. Sauer 2012a; 2012b). Am deutlichsten dürfte er im westdeutschen Verarbeitenden Gewerbe und in den neuen Bundesländern ausfallen. Die Meldungen der westdeutschen Unternehmen ergaben für 2012 (nach dem Planungsstand vom Frühjahr) einen Investitionsanstieg von (nominal und real) rund 7% (vgl. Weichselberger 2012). In den neuen Bundesländern zeichnet sich für 2012 sogar ein zweistelliges Investitionswachstum ab (vgl. Jäckel 2012). Mit den ersten Auswertungen der Erhebung vom Herbst wurden diese Pläne weitgehend bestätigt. Auch der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft ist im November, nach sechs Rückgängen in Folge, erstmals wieder gestiegen, und auch im Dezember hat sich der Stimmungsindikator weiter verbessert. Zwar schätzten die befragten Unternehmen ihre aktuelle Lage im Dezember etwas ungünstiger ein als im Vormonat, doch hat die Skepsis bezüglich der weiteren Geschäftsentwicklung deutlich abgenommen. In der Industrie verzeichneten die Geschäftserwartungen sogar den stärksten Anstieg seit August 2009. Überraschend hat sich auch die Stimmung der Wirtschaft in der Eurozone erstmals seit Monaten verbessert, und zwar in der Industrie ebenso wie bei den Dienstleistern und im Einzelhandel (vgl. o.V. 2012a). Schließlich erhöhte sich in der deutschen Industrie der Auftragszugang im Oktober gegenüber dem Vor-

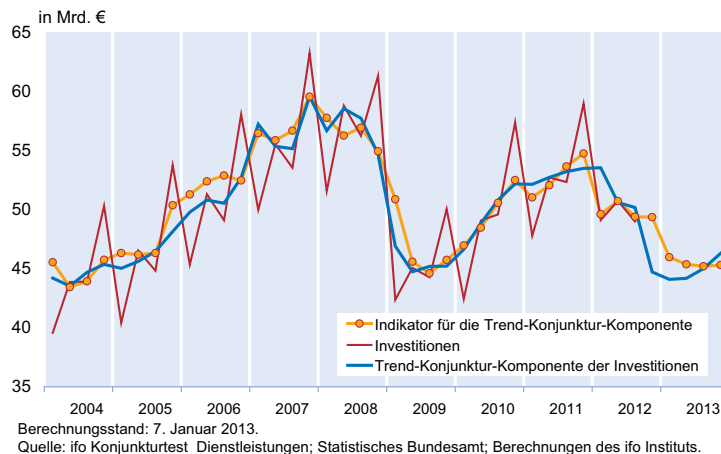
monat so kräftig wie seit fast zwei Jahren nicht mehr. Dabei verbuchten die Hersteller von Maschinen, Fahrzeugen und anderen Investitionsgütern mit 4,5% den größten Zuwachs, wie das Bundeswirtschaftsministerium kürzlich mitteilte. Verantwortlich für den überraschend hohen Anstieg waren vor allem Bestellungen von außerhalb der Eurozone (vgl. o.V. 2012b).

Des Weiteren sind seit sechs Quartalen so starke Abweichungen beim Wachstumstempo von Mobilien-Leasing und den gesamtwirtschaftlichen Ausrüstungsinvestitionen festzustellen wie schon lange nicht mehr (vgl. BDL 2012). Angesichts des inzwischen erreichten Niveaus der Leasinginvestitionen ist deren erheblich stärkere Wachstumsdynamik mit den entsprechenden Marktanteilsgewinnen erstaunlich. Den Trendumfragen des Bundesverbandes Deutscher Leasing-Unternehmen (BDL) zufolge ist der Anschaffungswert des Neugeschäfts mit Mobilien in den ersten drei Quartalen 2012 gegenüber dem entsprechenden Vorjahreszeitraum um 2,7% gewachsen. Einen Zuwachs gab es indes nur bei Straßenfahrzeugen, Medizintechnik und sonstigen Ausrüstungsgütern, sichtliche Rückgänge wurden dagegen bei den Maschinen für die Produktion, den Büromaschinen, den Luft-, Schienen- und Wasserfahrzeugen sowie bei den immateriellen Wirtschaftsgütern registriert.

Der auf den Geschäftslagebeurteilungen der Leasinggesellschaften basierende Investitionsindikator¹, den das ifo Institut und der Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen gemeinsam ermitteln, wird stark von den Daten der amtlichen Statistik dominiert. Nach den negativen Werten für die vergangenen beiden Quartale signalisiert er einen nominalen Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen einschließlich der sonstigen Anlagen von rund 3% im Jahr 2012 und ein noch kräftigeres Minus für 2013. Dabei würde die Trend-Konjunktur-Komponente sogar noch unter das Niveau von 2009 zurückfallen (vgl. Abb. 1). Das ist aus heutiger Sicht jedoch unwahrscheinlich, zumal die zuletzt vom Statistischen Bundesamt ausgewiesenen Zahlen die tatsächliche Entwicklung negativ überzeichnen könnten.

Obwohl die Finanzierungsbedingungen unverändert gut sind – nur 21,1% der Unternehmen berichteten im Dezember von einer restriktiven Kreditvergabepraxis ihrer Banken –, hal-

Abb. 1
Flaute bei den Ausrüstungsinvestitionen?



ten sich die Unternehmen mit Investitionen in Maschinen, Geräte und Fahrzeuge offenbar zurück. Dementsprechend ist die vorhandene Maschinenkapazität zurzeit mehr als ausreichend, um die wenig dynamische Nachfrage zu befriedigen. Seit einem Jahr sinkt die Kapazitätsauslastung in der Industrie und ist seit dem Herbst 2012 auch leicht unterdurchschnittlich. Der Auslastungsgrad der Maschinen und Geräte lag im Oktober 2012 mit 81,4% um fast 3½ Prozentpunkte unter dem Vorjahreswert. Auch bewerteten die Befragungsteilnehmer des ifo Konjunkturtests ihre vorhandenen technischen Kapazitäten zunehmend als zu hoch. Nahezu jedes vierte Industrieunternehmen hielt seine Produktionsmöglichkeiten im Hinblick auf die erwartete Nachfrage in den nächsten zwölf Monaten für überdimensioniert.

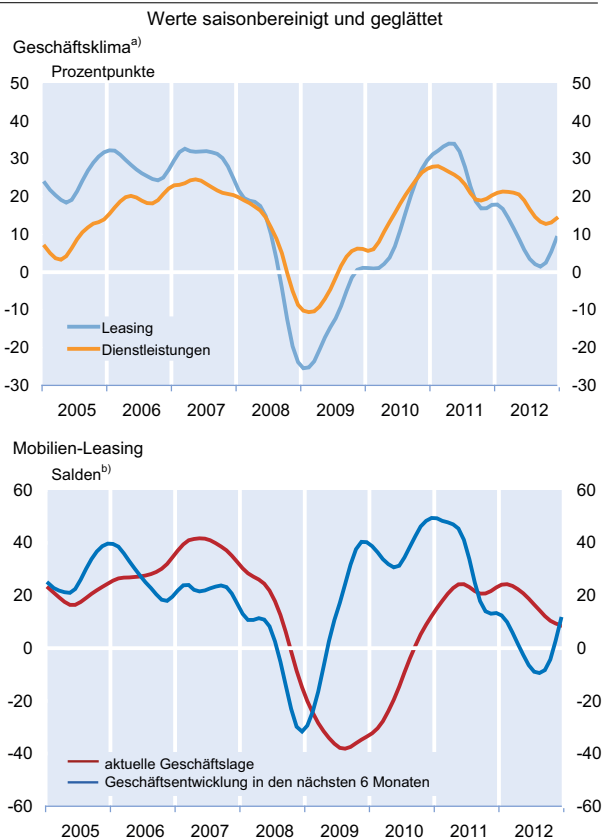
Nach der rasanten Zunahme der unternehmerischen Investitionen und des Leasinggeschäfts 2010 und 2011 deutet auch der geglättete Geschäftsklimaindikator² im Leasingbereich auf eine spürbare Wachstumsabschwächung hin. Dennoch gibt es gemäß den Konjunkturumfragen des ifo Instituts bescheidene Hoffnungssignale: Seit den Frühjahrsmonaten 2012 tendieren zwar die Geschäftslageurteile nach unten, per saldo berichtete im Dezember aber immer noch knapp jedes zehnte Leasingunternehmen über eine relativ gute Geschäftssituation. Allerdings wurden die Geschäftserwartungen für die kommenden Monate bereits zum vierten Mal in Folge angehoben. Zuletzt überwogen (mit per saldo + 11%) sogar wieder recht deutlich die positiven Stimmen. Mehr als ein Aufkeimen der Erwartung einer Bodenbildung in einem Zeithorizont bis zur Jahresmitte 2013 sollte aber hierin vorerst nicht gesehen werden (vgl. Abb. 2).

Auch bei der Automobilkonjunktur gab es 2012 deutliche Brems Spuren. Zwar dürfte der Einbruch in Deutschland nicht

¹ Dieser Forschungsansatz basiert auf den Urteilen zur aktuellen Geschäftslage der Leasinggesellschaften aus dem monatlichen ifo Konjunkturtest Dienstleistungen. Er benutzt ein strukturelles Zeitreihenmodell, das die Zeitreihen Geschäftslage und Investitionen in ihre Bestandteile Trend, Zyklus, Saison und irreguläre Komponente zerlegt. Dabei dient insbesondere die Zykluszerlegung der Geschäftslage zur Prognose der Investitionszeitreihen. Detaillierte Informationen zur Methode finden sich in Gürtler und Städler (2007).

² Im Detail beschreiben dieses Testverfahren Koopmann et al. (2000).

Abb. 2
Unternehmensnahe Dienstleister und Leasing



^{a)} Durchschnitt der Salden aus den Prozentsätzen der positiven und der negativen Meldungen zu den Größen "Geschäftslage" und "Geschäftserwartungen".
^{b)} Differenz aus den Prozentanteilen der positiven und negativen Firmenmeldungen.

Quelle: ifo Konjunkturtest Dienstleistungen, Berechnungsstand: 7. Januar 2013.

so stark ausgefallen sein wie im Durchschnitt Westeuropas, in der Jahresbilanz 2012 ist jedoch bei den Neuzulassungen von Straßenfahrzeugen bereits ein Minus von 3,1% aufgelaufen. Verheerend waren insbesondere die Zulassungszahlen im Dezember, bei den Personenkraftwagen bezifferte sich das Minus auf mehr als 16%. Auch der Nutzfahrzeugmarkt konnte 2012 die günstige Entwicklung der Vorjahre nicht fortsetzen. Die Lastkraftwagen stehen mit -7,1% in der Jahresbilanz, bei den Sattelzugmaschinen waren es mehr als 12% weniger als im Jahr zuvor (vgl. Kraftfahrt-Bundesamt 2013). Das Leasinggeschäft wurde auch 2012 maßgeblich von der Entwicklung auf dem Markt für Straßenfahrzeuge tangiert, hat aber insgesamt und auch bei Straßenfahrzeugen besser abgeschnitten als der Gesamtmarkt. Wie die Ergebnisse des jüngsten ifo Investitionstests zeigen, werden die Investitionen der Leasinggesellschaften 2012, trotz eines vielversprechenden Starts in den ersten Monaten des Jahres, nur sehr moderat zunehmen. Im Jahresdurchschnitt wird im Neugeschäft mit Mobilien-Leasing wohl noch ein Wachstum von 0,5% auf rund 47,2 Mrd. Euro generiert werden können. Die Mobilien-Leasingquote steigt

dadurch kräftig, von 22,2 auf 22,7% (vgl. Städtler 2012). Immerhin haben die Leasinggesellschaften zu ihrem 50-jährigen Branchenjubiläum zumindest überdurchschnittlich abgeschnitten.

Die Abkühlung der Weltwirtschaft und die Schuldenkrise in Europa werden auch 2013 die Situation der Wirtschaft in Deutschland tangieren. Lange Zeit hat sich die Realwirtschaft in Deutschland ziemlich robust gegenüber diesen Einflüssen gezeigt, erste Schwächezeichen sind aber bereits seit Monaten zu erkennen; die Sorge in Bezug auf ein stärkeres Übergreifen ist gewachsen. Die Signale, die von den verschiedenen Konjunkturindikatoren ausgehen, sind gegenwärtig jedoch nicht einheitlich. Der ifo Indikator für das Wirtschaftsklima im Euroraum ist im vierten Quartal 2012 weiter gesunken. Während sich die aktuellen Lagebeurteilungen nur leicht eingetrübt haben, sind die Erwartungen für die nächsten sechs Monate erheblich zurückgegangen (vgl. Nerb und Plenk 2012). Als derzeit wichtigstes wirtschaftliches Problem nennen die befragten Experten mehrheitlich die zu geringe Nachfrage. Der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands ist dagegen nach sechs Rückgängen in Folge im November und Dezember 2012 leicht gestiegen, vor allem die Erwartungskomponente des Indikators hat sich spürbar verbessert. Die deutsche Konjunktur stemmt sich gegen die Eurokrise (vgl. Sinn 2012a). Auch der deutliche Anstieg des ZEW-Indikators drückt die Erwartung der Finanzmarktexperten aus, dass sich die Konjunktur in Deutschland allmählich stabilisiert. Der ZEW-Index ist im Dezember unerwartet kräftig nach oben gesprungen und liegt damit erstmals seit Mai 2012 wieder im positiven Bereich (vgl. ZEW 2012).

Einige Institutionen sehen die schwache Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland mit Sorge. So mahnte kürzlich der IWF Strukturreformen an, die nötig seien, um die notorisch niedrigen Investitionen zu steigern (vgl. Piper 2012). Auch der US-Ökonom und Nobelpreisträger Michael Spence weist darauf hin, dass private und öffentliche Investitionen nötig sind, um wieder Wachstum zu erreichen. Er ist jedoch skeptisch, ob die Politik angesichts des Haushaltsdrucks den Mut zu unpopulären Entscheidungen hat, um Raum für wachstumsorientierte Investitionen zu schaffen. Eher sei mit einer geringeren Investitionstätigkeit des öffentlichen Sektors zu rechnen, weil dies zumindest kurzfristig bei den Wählern weniger Unmut auslöse als Kürzungen an anderer Stelle oder Steuererhöhungen (vgl. Spence 2012). Umso wichtiger ist es, die Investitionstätigkeit des privaten Sektors zu stärken. Eine mittelfristig nahezu aufkommensneutrale und zudem schnell realisierbare sowie unbürokratische Möglichkeit für den Fiskus wäre etwa, die vor Jahren verschlechterten Abschreibungstabellen wieder zu verbessern und/oder die degressive Abschreibung wieder zuzulassen. Das macht das Investitionsrisiko, vor allem für mittelständische Betriebe

be, überschaubarer. Es sei daran erinnert, dass im Rahmen der Unternehmensteuerreform von 2001 der Körperschaftsteuersatz kräftig gesenkt (von 40 auf 25%) und die Abschreibungsbedingungen im Gegenzug merklich verschlechtert wurden. Hinzu kamen die New-Economy-Krise und die Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe, was die Investitionen für drei Jahre in Folge einbrechen ließ. Das Volumen der Ausrüstungsinvestitionen lag 2003 schließlich um 16% unter dem von 2000. Die Wiedereinführung der degressiven Abschreibung für die Jahre 2009 und 2010, diesmal mit einem Satz von 25%, setzt daher an der richtigen Stelle an, um die Investitionsbereitschaft der Unternehmen anzuregen. Auch der Leasingverband (BDL) ist der Ansicht, dass derartige Anreize die Investitionsbereitschaft der Unternehmen erhöhen könnten (vgl. Lang 2012).

Anlässlich der derzeitigen Investitionsschwäche hat der SPD-Vorsitzende Sigmar Gabriel in einem Interview staatliche Anreize und Hilfen für investierende mittelständische Betriebe gefordert. Er schlug konkret drei Punkte vor: eine Sofortabschreibung von 100%, Steuervergünstigungen für Forschung und Entwicklung sowie Investitionszulagen (vgl. Steinmann und Tartler 2010). Die Erfahrung mit den bisherigen Investitionszulagen hat aber gezeigt, dass diese einen erheblichen zeitlichen Vorlauf benötigen und einen großen bürokratischen Aufwand mit sich bringen. Zum Thema Unternehmensinvestitionen schrieb die Deutsche Bundesbank kürzlich: »Die gegenwärtige Zurückhaltung der Unternehmen verdeutlicht, dass von günstigen Finanzierungsbedingungen kein expansiver Impuls ausgehen muss, wenn Vertrauenseffekte infolge empfindlich eingetübter Erwartungen und anhaltend hoher Unsicherheit das Investitionsklima belasten« (vgl. Deutsche Bundesbank 2012).

Die Wachstumsperspektiven der Leasinggesellschaften werden dadurch belastet, dass die Aussichten für die Automobilkonjunktur 2013 alles andere als rosig sind. Zwar dürfte der Einbruch in Deutschland nicht so stark ausfallen wie im Durchschnitt Westeuropas; nach ersten Schätzungen wird im kommenden Jahr hierzulande aber ein Rückgang der Pkw-Neuzulassungen erwartet, der nach Schätzungen des VDA bei etwa 2% liegen wird (vgl. o.V. 2012c), bei den Nutzfahrzeugen wird das Minus eher noch deutlicher ausfallen. Den Leasinggesellschaften gelang es jedoch in der Vergangenheit mehrfach, auch in solchen Situationen noch Wachstum durch Marktanteilsgewinne in diesem Segment zu generieren, das könnte auch 2013 gelingen. Schließlich dürfte die Investitionsentwicklung auch von ausländischen Investoren getragen werden, denn Deutschland gilt inzwischen wieder als attraktiver und sicherer Standort, mit einer im internationalen Vergleich durchaus noch ausbaufähigen Investitionsquote (vgl. Zschaber 2012).

Literatur

- BDL (2012), »Trendmeldung 3. Quartal 2012«, Ergebnisse, November.
- Carstensen, K., W. Nierhaus, K. Abberger, T. Berg, B. Born, T. Buchen, C. Breuer, S. Elstner, C. Grimme, S. Henzel, N. Hristov, M. Kleemann, W. Meister, J. Plenk, K. Wohlrabe, A. Wolf, T. Wollmershäuser und P. Zorn (2011), »ifo Konjunkturprognose 2011/2012: Schuldenkrise bremst deutsche Wirtschaft aus«, *ifo Schnelldienst* 64(24), 26–72.
- Carstensen, K., W. Nierhaus, T. Berg, T. Buchen, C. Breuer, S. Elstner, C. Grimme, S. Henzel, A. Hristov, N. Hristov, M. Kleemann, W. Meister, J. Plenk, K. Wohlrabe, A. Wolf, T. Wollmershäuser und P. Zorn (2012), »ifo Konjunkturprognose 2012/2013: Eurokrise verzögert Aufschwung«, *ifo Schnelldienst* 65(24), 15–65.
- Deutsche Bundesbank (2012), »Die Wirtschaftslage in Deutschland im Herbst 2012«, *Monatsbericht* November, 5 ff.
- Gürtler, J. und A. Städtler (2007), »Ausgezeichnete Geschäftslage beim Leasing – Boom bei den Ausrüstungsinvestitionen«, *ifo Schnelldienst* 60(12), 54–57.
- Jäckel, P. (2012), »Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes der neuen Länder planen zweistelliges Investitionswachstum 2012«, *ifo Schnelldienst* 65(21), 34–37.
- Koopmann, S.J., A.C. Harvey et al. (2000), *STAMP: Structural Time Series Analyser, Modeller and Predictor*, Timberlake Consultants Press, London.
- Krafftahrt-Bundesamt (2013), »Fahrzeugzulassungen im Dezember 2012«, Pressemitteilung Nr. 1/2013.
- Lang, C. (2012), »Missliche Lage«, *Börsenzeitung*, 23. November, 1.
- Nerb, G. und J. Plenk (2012), »ifo Weltwirtschaftsklima bleibt eingetrübt«, *ifo Schnelldienst* 65(22), 19–30.
- o.V. (2012a), »Freundlicheres Wirtschaftsklima in Euro-Zone«, *Handelsblatt*, 29. November, online verfügbar unter: www.handelsblatt.com.
- o.V. (2012b), »Überraschend hohes Auftragsplus für die Industrie«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 7. Dezember, 13.
- o.V. (2012c), »Der konjunkturelle Gegenwind nimmt zu«, *Frankfurter Allgemeine Zeitung*, 8. November, online verfügbar unter: www.faz.net.
- Piper, N. (2012), »Die fünfte Rezession«, *Süddeutsche Zeitung*, 10. Oktober, 19.
- Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose (2012), »Eurokrise dämpft Konjunktur – Stabilitätsrisiken bleiben hoch«, *ifo Schnelldienst* 65(20), 3–71.
- Sauer, S. (2012a), »ifo Investitionstest Großhandel: Ahermalige Ausweitung der Investitionsvolumina geplant«, *ifo Schnelldienst* 65(13), 76–79.
- Sauer, S. (2012b), »ifo Investitionstest Einzelhandel: Etwas gebremste Investitionsdynamik«, *ifo Schnelldienst* 65(14), 45–49.
- Sinn, H.-W. (2012a), »ifo Geschäftsklima hellt sich etwas auf – Ergebnisse des ifo Konjunkturtests im November 2012«, online verfügbar unter: www.cesifo-group.de, 23. November.
- Sinn, H.-W. (2012b), »Kredithürde sinkt – Ergebnisse des ifo Konjunkturtests im Dezember 2012«, online verfügbar unter: www.cesifo-group.de, 21. Dezember.
- Spence, M. (2012), »Schafft Räume für Investitionen«, online verfügbar unter: www.capital.de, 27. September.
- Städtler, A. (2012), »Rückläufige Investitionen – geringes Leasingwachstum«, *ifo Schnelldienst* 65(23), 69–80.
- Statistisches Bundesamt (2012a), »Bruttoinlandsprodukt im 3. Quartal leicht gewachsen«, Pressemitteilung Nr. 395, 15. November.
- Statistisches Bundesamt (2012b), »Ausführliche Ergebnisse zur Wirtschaftsleistung im 3. Quartal 2012«, Pressemitteilung Nr. 407, 23. November.

Steinmann, T. und J. Tartler (2010), »Gabriel will Steueranreize für Betriebe«, online verfügbar unter: www.ftd.de, 24. Juni.

Weichselberger, A. (2012), »Westdeutsche Industrie: 2012 weiterer Investitionsanstieg«, *ifo Schnelldienst* 65(15), 46–50.

Zschaber, M. (2012), »Der Aufschwung geht 2013 weiter«, *Handelsblatt*, 9. November, online verfügbar unter: www.handelsblatt.com.

ZEW (2012), »ZEW-Konjunkturerwartungen – Vorsichtiger Optimismus bei Konjunkturerwartungen«, online verfügbar unter: www.zew.de, Pressemitteilung vom 11. Dezember.

Investitions- und Beschäftigungspläne der Unternehmen für 2013 – Ergebnisse eine Umfrage unter Managern

Die deutsche Konjunktur hat sich spürbar abgekühlt. Im dritten Quartal wuchs die deutsche Wirtschaft mit nur 0,2%. Für das vierte Quartal 2012 rechnete das ifo Institut in seiner im Dezember veröffentlichten Konjunkturprognose mit einem leichten Minus der gesamtwirtschaftlichen Produktion. Für das Jahr 2013 ist mit einem langsamen Aufschwung zu rechnen. Von welchem Konjunkturszenario die Unternehmen für 2013 ausgehen und wie ihre Investitions- und Beschäftigungspläne für das neue Jahr aussehen, beantworteten rund 600 Manager aus den Wirtschaftsbereichen Industrie, Bau, Handel und Dienstleistung in der ifo Managerbefragung. Die Umfrage wurde im Auftrag der WirtschaftsWoche im Dezember durchgeführt. Der vorliegende Artikel stellt einige ausgewählte Ergebnisse vor.¹

Langsames Wachstum der deutschen Wirtschaft erwartet

Auf die Frage, wie sich die deutsche Wirtschaftsleistung 2013 entwickeln wird, gehen 47% aller befragten Manager von einem langsamem Wachstum und rund 41% von einer Stagnation aus (vgl. Abb. 1). Lediglich 12% sind pessimistischer und denken, dass das Bruttoinlandsprodukt (BIP) schrumpfen wird. Ein kräftiges Wachstum wird von niemandem erwartet. Vergleicht man die verschiedenen Branchen, so gehen prozentual gesehen mehr Manager im Dienstleistungsbereich von einem leichten Anstieg des BIP aus. Der größte relative Anteil der Antworten, die mit einem Sinken des BIP rechnen, wurde in der Industrie beobachtet. Das Wintergutachten des ifo Instituts geht von einem Anstieg des BIP von 0,7% für 2013 aus.

Abb. 1
Erwartungen an die Entwicklung des Bruttoinlandsproduktes im Jahr 2013

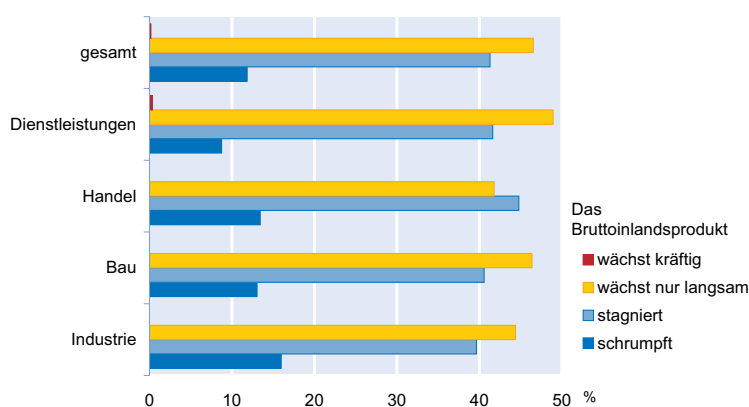
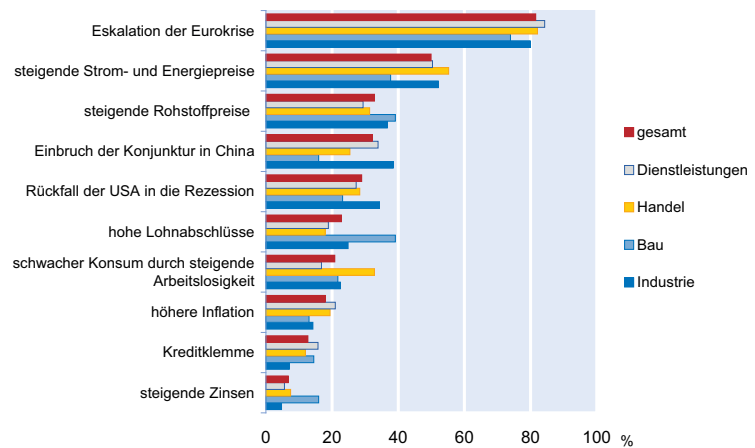


Abb. 2
Risiken für die Konjunktur



Als größtes Konjunkturrisiko sehen die befragten Unternehmen aller Wirtschaftsbereiche ganz klar eine Eskalation der Eurokrise (82%) (vgl. Abb. 2). Steigende Strom- und Energiepreise gelten ihrer Meinung nach als das zweitgrößte (50%), steigende Rohstoffpreise (33%) als drittgrößtes Risiko für die deutsche Konjunktur. Ein Einbruch der Konjunktur in China und ein Rückfall der USA in die Rezession werden vor allem in der Industrie als bedrohlich empfunden, da dies insbesondere das Exportgeschäft beeinträchtigen würde. Ein schwacher Konsum durch steigende Arbeitslosigkeit bedeutet vor allem für den Handel ein großes Risiko. Gefahren durch steigende Zinsen, einer Kreditklemme und einer höheren Inflation werden eher als gering angesehen. Lediglich hohe Lohnabschlüsse werden von Bauunternehmen als gefährlich für die Konjunktur eingeschätzt.

Ähnliche Investitions- und Beschäftigungspläne wie im Vorjahr

Die Mehrheit der befragten Manager berichten (vgl. Tab. 1), dass sie ungefähr genauso viel investieren werden wie im Jahr 2012 (46%). Im Bauhauptgewerbe ist der Anteil mit 58% am höchsten, während er im Handel mit 39% am niedrigsten liegt. Rund 31% wollen weniger Investitionen tätigen, überwiegend aufgrund schlechter Absatzaussichten. Letzteres ist vor allem für die Industrie sehr deutlich. Auch Unsicherheiten durch die Eu-

¹ Detaillierte Ergebnisse, u.a. aufgeschlüsselt nach Wirtschaftszweigen und Größenklassen, finden sich auf der Website des ifo Instituts unter www.cesifo-group.de/managerbefragung. Die WirtschaftsWoche berichtete in der Ausgabe Nr. 52 über die Umfrage.

Tab. 1
Investitionspläne für 2013
(Angaben in %)

	Industrie	Bau	Handel	Dienstleistungen	Gesamt
Weniger investieren als 2012, wegen ...	33	32	39	28	31
k.A.	5	0	19	16	11
Finanzierungsschwierigkeiten	13	18	12	25	19
Unsicherheiten durch die Eurokrise	25	55	35	45	39
schlechter Absatzaussichten	78	41	50	31	49
Ebenso viel investieren wie 2012	42	58	39	47	46
Mehr investieren als 2012, und zwar in Form von ...	25	10	21	25	23
k.A.	0	0	0	0	0
Rationalisierungen	40	14	29	24	29
Ersatzbeschaffungen	60	57	50	48	52
Erweiterungen der Kapazitäten	71	43	57	69	67

Quelle: ifo Managerbefragung 2012.

Tab. 2
Beschäftigungspläne für 2013
(Angaben in %)

	Industrie	Bau	Handel	Dienstleistungen	Gesamt
Beschäftigung verringern	21	14	18	14	16
Abbau von Zeitarbeitern/befristet Beschäftigten	69	20	50	59	58
Abbau von Stammpersonal	53	80	58	56	58
Beschäftigung stabil halten	62	81	69	71	69
Beschäftigung erhöhen	17	4	13	16	14
Mehr Zeitarbeiter/befristet Beschäftigte	25	0	0	22	20
Mehr Stammpersonal	89	100	100	91	92

Quelle: ifo Managerbefragung 2012.

Die Eurokrise hemmen die Investitionsfreudigkeit. Finanzierungsschwierigkeiten dagegen scheinen eher weniger das Problem zu sein. Letzteres wird durch die seit Monaten historisch liegende Kredithürde des ifo Institutes bestätigt, d.h. das Finanzierungsumfeld für Unternehmen ist weiterhin sehr gut. Rund 23% der befragten Unternehmen haben vor, mehr als im Jahr 2012 zu investieren. Überwiegend wird dies in Form von Kapazitätserweiterungen (67%) erfolgen. Rund die Hälfte der Investitionsvorhaben wird voraussichtlich in Form von Ersatzbeschaffungen getätigt werden. Rationalisierungen werden eher einen kleineren Teil der Investitionen ausmachen.

Bezüglich der Personalplanung für 2013 gab die Mehrheit der befragten Manager (69%) in den vier Wirtschaftszweigen an, den Personalbestand voraussichtlich stabil zu halten (vgl. Tab. 2). Die Personalauf- und Personalabbaupläne halten sich mit 14% bzw. 16% in etwa die Waage. Während bei der geplanten Verringerung der Mitarbeiter der Abbau im gleichen Umfang die befristeten Beschäftigten (auch Zeitarbeiter) sowie das Stammpersonal betrifft, erfolgt der Personalaufbau den befragten Managern zufolge zum größten Teil mittels der Einstellung von unbefristeten Beschäftigten. Die Erhöhung des Personalbestands mittels Zeitarbeiter bzw. befristeten Beschäftigten spielt dagegen eine untergeordnete Rolle.

Der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands ist erneut gestiegen. Die Firmen bewerten ihre aktuelle Lage zwar etwas weniger günstig als im Vormonat. Jedoch hat der Pessimismus bezüglich der weiteren Geschäftsentwicklung deutlich abgenommen. Die Unternehmen waren in froher weihnachtlicher Erwartung.

Die Entwicklung in den einzelnen Wirtschaftsbereichen verlief unterschiedlich. Während im Verarbeitenden Gewerbe und Bau der Anstieg des Geschäftsklimas vom Vormonat bestätigt werden konnte, sank der Wert in den beiden Handelsstufen wieder. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in den Teilkomponenten wider. Während der Index der Erwartungen im Bauhauptgewerbe und der Industrie sank, stieg der Lageindikator. Im Groß- wie im Einzelhandel sind die befragten Unternehmer weniger zufrieden mit ihrer aktuellen Geschäftslage und etwas skeptischer mit Blick auf den weiteren Geschäftsverlauf.

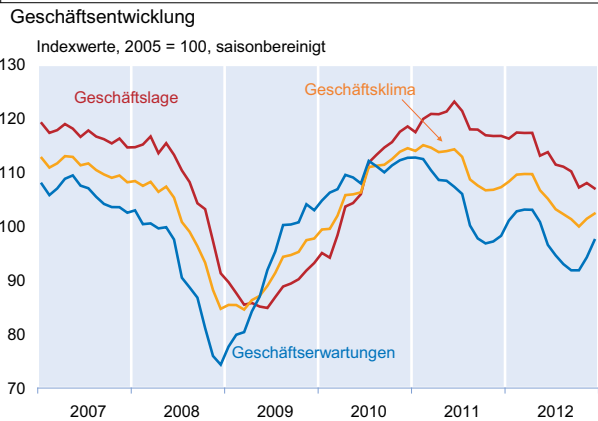
Das ifo Beschäftigungsbarometer für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands, inklusive dem Dienstleistungssektor, stieg im Dezember erneut leicht. Die befragten Firmen zeigten sich zunehmend offener für weitere Neueinstellungen.

Im Verarbeitenden Gewerbe blieb der Index unverändert. Die Unternehmen äußerten sich jedoch weiterhin leicht skeptisch bezüglich eines weiteren Beschäftigungsaufbaus. Nach dem starken Anstieg im Vormonat gab das Beschäftigungsbarometer im Bau wieder nach. In den beiden Handelsstufen setzten sich die Entwicklungen des Vormonats fort. Im Großhandel stieg das Beschäftigungsbarometer erneut, während es im Einzelhandel sank. Wie im Bau ist eher von einem konstanten Beschäftigungsniveau auszugehen. Die Personalplanungen im Dienstleistungssektor bleiben weiterhin leicht expansiv ausgerichtet.

Im **Verarbeitenden Gewerbe** hat sich das Geschäftsklima weiter aufgehellt. Zwar schätzten die befragten Industriefirmen ihre Lage etwas ungünstiger ein als im Vormonat, doch blickten sie deutlich optimistischer auf die Entwicklung in den kommenden sechs Monaten. Die Geschäftserwartungen verzeichneten den stärksten Anstieg seit August 2009. Auch die Erwartungen an das Exportgeschäft sind erneut gestiegen. Jedoch nahm der Lagerdruck etwas zu. Die Verkaufspreise dürften in den kommenden Monaten vermehrt angehoben werden. Im Vorleistungsgütergewerbe hat sich das Geschäftsklima verbessert. Mit Blick auf eine weiter nachlassende Nachfrage waren die Unternehmen mit ihrer aktuellen Situation zwar weniger zufrieden als im Vormonat, der Entwicklung in den nächsten sechs Monaten sahen sie jedoch mit verringerter Skepsis entgegen. Die Exporter-

¹ Die ausführlichen Ergebnisse des ifo Konjunkturtests, Ergebnisse von Unternehmensbefragungen in den anderen EU-Ländern sowie des Ifo World Economic Survey (WES) werden in den »ifo Konjunkturperspektiven« veröffentlicht. Die Zeitschrift kann zum Preis von 75,- EUR/Jahr abonniert werden.

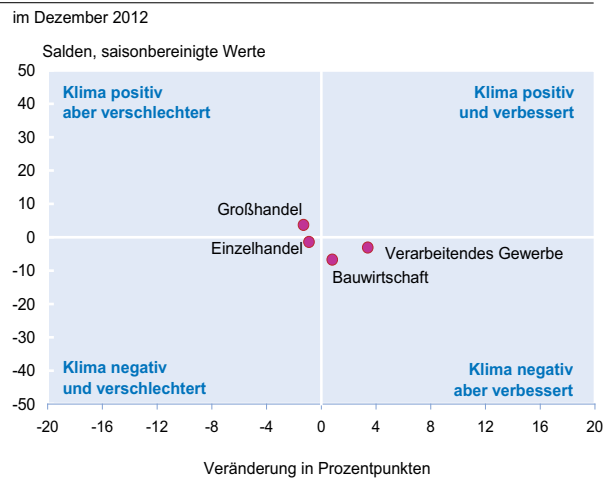
Abb. 1
Gewerbliche Wirtschaft^{a)}



^{a)} Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel.

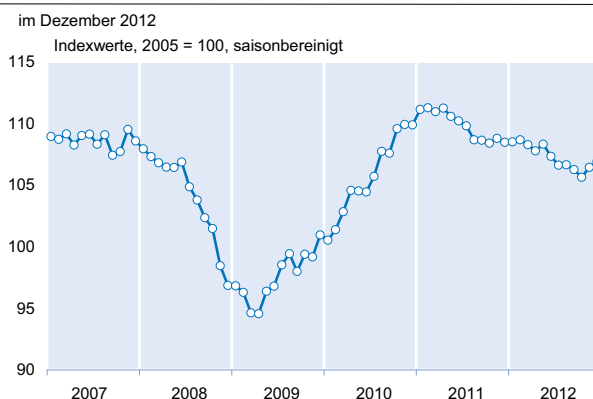
Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 2
Geschäftsklima nach Wirtschaftsbereichen



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 3
ifo Beschäftigungsbarometer Deutschland
Gewerbliche Wirtschaft^{a)}



^{a)} Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel, Dienstleistungssektor.

Quelle: ifo Konjunkturtest.

wartungen konnten wieder zulegen. Im Investitionsgüterbereich hat die Zufriedenheit mit der momentanen Geschäftslage abgenommen. Die Firmen berichteten von stark rückläufiger Nachfrage und sinkenden Auftragsbeständen. Der Lagerdruck erhöhte sich spürbar. Die Geschäftsaussichten haben sich den Unternehmen zufolge wieder etwas aufgeklart, und die Produktion soll nicht mehr so deutlich gesenkt werden wie zuletzt. In der Konsumgüterindustrie (ohne Ernährungsgewerbe) ist der Geschäftsklimaindikator gefallen. Während die Unternehmen mit ihrer aktuellen Situation ähnlich zufrieden waren wie im November, haben sich die Geschäftsaussichten etwas verschlechtert. Deutliche Steigerungen erwartete man sich allerdings aus dem Exportgeschäft. Im Ernährungsgewerbe hat sich das Geschäftsklima deutlich verbessert. Die Unternehmen aus diesem Bereich waren in Anbetracht gestiegener Nachfrage und zunehmender Auftragsbestände sichtlich zufriedener mit der aktuellen Situation als zuletzt. Die Produktion wurde den Unternehmensmeldungen zufolge angehoben, und weitere Steigerungen sind in naher Zukunft geplant.

Im **Bauhauptgewerbe** setzte sich der Anstieg des Geschäftsklimaindex im Dezember fort. Während die befragten Baufirmen die aktuelle Lage zurückhaltender beurteilten als noch vor einem Monat, waren sie bezüglich ihrer Geschäftsentwicklung im nächsten halben Jahr deutlich optimistischer. Der Auftragsbestand verbesserte sich zwar etwas in der Vergangenheit, jedoch sank der Vorrat an aktuellen Aufträgen etwas. Die aktuelle Bautätigkeit musste deutlich zurückgefahren werden. Dies lag auch an verstärkten Bautätigkeitsbehinderungen, insbesondere durch die Witterung. Die Geräteauslastung verringerte sich von 72,3% im Vormonat auf 71%. Obwohl die Erwartungen an die kommende Geschäftsentwicklung deutlich weniger pessimistisch ausfielen, sank das Geschäftsklima im Tiefbau. Dies lag an einer deutlichen Verschlechterung der Lagebeurteilung durch die befragten Bauunternehmer. Im Vergleich zum Hochbau spielten im Tiefbau Behinderungen durch Witterungseinflüsse eine größere Rolle. Die Geräteauslastung gab von 70,5% auf 68,5% nach. Im Hochbau sank sie von 73,5% auf 72,6%. Die befragten Hochbauunternehmen blickten deutlich optimistischer auf ihre weitere Geschäftsentwicklung, während sie die Beurteilung der Geschäftslage etwas zurücknahmen. Insgesamt stieg jedoch das Geschäftsklima. Auch im Straßenbau hellte sich das Geschäftsklima etwas auf. Auch hier ist das auf eine deutlich weniger pessimistische Einschätzung bezüglich der weiteren Geschäftsentwicklung zurückzuführen, während der Indikator zur aktuellen Lageeinschätzung sank.

Im **Großhandel** sank der Geschäftsklimaindikator, wie auch seine beiden Teilkomponenten. Die kräftige Erholung vom November wurde von den befragten Großhändlern etwas zurückgenommen. Die aktuelle Geschäftslage liegt aber weiter deutlich über ihrem langfristigen Durchschnitt. Der La-

Abb. 4
Verarbeitendes Gewerbe^{a)}

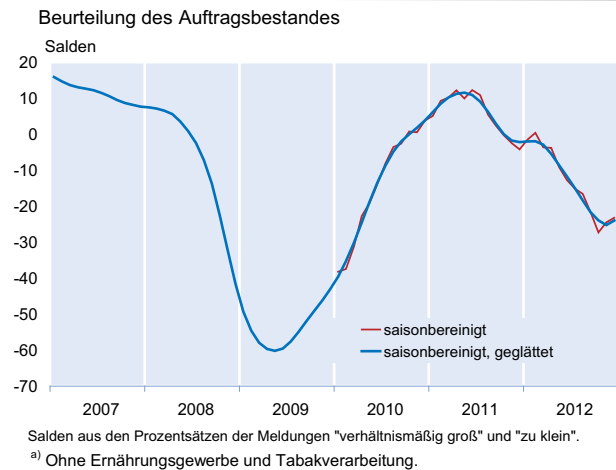
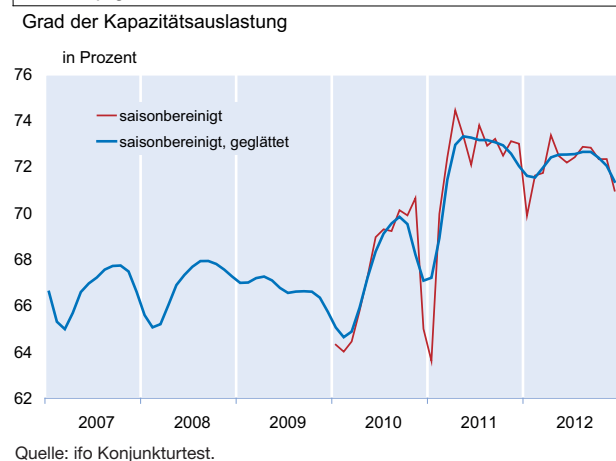


Abb. 5
Bauhauptgewerbe

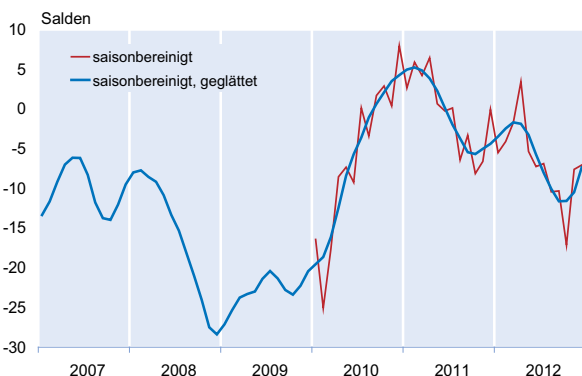


gerdruck gab etwas nach, und es sollen wieder mehr Bestellungen getätigt werden. Im Konsumgütergroßhandel gaben bei sinkendem Lagerdruck sowohl der Lage- als auch der Erwartungsindikator nach. Die Ordertätigkeit ging wieder zurück. Der Großhandel mit Verbrauchsgütern entwickelte sich ähnlich. Im Gebrauchsgüterbereich jedoch entwickelten sich die Indikatoren in die andere Richtung. Hier stieg das Geschäftsklima. Die Befragungsteilnehmer sind wieder zufriedener mit ihrer aktuellen Geschäftslage und beurteilten ihre Geschäftsaussichten etwas weniger pessimistisch. Im Großhandel mit Nahrungs- und Genussmitteln gab das Geschäftsklima auf hohem Niveau etwas nach, liegt aber noch deutlich über seinem langfristigen Durchschnitt. Verantwortlich dafür sind vor allem die deutlich zurückgenommenen Erwartungen an die weitere Entwicklung, während die Geschäftslage nur leicht nachgab. Der Lagerdruck konnte deutlich verringert werden, jedoch wurde die Orderpolitik stark zurückgeschraubt. Im Produktionsverbundhandel blieb das Geschäftsklima konstant, seine Kompo-

nenten entwickelten sich gegenteilig. Während die Befragungsteilnehmer etwas weniger zufrieden mit ihrer aktuellen Lage sind, nahm ihr Pessimismus mit Blick auf die kommenden sechs Monate etwas ab. Auch soll wieder bestärkt geordert werden. Eine ähnliche Entwicklung konnte auch im Großhandel mit Investitionsgütern beobachtet werden.

Im Einzelhandel gab der Geschäftsklimaindikator, ähnlich wie im Großhandel, nach einer kräftigen Erholung im Vormonat wieder leicht nach. Während die Erwartungen an die weitere wirtschaftliche Entwicklung in den kommenden sechs Monaten nur leicht zurückgingen, wurde die aktuelle Lage etwas weniger optimistisch beurteilt. Der Lagerdruck nahm etwas ab, und die Verkaufspreise konnten vermehrt nach oben gesetzt werden. Im Gebrauchsgüterbereich sanken sowohl der Indikator für die Lage als auch der der Erwartungen. Der Lagerdruck nahm wieder zu, und die Verkaufspreise mussten öfters gesenkt werden. Genau gegenteilig verlief die Entwicklung im Verbrauchsgüterbereich, hier erholte sich das Geschäftsklima deutlich. Insbesondere die Erwartungen an die weitere Geschäftsentwicklung waren deutlich weniger pessimistisch als im Vormonat. Durchwachsen fiel die Beurteilung im Bereich Nahrungs- und Genussmittel aus. Die sehr gute Lagebeurteilung wurde etwas zurückgenommen, befindet sich aber immer noch deutlich im positiven Bereich. Die Erwartungen wurden hingegen etwas nach oben korrigiert. Der Lagerdruck konnte deutlich gesenkt werden, und auch bei der weiteren Preisentwicklung ist mit vermehrten Anpassungen nach oben zu rechnen. Im Einzelhandel mit Kraftfahrzeugen trübte sich das bereits schlechte Geschäftsklima weiter ein. Bei weiter rückläufigen Umsätzen und verstärktem Lagerdruck beurteilten die befragten Einzelhändler sowohl ihre aktuelle Lage als auch die weitere Entwicklung verstärkt pessimistisch. Einen typischen Saisoneffekt (Weihnachtsgeschäft) konnte im Bereich der Unterhaltungselektronik beobachtet werden. Der gestiegene Index der Erwartungen im Vormonat spie-

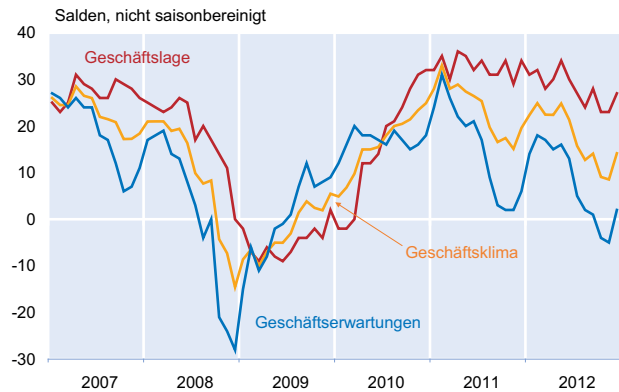
Abb. 6
Einzelhandel
Bestellpläne



Salden aus den Prozentsätzen der Meldungen über erhöhte und verringerte Bestellplanungen.
Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 7
Dienstleistungen

Geschäftsentwicklung



Quelle: ifo Konjunkturtest.

gelte sich nun in der Beurteilung der aktuellen Lage wieder, die erstmals seit Juli wieder mehrheitlich positiv ausfiel. Gleichzeitig zeigten sich die befragten Einzelhändler deutlich unzufriedener mit Blick auf die weitere Geschäftsentwicklung.

Der ifo Geschäftsklimaindikator für das Dienstleistungs-gewerbe² Deutschlands ist nach zwei Rückgängen in Folge deutlich gestiegen und befindet sich nun wieder auf dem Niveau vom September. Die befragten Dienstleister zeigten sich erheblich zufriedener mit ihrer aktuellen Geschäftslage. Auch ihre Einschätzungen bezüglich der weiteren Geschäftsentwicklung fallen nun wieder verstärkt optimistisch aus. Die Personalplanungen sind weiterhin leicht expansiv ausgerichtet. Im Bereich Transport und Logistik stieg der Geschäftsklimaindikator deutlich. Die aktuelle Lage wurde nun wieder mehrheitlich positiv beurteilt, und die Erwartungen sind deutlich weniger pessimistisch. So hat sich der Auftragsbestand etwas verbessert, und die Umfrageteilnehmer erwarten eine steigende Nachfrage. Diese Entwicklungen können auch für das Gastgewerbe konstatiert werden, wo das Geschäftsklima wieder über seinen langfristigen Durchschnitt stieg. Im Bereich Reisebüros und Reiseveranstalter konnte das hohe Niveau des Vormonats nicht gehalten werden. Hier gaben sowohl das Geschäftsklima als auch seine Komponenten nach. Insbesondere fielen die Erwartungen nicht mehr ganz so optimistisch aus, befinden sich jedoch noch immer deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. Im Bereich Grundstücks- und Wohnungswesen blieb der Indikator zur Beurteilung der Geschäftslage zum dritten Mal in Folge unverändert. Da auch die Erwartungen deutlich weniger pessimistisch ausfielen, klarte das Geschäftsklima auf. Die aktuellen Umsätze verliefen zwar rückläufig, jedoch wird mit einem Anstieg in den kommenden Monaten gerechnet. In der Werbebranche hat sich die aktuelle Geschäftslage

² In den Ergebnissen für die »gewerbliche Wirtschaft« nicht enthalten.

deutlich verbessert. Die Firmen rechneten mit einer Fortsetzung der erfreulichen Umsatzentwicklung der vergangenen Monate und schätzten zudem die weitere Geschäftsentwicklung erneut zuversichtlicher ein. Der Klimaindikator stieg. Deutlich mehr Firmen als im November wollten den Mitarbeiterstamm vergrößern. Im Bereich Mobilien-Leasing ist der Geschäftsklimaindikator gestiegen. Die aktuelle Lage und auch die Aussichten für das kommende Halbjahr wurden günstiger bewertet.

ifo Institut

im Internet:

<http://www.cesifo-group.de>

