



19 | 2006

59. Jg., 40.–41. KW, 13. Oktober 2006

ifo Schnelldienst

Zur Diskussion gestellt

Jürgen R. Thumann, Roland Wolf, Henning Röders

- Dreißig Jahre Unternehmensmitbestimmung – ein Erfolgsmodell?

Forschungsergebnisse

Oliver Hülsewig und Timo Wollmershäuser

- Makroökonomische Bedeutung von Vermögenspreisblasen

Daten und Prognosen

- ifo Beschäftigungsbarometer Deutschland

Im Blickpunkt

Hans G. Russ

- ifo Konjunkturtest September 2006

ifo Schnelldienst ISSN 0018-974 X

Herausgeber: ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.,
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. Dr. h.c. Hans-Werner Sinn, Prof. Dr. Gebhard Flaig,
Dr. Gernot Nerb, Dr. Wolfgang Ochel, Dr. Heidemarie C. Sherman, Dr. Martin Werding.

Vertrieb: ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.

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 für Wirtschaftsforschung.

Druck: Fritz Kriechbaumer, Taufkirchen.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):

nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

Zur Diskussion gestellt

Dreißig Jahre Unternehmensmitbestimmung – ein Erfolgsmodell?

3

Seit 30 Jahren sind in großen Unternehmen mit mindestens 2 000 Mitarbeitern neben den Anteilseignern auch Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat vertreten. Allerdings ist die »deutsche Mitbestimmung« seit ihrer Einführung umstritten. Die Gegner sehen sie als ein Hemmnis für den Standort Deutschland an. Ist die Unternehmensmitbestimmung ein Auslaufmodell? *Jürgen R. Thumann*, Bundesverband der Deutschen Industrie, plädiert für ein Aufbrechen gesetzlich festgelegter Mitbestimmungsstrukturen und für eine Öffnung zugunsten freiwilliger Vereinbarungslösungen, die flexibel handhabbar sein sollten, um schnell auf Entwicklungen im Unternehmen reagieren zu können. Allerdings sollte seiner Meinung nach die Aufsichtsrats-Mitbestimmung nicht vollständig mittels solcher Vereinbarungen aufgegeben werden. Aber, »das Mindestmaß sollte entsprechend dem europäischen Niveau im dualistischen Vorstands-Aufsichtsratsmodell eine Beteiligung der Arbeitnehmerseite zu einem Drittel nicht überschreiten. Wir sollten auch bei uns diese Ein-Drittel-Beteiligung der Arbeitnehmer anstreben, um nicht im europäischen Wettbewerb zurückzufallen.« Auch *Roland Wolf*, Bundesvereinigung des deutschen Arbeitgeberverbandes, sieht Veränderungsbedarf: »Um die deutsche Unternehmensmitbestimmung aus ihrer Isolation herauszuführen und sie nicht zum Standortnachteil werden zu lassen, muss sie ... mit anderen Systemen kompatibel werden. Hierzu bietet es sich an, in Anlehnung an das europäische Modell die Mitbestimmung grundsätzlich für Vereinbarungslösungen zu öffnen.« Für *Henning Röders*, HV-Deutscher Handels- und Industrieangestellten-Verband im Christlichen Gewerkschaftsbund Deutschland, ist die paritätische Unternehmensmitbestimmung dagegen »neben der Tarifautonomie ein wichtiger Bestandteil der sozialen, konsensorientierten Marktwirtschaft. ... Die deutsche Unternehmensmitbestimmung ist also kein Auslaufmodell. Im Gegenteil: Es trägt mit zu einem stabilen Wirtschaftssystem bei ...«. Allerdings sieht er Handlungsbedarf bei dem Wahlmännerverfahren.

Forschungsergebnisse

Makroökonomische Bedeutung von Vermögenspreisblasen Eine Event-Studie für die G4-Länder

Oliver Hülsewig und Timo Wollmershäuser

13

Der Beitrag beleuchtet im Rahmen einer Event-Studie für Deutschland, Großbritannien, Japan und die Vereinigten Staaten das Verhalten des Bruttoinlandsprodukts, des privaten Konsums, der Investitionen, der Kreditvergabe an den privaten Sektor, der Inflationsrate und der Geldpolitik in der Umgebung von Aktien- und Immobilienpreisblasen. Als zentrales Ergebnis kann festgehalten werden, dass die betrachteten realen Variablen und Kreditaggregate in der Phase, in der sich eine positive Blase aufbaut (Boomphase), überdurchschnittliche Zuwachsraten aufweisen. Während die Variablen bei Aktienblasen einige Quartale nachlaufen, erreichen ihre Wachstumsraten bei Immobilienbooms bereits mehrere Quartale vor dem Hochpunkt der Immobilienpreise ihr Maximum. In den Boomphasen konnte zudem ein Vorlauf der Kredite vor den realen Größen, insbesondere den Investitionen, festgestellt werden. Im Gegensatz zu den Hochpunkten der Vermögenspreise scheinen die Tiefpunkte nicht mit makroökonomischen Effekten einherzugehen. Vielmehr zeichnen sich Phasen, in denen es nach Erreichen des Hochpunkts zu Preisverfallen kommt (Bustphasen), mit signifikant unterdurchschnittlichen Zuwachsraten der realen Variablen und Kreditaggregate aus. Während die Auswir-

kungen von Immobilienbusts unmittelbar nach Erreichen des Hochpunkts zu erkennen sind und noch im Rahmen des Events »positive Immobilienblase« erfasst wurden, entfalten Aktienbusts erst im zweiten Jahr nach Platzen der Blase ihre negativen Auswirkungen. Der maximale Rückgang der Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts, seiner Komponenten und der Kreditaggregate fällt dabei mit dem Tiefpunkt der Aktienkursentwicklung zusammen. Im Umfeld negativer Immobilienblasen, die im Schnitt fünf Jahre auf den Hochpunkt folgen, konnte kein signifikant unterdurchschnittlicher Zuwachs der betrachteten Variablen nachgewiesen werden. Die Inflationsrate steigt erst nach dem Erreichen des Hochpunktes der Aktienkurse und Immobilienpreise signifikant über ihren langfristigen Trend. Wie schon bei den realen Variablen und den Kreditaggregaten erreicht der Anstieg der Verbraucherpreise bei Vorliegen einer Immobilienblase allerdings schneller sein Maximum. Bei Aktienblasen beginnt die Inflationsrate erst etwa ein bis zwei Jahre nach Erreichen des Hochpunktes signifikant zu steigen. Diese stark verzögerte Reaktion der Inflationsrate stellt vor allem die Geldpolitik vor eine schwierige Aufgabe, wenn es darum geht, in angemessener Weise auf Aktienkursänderungen zu reagieren.

Daten und Prognosen

Neue Auswertung: ifo Beschäftigungsbarometer Deutschland

34

Die neue ifo-Auswertung »das ifo Beschäftigungsbarometer« basiert auf den ca. 7 000 monatlichen Meldungen von Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes, des Bauhauptgewerbes, des Großhandels und des Einzelhandels und wurde im September 2006 zum ersten Mal ausgewiesen. Dabei werden die Unternehmen gebeten, ihre Beschäftigtenplanungen für die nächsten drei Monate mitzuteilen. Das ifo Beschäftigungsbarometer wird ab sofort monatlich berechnet und in der Financial Times Deutschland veröffentlicht. Im September ist das ifo Beschäftigungsbarometer für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands geringfügig gesunken, nachdem es in den letzten zwei Monaten gestiegen war. Die Umfrageergebnisse sprechen daher für eine weiterhin positive Beschäftigungsentwicklung.

Im Blickpunkt

ifo Konjunkturtest September 2006 in Kürze

35

Hans G. Russ

Das Geschäftsklima in der gewerblichen Wirtschaft Deutschlands hat sich nach dem Rückgang in den beiden letzten Monaten im September 2006 stabilisiert. Dabei entwickelten sich allerdings die beiden Teilkomponenten des Indikators sehr unterschiedlich. Die Unternehmen beurteilten ihre aktuelle Geschäftslage deutlich positiver als im August, der Optimismus in ihren Erwartungen für das kommende halbe Jahr ist jedoch erheblich geringer geworden. Vom Exportgeschäft erwarten sich die Industrieunternehmen in den nächsten Monaten aber wieder etwas mehr positive Impulse, nachdem sich die Zuversicht zuletzt etwas abgeschwächt hatte. Die Testergebnisse sprechen für eine robuste Konjunktur im weiteren Verlauf dieses Jahres, zu Beginn des nächsten Jahres ist allerdings mit einer Abschwächung zu rechnen. Den Meldungen aus allen Berichtskreisen nach zu schließen, dürfte sich die Beschäftigungssituation in den kommenden Monaten weiter verbessern.

Seit 30 Jahren sind in großen Unternehmen mit mindestens 2 000 Mitarbeitern neben den Anteilseignern auch Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat vertreten. Allerdings ist die »deutsche Mitbestimmung« seit ihrer Einführung umstritten. Die Gegner sehen sie als ein Hemmnis für den Standort Deutschland an. Ist die Unternehmensmitbestimmung ein Auslaufmodell?

Für eine moderne, flexible Unternehmensmitbestimmung

Seit 30 Jahren gilt in deutschen Kapitalgesellschaften eine gesetzlich festgelegte unternehmerische Mitbestimmung in Aufsichtsräten. Das Mitbestimmungsgesetz 1976 hat nach scharfen, streitigen Debatten zwischen dem Arbeitgeber- und Unternehmenslager auf der einen und dem Arbeitnehmer- und Gewerkschaftslager auf der anderen Seite die Gemüter zunächst beruhigt: Alle Aufsichtsräte deutscher Kapitalgesellschaften mit mehr als 2 000 Arbeitnehmern müssen quasi-paritätisch mit Arbeitnehmer- und Anteilseignervertretern besetzt sein. Der Vorsitzende des Aufsichtsrats hat bei einem Patt ein zweites Stimmrecht. Diese Konstellation mag 1976 die passende gewesen sein. Aber ist sie es noch heute? Wie sollte die deutsche Unternehmensmitbestimmung künftig aussehen?

Für freiwillige, flexible Vereinbarungslösungen

Die Wirtschaft plädiert seit langem für ein Aufbrechen gesetzlich festgelegter Mitbestimmungsstrukturen. BDA und BDI haben mit einer Kommission im November 2004 bereits konkrete Vorschläge zur Modernisierung der Unternehmensmitbestimmung und der betrieblichen Mitbestimmung vorgelegt.¹ Derzeit arbeitet eine Regierungskommission unter Vorsitz von Prof. Kurt Biedenkopf daran, die Vorstellungen der Wirtschaft mit denen der Arbeitnehmer-/Gewerkschaftsseite bis Ende 2006 in Einklang zu bringen. Die Kommission »zur Modernisierung der deutschen Unternehmensmitbestimmung« hat den Auftrag, »ausgehend vom geltenden Recht, Vorschläge für eine moderne und europataugliche Weiterentwicklung der

deutschen Unternehmensmitbestimmung zu entwickeln. Auf der Grundlage einer Analyse der Mitbestimmungsregelungen im europäischen Raum soll die Kommission die Stärken und Schwächen der deutschen Unternehmensmitbestimmung, insbesondere vor dem Hintergrund europäischer und globaler Anforderungen, bewerten.«

Im Kern setzt sich die Wirtschaft für eine Öffnung zugunsten freiwilliger Vereinbarungslösungen ein. Diese Vereinbarungen müssen flexibel handhabbar sein, um schnell auf Entwicklungen im Unternehmen reagieren zu können. Mit unserem Vorschlag, das gesetzlich fixierte deutsche Mitbestimmungsrecht für Vereinbarungen zwischen Unternehmens- und Arbeitnehmerseite zu öffnen, orientieren wir uns an der Europäischen Gesellschaft (SE). Diese relativ junge Gesellschaftsrechtsform kann seit 2005 auch in Deutschland mittels vereinbarter Mitbestimmung der Arbeitnehmervertreter gegründet werden. Besondere Aufmerksamkeit erfährt derzeit die Allianz AG, die sich in eine SE deutschen Rechts umwandelt. Nach Abschluss der Registrierungsverfahren in Italien und Deutschland wird die Allianz AG als erstes Unternehmen im europäischen Aktienindex EURO STOXX 50 voraussichtlich Mitte Oktober 2006 die Rechtsform der SE annehmen.² Dass die langen Verhandlungen zwischen der Leitung der Allianz AG und dem so genannten Besonderen Verhandlungsgremium der Arbeitnehmer- und Gewerkschaftsvertreter am 21. September 2006 zu einer Vereinbarung über die Mitbestimmung geführt haben, ist ein Durchbruch.



Jürgen R. Thumann*

* Jürgen R. Thumann ist Präsident des Bundesverbandes der Deutschen Industrie e.V.

¹ Der Bericht ist im Internet abrufbar unter <http://www.bdi-online.de/de/fachabteilungen/3682.htm>.

² Näheres ist im Internet unter <http://www.allianz.com/azcom/dp/cda/0,,1245062-49,00.html> zu erfahren.

Sie zeigt, dass die Arbeitnehmerseite durchaus verhandlungsfähig und -willig ist. Dies muss kein Einzelfall bleiben. Besonders bemerkenswert ist die Verkleinerung des Aufsichtsrates der neuen Allianz SE. Statt aus bisher 20 wird er künftig nur noch aus zwölf Mitgliedern bestehen. Dies erhöht die Effizienz der Aufsichtsratsarbeit. Seit Jahren plädiert der BDI dafür, generell maximal zwölf Personen in die Aufsichtsräte zu wählen. Eine arbeitsfähige Größe zu erreichen, ist eine große Herausforderung des deutschen Aufsichtsratsystems.

Die Allianz SE ist kein Einzelfall. So hat die MAN B&W Diesel AG sich zum 31. August 2006 ebenfalls in eine SE umgewandelt. Der Aufsichtsrat wurde von zwölf auf zehn Mitglieder reduziert, ohne vom deutschen Vorstands-Aufsichtsrats-Modell abzurücken.³ Warum entscheiden sich solche renommierten Unternehmen für die SE? Unter anderem deswegen, weil sie sich als internationale Unternehmen verstehen, die sich mit der SE eine europäische Identität geben. Die SE schafft zudem die Möglichkeit, das Legitimationsdefizit deutscher Gewerkschaftsfunktionäre in Aufsichtsräten solcher Unternehmen zu beheben, in denen die Mehrheit der Arbeitnehmer im Ausland arbeitet. Diese können sich bisher weder in einen deutschen Aufsichtsrat wählen lassen noch selbst Vertreter wählen. Mit Hilfe der SE kann dies hingegen Wirklichkeit werden. Bei der Allianz SE und der MAN Diesel SE sind auch ausländische Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten vertreten.

Zunehmende Internationalisierung deutscher Unternehmen zwingt zum Umdenken

Die SE-Praxisbeispiele sind ein Anfang. Angesichts der wachsenden Zahl deutscher Unternehmen, die im Ausland produzieren, sollten wir uns ernsthaft bemühen, mutig notwendige Reformschritte zu gehen. Das Mitbestimmungsrecht ist wesentlicher Bestandteil deutscher Unternehmensführung und -kontrolle. Eine gesetzlich zementierte Einheitslösung bei der Unternehmensmitbestimmung droht uns nicht nur in Europa zu isolieren. Dies können wir uns nicht leisten. Der vom Europäischen Gerichtshof im Jahr 2003 angestoßene scharfe Wettbewerb der Rechtsformen hat uns in Deutschland Tausende nicht mitbestimmter englischer »private limited companies« beschert, welche die deutschen GmbHs zurückdrängen. Noch findet dieser Wettbewerb nur im Bereich kleiner Kapitalgesellschaften statt. Das muss aber nicht so bleiben. Daher müssen deutsche Rechtsformen so attraktiv wie möglich gestaltet werden.

Wir müssen deshalb nicht nur bei der SE, sondern generell im deutschen Recht flexible, freiwillige Vereinbarungen der

beteiligten Seiten über die unternehmerische Mitbestimmung zulassen. BDI und BDA wollen die Aufsichtsrats-Mitbestimmung nicht vollständig mittels solcher Vereinbarungen aufgeben. Die Unternehmen brauchen aber aufgrund ihrer stärkeren internationalen Ausrichtung und ihrer unterschiedlichen Bedürfnisse individuell zugeschnittene Mitbestimmungslösungen.

Ob und in welcher Form ausländische Arbeitnehmer in die deutsche Unternehmensmitbestimmung einbezogen werden, sollten Sache der Verhandlungen zwischen Unternehmens- und Arbeitnehmerseite sein. Erzwungen werden kann dies nicht.

Für ein gesetzliches Mindestmaß der Aufsichtsrats-Mitbestimmung beim Scheitern der Verhandlungen

Das Mindestmaß sollte entsprechend dem europäischen Niveau im dualistischen Vorstands-Aufsichtsratsmodell eine Beteiligung der Arbeitnehmerseite zu einem Drittel nicht überschreiten. Wir sollten auch bei uns diese Ein-Drittel-Beteiligung der Arbeitnehmer anstreben, um nicht im europäischen Wettbewerb zurückzufallen. Eine solche Beteiligungsgröße von Arbeitnehmern an Entscheidungen des Aufsichtsrats würde den Standort Deutschland auch für Holding-Gesellschaften attraktiver machen.

Für das bei uns noch weitgehend unbekanntes monistische System mit einem einheitlichen Führungs- und Kontrollorgan (Verwaltungsrat wie bei der Europäischen Gesellschaft – SE) schlagen wir vor, die Arbeitnehmervertreter außerhalb des Aufsichtsrats über einen neu zu bildenden Konsultationsrat einzubeziehen. Dies hatte bereits vor einigen Jahren das Berliner Netzwerk Corporate Governance vorgeschlagen.

Wettbewerb der Rechtsformen zulassen

Forderungen nach einer gesetzlichen Ausdehnung der Mitbestimmung auf in Deutschland tätige ausländische Gesellschaften sind zurückzuweisen. Dies würde bei den ausländischen Gesellschaften und ihren Anteilseignern auf Unverständnis stoßen. Schließlich hat der Europäische Gerichtshof gerade erst den Wettbewerb der Rechtsformen in Europa eröffnet. Die Mitbestimmung steht nicht neben dem Gesellschaftsstatut deutscher Kapitalgesellschaften. Vielmehr prägt sie in ihren unterschiedlichen Qualitäten die Binnenorganisation und die Führung dieser Unternehmen. Umgekehrt kann sich eine mitbestimmte deutsche Gesellschaft auch nicht durch Wegzug ins europäische Ausland der eigenen, nationalen Mitbestimmung entziehen.

³ Näheres ist im Internet unter http://www.manbw.com/article_006023.html nachzulesen.

Ausländische Rechtsformen entstammen anderen Rechtsordnungen und oft auch uns fremden Rechtskulturen. Sie funktionieren anders als deutsche Gesellschaften. Hierauf sollten wir Rücksicht nehmen, indem wir ihnen keinen systemfremden Kontrollmechanismus über die Unternehmensmitbestimmung aufzwingen. Eine Ausweitung der deutschen Mitbestimmung auf ausländische, im Inland tätige Gesellschaften widerspricht dem europäischen Recht. Deutschland sollte sich vielmehr dem Wettbewerb der Rechtsformen in Europa stellen und darauf eine passende Antwort finden. Die Antwort sollte sein, bewährte deutsche Rechtsformen wie die GmbH zu modernisieren, von Hemmnissen zu befreien und schnellere Gründungen zu ermöglichen.

Keinesfalls sollten die Kompetenzen des Aufsichtsrates in der GmbH an den Aufsichtsrat der AG angeglichen werden. Die GmbH ist die in Deutschland beliebteste Rechtsform der Unternehmen. Mehr als eine Million derartige Unternehmen sprechen für sich. Warum ist dies so? Weil die GmbH sehr flexibel ist und den Gesellschaftern viele Freiräume lässt. Solche Entscheidungsspielräume haben Aktionäre einer AG nicht. Zudem sind die GmbH-Gesellschafter enger an ihr Unternehmen gebunden. Häufig wird die GmbH durch einen Geschäftsführer geführt, der zugleich Gesellschafter ist. Auch diese Bindung kennt die AG nicht. Sie ist viel stärker formalisiert und hat wesentlich mehr organisatorische Maßnahmen zur Unternehmenssteuerung zu treffen als eine GmbH. Überdies wird die GmbH durch die umfassenden Weisungsrechte der Gesellschafter gegenüber dem Geschäftsführer geprägt. Selbst die Mitbestimmung findet hier ihre Grenze, d.h. mitbestimmte Aufsichtsräte in GmbHs können nicht in die Weisungsbefugnis der Gesellschafter eingreifen. Erst recht kann das Weisungsrecht der Gesellschafter nicht auf einen obligatorischen Aufsichtsrat übertragen werden, da der Aufsichtsrat keine geschäftsführenden Funktionen ausüben darf.

Da die GmbH strukturell mit der AG nicht vergleichbar ist und eine Abschaffung oder Schwächung des Weisungsrechts der GmbH-Gesellschafter diese Rechtsform aushöhlen würde, sollte der Gesetzgeber in das innere Gerüst einer GmbH eingreifen. Das Bundesministerium der Justiz arbeitet gerade an einer Reform, um die GmbH wettbewerbsfähiger zu machen. Die GmbHs stärker in den engen gesetzlichen Rahmen der Mitbestimmung zu drängen würde das Ziel konterkarieren.

Gewerkschaftsvertreter brauchen mehr Legitimation durch die Mitarbeiter

Gewerkschaftsvertreter sollten sich wie andere Arbeitnehmervertreter auch immer der Wahl stellen müssen. Bei der

Kapitalseite erfolgt dies in der Hauptversammlung durch die anwesenden Aktionäre. Nur so sind alle Aufsichtsratsmitglieder hinreichend legitimiert. Feste Rechtsansprüche von Gewerkschaftsvertretern passen damit nicht zusammen. Dies gilt umso mehr, als deutsche Unternehmen zunehmend ihre Arbeitnehmer im Ausland beschäftigen, die von inländischen Gewerkschaften nicht vertreten werden. Wenn ausländische Arbeitnehmer in deutschen Unternehmen im Ausland die Mehrheit aller beschäftigten Arbeitnehmer stellen, sollten sie bei einer vertraglichen Einbeziehung in die Wahl der Arbeitnehmervertreter im deutschen Aufsichtsrat selbst entscheiden können, ob sie einen deutschen Gewerkschaftsvertreter wählen. In solchen Unternehmen kann ein deutscher Gewerkschafter nicht per se für sich in Anspruch nehmen, die mehrheitlich im Ausland beschäftigten Arbeitnehmer mit zu vertreten.

Anreize für Investitionen ausländischer Anleger in mitbestimmten deutschen Unternehmen schaffen

Bei ausländischen Investoren insbesondere aus dem anglo-amerikanischen Raum stößt die deutsche Unternehmensmitbestimmung auf viele Vorbehalte. In den USA oder auch in Großbritannien ist den dortigen Kontrollorganen wie dem board of directors in US-amerikanischen corporations oder in englischen »plc« fremd. Dem Unverständnis ist zu begegnen: durch Aufklärung und Entgegenkommen. Falsch verstanden würde es, wenn wir die Schwellen für die Geltung der Mitbestimmung, so wie von den Gewerkschaften vorgeschlagen, absenkten. Hierdurch zwingt man noch mehr Unternehmen in einen starren gesetzlichen Rahmen, den sie gar nicht wollen. Denn niemand verwehrt jetzt schon die Beteiligung von Arbeitnehmervertretern in Aufsichtsräten in Kapitalgesellschaften mit weniger als 500 Arbeitnehmern.

Freiwillige Corporate-Governance-Regeln stärken

Deutschland hat in den vergangenen Jahren große Fortschritte in der Führung und Kontrolle börsennotierter Gesellschaften (Corporate Governance) erreicht. Sowohl gesetzlich wie auch über den Deutschen Corporate Governance Kodex wurden neue Leitlinien für das Zusammenwirken von Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung entworfen. Dabei hat sich der Gesetzgeber davon überzeugen lassen, dass freiwillig zu befolgende Empfehlungen und Anregungen bei einem angemessenen Druck des Kapitalmarktes genügen, um die Unternehmen zum Handeln zu bewegen. Ziel ist es, dem Anleger transparenter zu machen, was das Unternehmen tut, um seinen Wert langfristig zu steigern. Es soll klar sein, wie der Aufsichtsrat arbeitet und welche Personen in welchen Gremien mitwirken.

Der Aufsichtsrat sollte jedoch selbst entscheiden dürfen, ob und wie er Ausschüsse bildet und besetzt. Dabei sind entsprechende aktienrechtliche Regelungen und Empfehlungen des Deutschen Corporate Governance Kodex zu berücksichtigen. Nach dem Kodex, der für alle deutschen börsennotierten Gesellschaften gilt und auf andere Gesellschaften ausstrahlen soll, legt der Aufsichtsrat selbst fest, welche Ausschüsse er für notwendig erachtet. Die fachlich geeigneten Personen sollen in diesen Ausschüssen arbeiten. Es kommt auf die Kompetenz, weniger auf die Seite an, die das Aufsichtsratsmitglied vertritt.

Mit dem Aktienrecht unvereinbar wäre es auch, gesetzlich bestimmte Zustimmungskataloge des Aufsichtsrates für Vorstandsentscheidungen festzulegen. Dieses bleibt entweder der Satzung der AG oder einem Beschluss der Hauptversammlung überlassen.

Ferner muss es weiter möglich sein, Vorstandsmitglieder gegen die Stimmen der Arbeitnehmervertreter zu berufen. Andernfalls würde der Anteilseigner in seinem Eigentumsrecht unverhältnismäßig beschnitten. Das Vorstandsmitglied muss sicher sein können, auch Entscheidungen treffen zu können, die den Vertretern der Arbeitnehmer nicht gefallen.

Ausblick

Eine Öffnung der gesetzlichen Mitbestimmung zugunsten freiwilliger, flexibler Vereinbarungslösungen ist die richtige Antwort auf die sich verstärkende Internationalisierung deutscher Unternehmen und ihrer Belegschaften. Die deutsche Wirtschaft will mit ihren Vorschlägen zur Modernisierung der Unternehmensmitbestimmung die Partizipation ihrer Mitarbeiter nicht beseitigen. Ganz im Gegenteil. Die betriebliche Entscheidungsebene ist stärker zu betonen. Mit einer für freiwillige Vereinbarungslösungen geöffneten Unternehmensmitbestimmung justieren wir sie neu und passen sie an die konkreten Bedürfnisse der Unternehmen an. Dies sollte unsere Antwort auf den sich verschärfenden Wettbewerb sein.

Das Mitbestimmungsgesetz 1976 muss den Herausforderungen der Zeit angepasst werden. Die Dynamik des Wettbewerbs können wir nicht aufhalten. Sie treibt uns an, vorausschauend zu gestalten. Alle Beteiligten tragen dafür gemeinsam die Verantwortung: Die juristischen Rechtsformen deutscher Unternehmen sollten so attraktiv wie möglich gestaltet werden. Nur so werden sie auf Dauer im Wettbewerb bestehen.



Roland Wolf*

Entwicklung eines in Europa akzeptablen Mitbestimmungsmodells ist die Kernaufgabe

Erfolgsmodelle werden gern weltweit kopiert. Von der Rolex über die Louis Vuitton-Handtasche bis hin zur Bayerischen Weißwurst – gute Originale finden Nachahmer allerorten. Viele deutsche Gesetze sind so Vorbilder für Regelungen im Ausland geworden. Das gilt aber nicht für die deutschen Regelungen zur Unternehmensmitbestimmung im Montanmitbestimmungsgesetz und im Mitbestimmungsgesetz von 1976, die weltweit keine Nachahmer gefunden haben.

Ertrag und Nutzen

Die deutsche Mitbestimmung ist das Ergebnis eines historischen Prozesses, der durch tief greifende gesellschaftliche Umbrüche gekennzeichnet war. Die Unternehmensmitbestimmung ist vor diesem Hintergrund erklärbar. Sie steht als Eingriff in die Rechte der Anteilseigner aber unter einem beständigen Rechtfertigungsdruck. Von ihren Anhängern wird dabei in erster Linie die von ihr ausgehende stabilisierende Wirkung ins Feld geführt. Als ein Beispiel hierfür wird immer wieder genannt, dass notwendige Restrukturierungsprozesse – soweit sie von mitbestimmten Aufsichtsräten mitgetragen werden – leichter von statten gehen können als in nicht mitbestimmten Unternehmen. Ob dies aber wirklich die Folge der Unternehmensmitbestimmung ist oder nicht vielmehr das Ergebnis betrieblicher Prozesse und damit vor allem der betrieblichen Mitbestimmung, ist bis heute nicht genügend erforscht. Fest steht nur eines, die betriebliche Mitbestimmung ist quasi schon per Definition dem Arbeitnehmer näher als die Unternehmensmitbestimmung. Und

* Roland Wolf ist Geschäftsführer der Bundesvereinigung der deutschen Arbeitgeberverbände und Leiter der Abteilung Arbeitsrecht, Berlin.

auch in Ländern ohne Mitbestimmung auf deutschem Niveau gab und gibt es beträchtliche Innovationsprozesse. Die Rechtfertigung der Unternehmensmitbestimmung aus den positiven Wirkungen für Umstrukturierungsprozesse harret daher noch ihres Beweises.

Die Nachteile des deutschen Systems sind demgegenüber schnell benannt. Sie liegen – neben den erheblichen Wahlkosten, die in einzelnen Unternehmen schnell mehrere Millionen ausmachen können – insbesondere in der weltweiten Vereinzelung der deutschen Mitbestimmung – unter besonderer Berücksichtigung unserer europäischen Partner – wie in der anzutreffenden sachwidrigen und vom Gesetz nicht gewollten Koppelung von betrieblicher und Unternehmensmitbestimmung.

Die Personenidentität von Betriebsratsmitgliedern und Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat, die bei größeren Unternehmen üblich ist, hat die Mitbestimmung auf Unternehmensebene vielfach zum verlängerten Arm der betrieblichen Mitbestimmung werden lassen. Mitglieder des Betriebsrates können ihre Stellung als Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat dazu nutzen, ihre Position als Betriebsrat zu untermauern. Sie verhandeln als Betriebsrat mit der Geschäftsleitung, die sie gleichzeitig kontrollieren. Eine Folge hiervon können sachwidrige Koppelungsgeschäfte sein, bei denen die Zustimmung des Aufsichtsratsmitglieds zu einer unternehmerischen Entscheidung daran geknüpft wird, dass der Vorstand oder die Geschäftsführung bei einer Frage des Betriebsverfassungsrechts dem Betriebsrat entgegenkommt. Dies kann Entscheidungsprozesse empfindlich verlangsamen.

Von besonderer Bedeutung ist, dass der Betriebsrat als Mitglied des Aufsichtsrats über die Wieder- oder Neubestellung von Vorstands- oder Geschäftsführungsmitgliedern mitentscheidet. Diese Kumulation von Einflussmöglichkeiten aus dem Betriebsverfassungsgesetz und dem Mitbestimmungsrecht sichert den Arbeitnehmervertretern »Einflussphären«, die deutlich weiter reichen als die Rechte aus ihrer Tätigkeit als Aufsichtsrat oder Betriebsrat für sich genommen. Diese weit reichenden, aus der Kumulation der Beteiligungsrechte herrührenden »Einflussphären« führen dazu, dass kritische Stimmen aus Unternehmen und Vorständen über die Mitbestimmung nur selten öffentlich geäußert werden. Beispielhafte Belege solcher Prozesse werden nicht öffentlich präsentiert, weil alle potentiellen Beweisführer selbst Betroffene sind.

Nun könnte man dies alles als nationale Besonderheit des deutschen Arbeitsrechts rechtfertigen. Von den Befürwortern der Unternehmensmitbestimmung wird daher auch immer wieder ins Feld geführt, dass zwar der Befund einer weit reichenden Unternehmensmitbestimmung – ebenso wie bei der betrieblichen Mitbestimmung kann man Deutsch-

land hier durchaus als »Weltmeister« bezeichnen – richtig sei, dafür aber auf der anderen Seite die kollektiven Rechte der Arbeitnehmer in Gestalt des Tarifrechts, insbesondere des Tarifverhandlungsrechts, eher schwach ausgeprägt seien. Wiege man dieses gegeneinander ab, komme man zum Ergebnis, dass Deutschland gar nicht so weit vom europäischen Durchschnittsmaß abweiche. Die Unternehmensmitbestimmung habe vielmehr – ebenso wie die betriebliche Mitbestimmung – eine hohe Befriedungswirkung im System der kollektiven Regelung der Arbeitsvertragsbeziehungen.

Mitbestimmung als Standortfaktor

Ohne den »Befund« des »eher gering ausgeprägten Rechts zu Tarifverhandlungen« an dieser Stelle erörtern zu wollen – es handelt sich nur um eine These –, ist eine solche national geprägte Sicht der Dinge der hoch arbeitsteiligen, weltweit verflochtenen und von vielfältigen globalen Zusammenhängen geprägten Wirtschaftsordnung nicht mehr angemessen. Unternehmensmitbestimmung ist ein wichtiger Standortfaktor und wie alle Standortfaktoren muss sie sich auf ihre Tauglichkeit im internationalen Standortwettbewerb überprüfen lassen.

Und dieser Standortfaktor ist so ausgeprägt wie nirgends in Europa. Allenfalls die Drittelbeteiligung hat einige Verbreitung in Europa gefunden, ein darüber hinaus gehendes Mitbestimmungssystem aber nicht. So existiert in Großbritannien, Italien, Spanien, Portugal, Irland, Belgien, Griechenland, Litauen, Lettland, Estland, Malta und Zypern überhaupt keine Unternehmensmitbestimmung, eine Drittelbeteiligung gibt es in Österreich, Luxemburg, Ungarn, Polen, Tschechien, der Slowakei und in Slowenien.

Rechtsprechung des europäischen Gerichtshofs

Zusätzlich angefacht wird der Wettbewerb durch die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshofs zur Niederlassungsfreiheit, wonach im Ausland wirksam gegründete Gesellschaften ohne besondere Hindernisse in der Lage sein müssen, ihren Verwaltungssitz in einen anderen Mitgliedsstaat zu verlegen. Vor diesen Entscheidungen erkannte die deutsche Rechtsprechung die Gründung als Kapitalgesellschaft im Ausland nicht an. Ausländische Kapitalgesellschaften konnten daher ihren Verwaltungssitz nicht in Deutschland ansiedeln. Eine Ausnahme galt allein für US-amerikanische Gesellschaften, weil Deutschland insoweit durch einen völkerrechtlichen Vertrag gebunden war.

In der »Überseering«-Entscheidung (EuGH vom 5. November 2002, Rs. C-208/00) hat der EuGH entschieden, dass

einer Gesellschaft, die nach dem Recht eines anderen Mitgliedstaates wirksam gegründet ist, die Rechtsfähigkeit auch dann erhalten bleibt, wenn sie ihren effektiven Verwaltungssitz nach Deutschland verlegt. Mit dieser Entscheidung, die flankiert wird von drei Entscheidungen aus den Jahren 2003 (EuGH vom 30. September 2003, Rs. C-167/01), 1999 (EuGH vom 9. März 1999, Rs. C-212/97) und 2005 (EuGH vom 13. Dezember 2005, Rs. C-411/03) ist damit auf deutschem Boden ein echter Wettbewerb verschiedener Gesellschaftsrechtssysteme eröffnet.

Dies hat unmittelbare Konsequenzen für die deutsche Unternehmensmitbestimmung. Unterliegt eine in Deutschland tätige Gesellschaft einem ausländischen Gesellschaftsstatut, ist das ausländische Mitbestimmungsrecht anzuwenden, wenn es im Gründungsstaat der Gesellschaft überhaupt Mitbestimmungsregelungen gibt. Gibt es in dem ausländischen Staat keine Mitbestimmung, wird die Gesellschaft ohne Mitbestimmung auch in Deutschland tätig. Die deutschen Vorschriften über die Mitbestimmung in Unternehmen sind nicht anzuwenden.

Diese Rechtsprechung führt zu Wahlmöglichkeiten und einem Wettbewerb der Gesellschaftsrechtssysteme. Dieser Wettbewerb ist im europäischen Recht und im europäischen Binnenmarkt angelegt und gewollt. Ein Unternehmen, das die vom Europäischen Gerichtshof eröffneten Möglichkeiten nutzt, macht Gebrauch von seiner Niederlassungsfreiheit, einer der zentralen Grundfreiheiten der Europäischen Union.

Eine Einschränkung dieser Niederlassungsfreiheit wäre nicht zu rechtfertigen. Zwar erlaubt der EuGH den Mitgliedstaaten, Maßnahmen zu treffen, um zu verhindern, dass sich Unternehmen unter Ausnutzung der durch den Vertrag geschaffenen Möglichkeiten in rechtsmissbräuchlicher Weise der Anwendung nationalen Rechts entziehen. Die zielgerichtete Wahl desjenigen Gesellschaftsrechts, das dem Gesellschaftsgründer die größten Freiheiten lässt, ist aber nach Auffassung des EuGH gerade nicht rechtsmissbräuchlich (EuGH vom 30. September 2003, Rs. C-167/01). Dies gilt unabhängig von der Motivation. Ob es um Mindeststandards für Kapital, Publizität, Haftung oder Mitbestimmung geht, macht keinen Unterschied. Im Gegenteil, der Grundgedanke der Rechtsprechung des EuGH impliziert gerade, dass all diese Gesichtspunkte von den Anteilseignern bei der Wahl des für sie maßgeblichen Gesellschaftsrechts berücksichtigt werden können.

Eine etwaige Einschränkung des Wettbewerbs lässt sich auch nicht mit zwingenden Gründen des Allgemeininteresses rechtfertigen. Denn zwingenden Gründen des Allgemeininteresses, denen ein größeres Gewicht als der Niederlassungsfreiheit zukommen könnte, sind nicht ersichtlich. Die deutsche Unternehmensmitbestimmung ist kein

solcher Grund. Sie ist im europäischen Vergleich isoliert. Je umstrittener aber eine Regelung im rechtspolitischen Kontext ist, desto weniger kann es überzeugen, sie als international zwingendes Recht durchzusetzen. Im Übrigen bedarf es unter dem Gesichtspunkt der Erforderlichkeit auch keiner Unternehmensmitbestimmung. Jedes Unternehmen, gleich aus welchem Land, unterliegt mit seinen Betrieben in Deutschland der betrieblichen Mitbestimmung. Diese betriebliche Mitbestimmung erfüllt alle Voraussetzungen eines effektiven Schutzes der Arbeitnehmerinteressen. Eine Rechtfertigung der Unternehmensmitbestimmung aus sich heraus, um dadurch die Niederlassungsfreiheit europäischer Gesellschaften einzuschränken, kann daher schon aus diesem Grunde nicht Platz greifen.

Europäische Rechtssetzungsakte

So sieht auch die bisher einzige europäische Gesellschaftsform, die Europäische Aktiengesellschaft (SE) keine zwingende Unternehmensmitbestimmung, sondern lediglich eine Auffangregelung bei einem bestehenden Mitbestimmungssystem in einem beteiligten Unternehmen vor. Dies lässt erkennen, dass der europäische Gesetzgeber Mitbestimmung nicht für eine unverzichtbare Grundentscheidung hält.

Corporate Governance

Bei der Beurteilung von Vor- und Nachteilen der Unternehmensmitbestimmung muss schließlich die internationale Entwicklung in der Diskussion um Unternehmensführung in den Blick genommen werden, die unter dem Schlagwort Corporate Governance geführt wird. So hat die amerikanische Börsenaufsicht für die Mitbestimmung in deutschen Unternehmen im Hinblick auf das Erfordernis der Unabhängigkeit der Mitglieder von Aufsichtsgremien nur auf massive Intervention der Bundesregierung eine Ausnahmeregelung von amerikanischen Vorstellungen der Unabhängigkeit der Aufsichtsratsmitglieder geschaffen. Auch die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex hat die Diskussion um die Mitbestimmung nur auf Wunsch der Bundesregierung nicht zum Gegenstand ihrer Arbeit gemacht.

Reformansätze für eine zukunftstaugliche Regelung

Um die deutsche Unternehmensmitbestimmung aus ihrer Isolation herauszuführen und sie nicht zum Standortnachteil werden zu lassen, muss sie also mit anderen Systemen kompatibel werden. Hierzu bietet es sich an, in Anlehnung

an das europäische Modell die Mitbestimmung grundsätzlich für Vereinbarungslösungen zu öffnen. Der Gesetzgeber kann Regelbeispiele zur Verfügung stellen, die sich an den heute bestehenden Mitbestimmungsmodellen im Mitbestimmungsgesetz von 1976 und im Drittelbeteiligungsgesetz orientieren. Als drittes Regelbeispiel ist die Einführung eines Konsultationsrats als Gremium der Arbeitnehmervertreter außerhalb des Aufsichtsrates zu prüfen. Die Montanmitbestimmung scheidet demgegenüber aus verfassungsrechtlichen wie aber auch aus europäischen Gründen aus. Montanmitbestimmung ist ein einmaliger historischer und von den einschlägigen europäischen Richtlinien nicht akzeptierter Sonderfall.

Für den Fall, dass Verhandlungen über die Mitbestimmung zu keinem Ergebnis gelangen, muss eine gesetzliche Auffangregelung geschaffen werden. Um eine gleichmäßig ausbalancierte Ausgangsposition der Verhandlungspartner zu erreichen, sollte diese Auffanglösung zumindest für die dualistische Unternehmensverfassung mit Vorstand und Aufsichtsrat nicht über die Drittelbeteiligung hinausgehen.

Die monistische Unternehmensverfassung bedarf einer anderen Lösung. Diese Unternehmensverfassung mit einem Verwaltungsrat als einheitlichem Leitungsorgan an der Spitze des Unternehmens ist bisher in Deutschland nur in der SE möglich. Die Europäische Kommission hat aber vor, den Mitgliedstaaten aufzuerlegen, ein generelles Wahlrecht zwischen dualistischer und monistischer Unternehmensverfassung zu gewähren. Eine Implementierung der deutschen Unternehmensmitbestimmung im Verwaltungsrat einer monistisch verfassten Gesellschaft würde eine schwerwiegende materielle Mitbestimmungsausweitung bedeuten, die verfassungsrechtlich hochproblematisch wäre. Als Auffangregelung muss deshalb für das monistische System die Einrichtung eines Konsultationsrates außerhalb des Verwaltungsrates vorgesehen werden.

Eine notwendige Reform der Unternehmensmitbestimmung muss sich darüber hinaus mit der Frage der Legitimation von Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat befassen. In diesem Zusammenhang bedarf es einer Beantwortung der Frage, inwieweit Arbeitnehmer ausländischer Belegschaften in die Mitbestimmung einbezogen werden können. Dies kann ebenfalls nur auf einem Vereinbarungswege geschehen. Einer kritische Prüfung muss auch die Zwangsrepräsentation von externen Gewerkschaftsvertretern im Aufsichtsrat unterzogen werden. Es sollte allein dem Willen der Arbeitnehmer überlassen bleiben, ob sie solche externen Vertreter in den Aufsichtsrat wählen möchten. Viele technische Einzelheiten, wie z.B. die Vereinfachung von Wahlverfahren, müssten ebenso in eine Reform einbezogen werden.

Fazit

Eine Modernisierung der deutschen Unternehmensmitbestimmung kann zur Erfolgsgeschichte für den deutschen Investitions- und Holdingstandort werden. Die deutsche Mitbestimmung wird sich in jedem Fall ändern, auch wenn der Gesetzgeber nichts ändert – dies dann aber an Deutschland als Standort vorbei. Die Gestaltung der Entwicklung hin zu einem in Europa akzeptablen Mitbestimmungsmodell ist eine Kernaufgabe des deutschen Unternehmensrechts. Die Nichtberücksichtigung der internationalen Entwicklung verbietet sich bei einem Land, das wie kaum ein anderes in den internationalen Austausch von Gütern eingebunden ist. Es bedarf der Öffnung der Mitbestimmung für die internationale und vor allem für die europäische Entwicklung. Eine Abschottung Deutschlands wäre demgegenüber kontraproduktiv und für den Standort Deutschland gefährlich.



Henning Röders*

Mitbestimmung – Kein Auslaufmodell!

Die deutsche Mitbestimmung ist seit ihrer Einführung vor 30 Jahren umstritten. Die Gegner sehen sie als ein Hemmnis für den Standort Deutschland an. Ausländische Unternehmen z.B. würden wegen der starken Arbeitnehmermitbestimmung vor Investitionen in Deutschland zurückschrecken. Daher wünschen die Gegner eine Reduzierung der Zahl der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten auf ein Drittel. Die Befürworter dagegen preisen das deutsche Mitbestimmungsmodell als ein Erfolgsmodell an. Die Einbindung der Arbeitnehmervertreter in die Unternehmensentscheidungen trage zur Sicherung des Betriebsfriedens bei und stärke die Identifikation der Beschäftigten mit den Zielen der Unternehmenspolitik und deren Umsetzung.

Die kontroverse Diskussion zwischen den Befürwortern und den Kritikern des deutschen Mitbestimmungsmodells ist nicht mehr rein akademischer Natur. Die EU-Richtlinie zur Möglichkeit des Wechsels in die Rechtsform der Europäischen Aktiengesellschaft hat unmittelbare Auswirkungen auf das deutsche Mitbestimmungsmodell. Die Allianz macht es vor: Mit der Gründung einer Europäischen Aktiengesellschaft wird eine Veränderung in der Zusammensetzung des Aufsichtsrates einhergehen: Das Gremium wird stark verkleinert, und nur noch ein Drittel der Sitze sind für Arbeitnehmervertreter vorgesehen. Es hat außerdem keine echten unmittelbaren Mitbestimmungsrechte.

Steht Deutschland vor einem Paradigmenwechsel? Ist das deutsche Mitbestimmungsmodell wirklich ein Auslaufmodell, wie die Kritiker uns suggerieren möchten? Müssen wir das Mitbestimmungsrecht anpassen, damit der Standort Deutschland überlebensfähig bleibt? Ganz so einfach, wie

manche Wirtschaftsvertreter meinen, können diese Fragen nicht beantwortet werden.

Zunächst ist festzustellen: Das Wohl und Wehe des Standortes Deutschland hängt nicht von der Reform des deutschen Mitbestimmungsrechts ab. Ein Massenexodus der Unternehmenssitze wird es auch bei Ausbleiben der Reform nicht geben. Dieser hätte längst stattgefunden. Denn in den vergangenen 30 Jahren ist das deutsche System der Unternehmensmitbestimmung einmalig auf der Welt gewesen. Es gibt wohl doch noch genug Gründe für einen Verbleib in Deutschland: Eine gute Infrastruktur, ein stabiles politisches System, eine niedrige Steuerbelastung für Kapitalgesellschaften und das deutsche Schadensersatzrecht, das Schadensersatzzahlungen in Millionenhöhe – wie es z.B. in den USA durch Sammelklagen durchaus möglich ist – einen Riegel vorschiebt. Erst recht wird eine Reform der unternehmerischen Mitbestimmung keine positiven Auswirkungen auf die schwierige Arbeitsmarktlage haben. Für die Unternehmensführungen ist das angeblich enge Korsett der unternehmerischen Mitbestimmung nicht das entscheidende Hemmnis, sondern es sind die Arbeitskosten in Deutschland, die dem wirtschaftlichen Aufschwung im Wege stehen. Diese werden aber weder durch die Verkleinerung des Aufsichtsratsgremiums noch durch die Aufhebung der Parität zwischen Arbeitgeber- und Arbeitnehmervertretern gesenkt.

Die Kritiker der paritätischen Unternehmensmitbestimmung beklagen den großen Einfluss der Arbeitnehmerseite. Die Arbeitnehmerseite hätte zu große Mitentscheidungsrechte bei der Festlegung der Unternehmensstrategie. Die Unternehmensführungen wären oft zu Kuhhändeln gezwungen, um Entscheidungen im Aufsichtsrat durchzubringen. So würden Arbeitnehmervertreter ihre Zustimmung zu heiklen Entscheidungen im Aufsichtsrat von wirtschaftlich nur schwer vertretbaren Standort- oder Arbeitsplatzgarantien abhängig machen. Bei dieser Argumentation wird aber außer Acht gelassen, dass die paritätische Mitbestimmung vom Doppelstimmrecht des Aufsichtsratsvorsitzenden in der zweiten Abstimmung durchbrochen wird. Strittige Entscheidungen sind möglich, die Arbeitnehmerseite kann durchaus von der Seite der Anteilseigner überstimmt werden. Die so genannten Kuhhändeln wären im Grunde genommen also gar nicht nötig. Der Zweck liegt eher darin begründet, die Zustimmung der Arbeitnehmerseite bereits in einem frühen Stadium sicherzustellen und Konflikte wegen der Überstimmung zu vermeiden. Was ist aber daran negativ? Wenn der angeblich zu große Arbeitnehmereinfluss beklagt wird, liegt dem wohl der Wunsch zugrunde, möglichst unter sich zu bleiben und die Arbeitnehmervertreter so weit wie möglich außen vor zu lassen. Dabei sind es gerade die Beschäftigten, die mit dem Einsatz ihrer Arbeitskraft erst den Unternehmenserfolg ermöglichen. Da ist es nur legitim, wenn sie auch in einem großen Maße an den Unternehmensentscheidungen beteiligt werden.

* Henning Röders ist Hauptgeschäftsführer des DHV-Deutscher Handels- und Industriangestellten-Verbandes im Christlichen Gewerkschaftsbund Deutschland.

Zukunftsmodell Mitbestimmung

Die paritätische Unternehmensmitbestimmung ist neben der Tarifautonomie ein wichtiger Bestandteil der sozialen, konsensorientierten Marktwirtschaft. Die Einbindung der Arbeitnehmervertreter in einem frühen Entscheidungsstadium reduziert Konfliktpotentiale. Die Arbeitnehmer als Partner und nicht als Gegner – das ist die Regel. Die geringe Anzahl von Streiktagen pro tausend Arbeitnehmer (4,8) ist ein eindrucksvoller Beleg. In den von den Unternehmensführungen viel gepriesenen USA ist die Anzahl der Streiktage pro tausend Arbeitnehmer um das zehnfache (44,5) höher.

Die deutsche Unternehmensmitbestimmung ist also kein Auslaufmodell. Im Gegenteil: Es trägt mit zu einem stabilen Wirtschaftssystem bei, da es den Grundsatz, dass Demokratie nicht vor den Werkstoren Halt machen darf, mit in die Tat umsetzt. Dennoch weist die deutsche Mitbestimmung Defizite auf.

Wahlmännerverfahren und Urwahl

Vor allem das Wahlmännerverfahren ist eine unbefriedigende Regelung. Warum dürfen Arbeitnehmer in Unternehmen mit über 8 000 Beschäftigten den Bundestag zwar unmittelbar wählen, die Vertreter im Aufsichtsrat ihres Unternehmens aber nur über die Wahl von Wahlmännern bestimmen? Keinen Sinn ergibt auch die willkürlich gezogene Grenze für die Wahlmännerwahl. Ein einleuchtender Grund, die Grenze für die unterschiedlichen Wahlverfahren bei 8 000 Beschäftigten zu ziehen, ist nicht ersichtlich.

Das Wahlmännerverfahren ähnelt dem rätedemokratischen Modell, mit dem die Kommunisten in der Frühzeit der Weimarer Republik die Macht an sich reißen wollten: Minderheiten sollten in dem Rätssystem keine Chance bekommen, die Entscheidungsprozesse mitzugestalten. Die Mehrheit allein sollte bestimmen. Gott sei Dank setzte sich das rätedemokratische Modell nicht durch; die Weimarer Republik wäre bereits 1919 untergegangen. Warum schafft der Gesetzgeber das Wahlmännerverfahren nicht ab? Es ist undemokratisch. Es benachteiligt kleinere Gewerkschaften. Die größeren Gewerkschaften können ihre Machtposition dazu ausnutzen, die ihnen wohlgesinnten Wahlmänner aufzustellen und somit die Grundlage für ein für sie günstiges Wahlergebnis zu erzielen. Kleinere Gewerkschaften haben wegen ihres geringeren Organisationsgrades das Nachsehen, selbst wenn sie eine personell überzeugendere Wahl-liste vorweisen können.

Die Wahlmännerwahl spiegelt in den seltensten Fällen die tatsächliche Stimmung in den Unternehmen wider. Jüngstes Beispiel hierfür war die Aufsichtsratswahl der TUI AG in diesem Jahr: Während die DHV-Liste bei der Wahlmänner-

wahl nur rund 20% erreichte, erzielte sie bei den TUI-Beschäftigten der Seefahrt, die das unmittelbare Wahlrecht hatten, rund 50%. Dieses Ergebnis ist ein eindeutiger Beleg für die Annahme, dass der DHV bei einer unmittelbaren Wahl besser abgeschnitten hätte.

Die Aufsichtsratswahl bei der TUI AG ist kein Einzelfall. Das belegen die Wahlergebnisse der vergangenen Jahre, bei denen es große Unterschiede zwischen den Ergebnissen der Urwahlen und der Wahlmännerwahlen gab. Bei Urwahlen erzielten die Gewerkschaftslisten des DHV zum Teil sensationelle Erfolge. Auf jeden Fall befanden sie sich auf Augenhöhe mit den DGB-Gewerkschaften. Einige Beispiele:

| | |
|--|--------|
| Münchener Rückversicherung AG 2004: | 88,6% |
| DATEV eG 2002: | 72,1%; |
| 2006: | 78,5% |
| Bausparkasse Wüstenrot 2004: | 73,3% |
| Deutsche Krankenversicherung AG 2003: | 66,2% |
| Gothaer Finanzholding 2003: | 64%; |
| 2005: | 48% |
| Gothaer Allgemeine Versicherung 2003: | 62,4%; |
| 2005: | 48% |
| Allianz AG 2003: | 44,2% |
| Allianz Lebensversicherung AG 2003: | 58% |
| Hornbach Bau- und Gartenmärkte AG: 2004: | 65,7% |
| TUI Leisure Travel GmbH 2006: | 66% |
| Danzas Deutschland Holding GmbH 2003: | 59% |
| Danzas GmbH 2003: | 67% |

Bei den Unternehmen mit Wahlmännerwahlen dagegen fielen die Wahlergebnisse für den DHV in der Regel schlechter aus:

| | |
|-------------------------------------|-------|
| Metro Großhandelsgesellschaft 2003: | 41,2% |
| Metro AG 2003: | 25,8% |
| ERGO Versicherungsgruppe 2005: | 41% |

Eine der Ausnahmen war die Wahlmännerwahl bei der Rewe Zentral AG, bei der die DHV-Liste rund 56% der abgegebenen Wahlmännerstimmen erzielte. Das Wahlergebnis dürfte annähernd die Stimmung im Unternehmen widerspiegeln haben.

Bei vielen Aufsichtsratswahlen von Unternehmen mit über 8 000 Beschäftigten jedoch trat der DHV wegen der von vornherein aussichtslosen Wahlchancen gar nicht erst an.

Gewerkschaftsvertreter im Aufsichtsrat

Die DGB-Gewerkschaften besetzen ihre Gewerkschaftslisten mit ihren hauptamtlichen Mitarbeitern. Diese sind aber ihrer Gewerkschaft verpflichtet und können nicht objektiv

und ausschließlich im Interesse des Unternehmens entscheiden. Sie sind weisungsgebunden durch ihre Gewerkschaft, dem tarifpolitischen Gegenspieler des Unternehmens. Den DGB-Gewerkschaften, die für ihre Gewerkschaftslisten ihre hauptamtlichen Mitarbeiter als Kandidaten aufstellen, liegt folgerichtig nicht vornehmlich an dem unbedingten und loyalen Eintreten ihrer hauptamtlichen Gewerkschaftsvertreter für die Interessen des Unternehmens. Sie nutzen das geltende Mitbestimmungsrecht als Instrument zur Einflussnahme auf Unternehmensentscheidungen in ihrem Sinn. Aber: Mit welcher Berechtigung kontrollieren Gewerkschaftsfunktionäre ihren tarifpolitischen Gegenspieler?

Für den DHV und seine christlichen Partnergewerkschaften gilt dagegen der Grundsatz: *Mitbestimmung ist Selbstbestimmung durch die Arbeitnehmer und nicht Fremdbestimmung durch eine anonyme Gewerkschaftszentrale!* Deshalb werden nur Unternehmensbeschäftigte als Kandidaten auf den Gewerkschaftslisten aufgestellt. Diese Botschaft wird von den Beschäftigten verstanden. Das erklärt die Wahlerfolge, die nicht nur der DHV bei Urwahlen erzielt, sondern auch seine Partnergewerkschaften des christlichen Gewerkschaftsbundes.

Das Wahlmännerverfahren, das einen großen Einfluss der DGB-Gewerkschaften auf die Auswahl und Beeinflussung der Wahlmänner ermöglicht, erschwert die erfolgreiche Strategie der christlichen Gewerkschaften. Konkurrenz wird somit behindert oder von vornherein verhindert. Es trägt zum negativen Image der deutschen Mitbestimmung bei, das durch die Mannesmann-Affäre oder durch das Agieren des stellvertretenden Aufsichtsratsvorsitzenden Frank Bsirske beim Lufthansastreik vor zwei Jahren weiteren Schaden erlitten hat. Bezeichnenderweise kommen in den Unternehmen, in denen das Urwahlprinzip gilt und in denen auch christliche Gewerkschaften im Aufsichtsrat vertreten sind, kaum Affären oder Skandale vor. Dort funktioniert die Mitbestimmung weitgehend reibungslos.

Einführung der Urwahl

Die Einführung des unmittelbaren Wahlrechts für die Beschäftigten aller Unternehmen ist das Gebot der Stunde. Die Urwahl löst den Negativeffekt durch die Entsendung hauptamtlicher DGB-Gewerkschafter in die Aufsichtsräte auf oder vermindert diesen erheblich. Die Urwahl ist nicht nur ein Beitrag für mehr Demokratie in den Betrieben, sondern hat auch einen angenehmen Nebeneffekt: Das komplizierte Procedere der Wahlmännerwahl wäre überflüssig und würde zu einer nicht unerheblichen Kostenentlastung der Unternehmen führen. Es wären keine Wahlmännerwahlen in den Betrieben mehr nötig, und die in der Regel zweitägige Wahlversammlung der Wahlmänner wäre ebenfalls überflüssig.

Der DHV und seine christlichen Partnergewerkschaften erwarten deshalb in der Frage der Abschaffung der Wahlmännerwahl ein entschlossenes Signal der Politik für mehr Demokratie in den Betrieben. Die Politik darf nicht weiter der Handlanger der DGB-Gewerkschaften sein. Sie muss handeln, damit die deutsche Mitbestimmung auch in der Zukunft ihren Fortbestand hat.

Der Beitrag beleuchtet im Rahmen einer Event-Studie für Deutschland, Großbritannien, Japan und die Vereinigten Staaten das Verhalten des Bruttoinlandsprodukts, des privaten Konsums, der Investitionen, der Kreditvergabe an den privaten Sektor, der Inflationsrate und der Geldpolitik in der Umgebung von Aktien- und Immobilienpreisblasen. Als zentrales Ergebnis kann festgehalten werden, dass die betrachteten realen Variablen und Kreditaggregate in der Phase, in der sich eine positive Blase aufbaut (Boomphase), überdurchschnittliche Zuwachsraten aufweisen. Während die Variablen bei Aktienblasen einige Quartale nachlaufen, erreichen ihre Wachstumsraten bei Immobilienbooms bereits mehrere Quartale vor dem Hochpunkt der Immobilienpreise ihr Maximum. In den Boomphasen konnte zudem ein Vorlauf der Kredite vor den realen Größen, insbesondere den Investitionen, festgestellt werden. Im Gegensatz zu den Hochpunkten der Vermögenspreise scheinen die Tiefpunkte nicht mit makroökonomischen Effekten einherzugehen. Vielmehr zeichnen sich Phasen, in denen es nach Erreichen des Hochpunkts zu Preisverfallen kommt (Bustphasen), mit signifikant unterdurchschnittlichen Zuwachsraten der realen Variablen und Kreditaggregate aus.

Starke Schwankungen von Vermögenspreisen zählen zu den stilisierten Fakten von entwickelten und globalisierten Finanzmärkten. Während Wechselkursblasen vor allem in kleinen, offenen Volkswirtschaften eine wichtige Rolle spielen, sind Aktienkurs- und Immobilienpreisblasen Bestandteil aller liberalisierten Finanzmärkte. Der US-Börsencrash 1987, das Platzen der Japan-Blase Ende der 80er Jahre, die Asien-Krise 1997 und das Platzen der New Economy-Blase 2000 sind einige prominente Beispiele. Letztere verursachte auch in Deutschland harte wirtschaftliche Anpassungsprozesse, da Aktienmärkte seit den neunziger Jahren hierzulande eine stärkere Bedeutung erlangten. Private Haushalte griffen vermehrt auf Aktien als Anlageform zurück, und Unternehmen finanzierten sich in zunehmendem Maße über Neuemissionen am Aktienmarkt.

Änderungen der Vermögenspreise können nach Illing (2004) die konjunkturelle

Entwicklung einer Volkswirtschaft über verschiedene Kanäle beeinflussen. So hängen Investitionen, sei es in Immobilien oder in Ausrüstungen, über Kapitalkosten- und Akzeleratoreffekte vom Verlauf der Aktienkurse und Immobilienpreise ab. Gestiegene Vermögenspreise senken die Kosten der Kapitalbeschaffung und signalisieren positive zukünftige Marktentwicklungen, was zu einem Anstieg der Investitionstätigkeit führt. Darüber hinaus kann ein Anstieg der Aktienkurse und Immobilienpreise über sog. Vermögens- und Erwartungseffekte stimulierend auf den privaten Konsum wirken, da private Haushalte infolge eines gestiegenen Vermögens und aufgrund verbesserter zukünftiger Einkommenserwartungen zusätzliche Ausgaben tätigen. Starke Einbrüche bei Vermögenspreisen können daher die konjunkturelle Entwicklung erheblich dämpfen, was zudem die Gefahr birgt, dass deflationäre Spiralen in Gang gesetzt werden.

Auch das Bankensystem spielt bei der Übertragung von Vermögenspreisänderungen eine Rolle (vgl. z.B. Hubbard 1998). Da Kredite durch Vermögensgegenstände besichert werden, haben ein Aktienkurs- und Immobilienpreisverfall nicht nur Auswirkungen auf das Kreditausfallrisiko, sondern auch auf den Wert der Besicherung, was die Kreditkonditionen beeinflusst. Ein Anstieg der Vermögenspreise erleichtert es Unternehmen und Haushalten hingegen, zusätzliche Liquidität zu erhalten, da der Wert ihrer Si-

* Dieser Beitrag ist Teil eines Gutachtens mit dem Titel »Gesamtwirtschaftliche Folgen von Vermögensblasen im internationalen Vergleich«, das vom ifo Institut im Auftrag des Bundesministeriums der Finanzen erstellt wurde. Das gesamte Gutachten ist in der Reihe »ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung« unter der Nummer 23 erschienen. Wir möchten uns bei Carsten Detken (Europäische Zentralbank), Boris Hoffmann (Deutsche Bundesbank), Michael Schröder (Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung) und Jiri Slacalek (Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung) sowie den Teilnehmern eines Workshops beim Bundesministerium der Finanzen für hilfreiche Kommentare und Diskussionen herzlich bedanken.

cherheiten steigt. Über den sog. Bilanz- bzw. Kreditkanal weist das Finanzsystem somit einen prozyklischen Charakter auf, der zur Verstärkung der Kapitalkosten-, Akzelerator-, Vermögens- und Erwartungseffekte beitragen kann.

Dieser Beitrag beleuchtet die gesamtwirtschaftliche Bedeutung von Vermögensblasen in Deutschland, Großbritannien, Japan und den Vereinigten Staaten im Rahmen einer Event-Studie. Im Vordergrund steht die Analyse der Auswirkungen von Aktienpreis- und Immobilienpreisblasen auf das Verhalten der privaten Haushalte, des Unternehmens- und des Finanzsektors. Die zentralen makroökonomischen Aggregate der Untersuchung sind entsprechend der private Konsum, die Investitionen und das Kreditvolumen, sowie in engem Zusammenhang mit diesen Variablen das Bruttoinlandsprodukt, die Inflationsrate und die kurzfristigen Notenbankzinsen.

Bisherige Event-Studien zu den Effekten von Vermögenspreisblasen auf makroökonomische Variable konzentrieren sich meist auf einzelne Länder. Ito und Iwaisako (1995) und Okina und Shiratsuka (2003) beispielsweise beschreiben die Auswirkungen der Japan-Blase Ende der 80er Jahre; Mishkin und White (2003) beschränken sich auf US-amerikanische Börsencrashes. Eine mehrere Länder umfassende Studie zu den Effekten von Vermögenspreisblasen auf makroökonomische Variable wurde hingegen nur von Bordo und Jeanne (2002), vom IWF (2003) und von Detken und Smets (2004) durchgeführt.

Bordo und Jeanne (2002) betrachten Boomphasen von Vermögenspreisen in 15 OECD-Ländern, auf die innerhalb eines Jahres ein Bust folgte. Ein Boom wurde dann identifiziert, wenn die durchschnittliche Wachstumsrate der Aktien- bzw. Immobilienpreise über drei Jahre einen Schwellenwert überschreitet. Die Ergebnisse der Studie legen nahe, dass es in der Umgebung eines Booms zu einem Anstieg der Produktionslücke, zu einer Erhöhung der Inflationsrate sowie zu einem Anstieg des Kreditvolumens kam.

Der IWF (2003) analysiert die Auswirkungen von Vermögenspreisbusts auf den Aktien- und Immobilienmärkten in 19 Industrieländern, die unmittelbar auf einen Boom folgten. Die Identifizierung der Bustphasen wurde mit Hilfe eines zweistufigen Verfahrens vorgenommen. Zunächst wurden mittels einer modifizierten Bry-Boschan-Methode die Hoch- und Tiefpunkte der Vermögenspreiszeitreihen bestimmt. Als Booms (Busts) wurden dann diejenigen Phasen im Vorfeld eines Hochpunkts (Tiefpunkts) definiert, die einen Vermögenspreisanstieg (Vermögenspreirückgang) zwischen dem betrachteten Hochpunkt (Tiefpunkt) und dem davor liegenden Tiefpunkt (Hochpunkt) aufweisen, der innerhalb des oberen Quantils aller Vermögenspreisanstiege (Vermögenspreirückgänge) liegt. Es zeigte sich, dass der Output infolge eines Vermögenspreisbusts absinkt. Der Rückgang des Outputs wird dabei durch das Absinken der Investitionen,

des privaten Konsums sowie des Kreditvolumens begleitet. Zusätzlich zeigte sich, dass Immobilienbusts mit wesentlich ausgeprägteren realen Effekten verbunden waren als Aktienbusts.

Detken und Smets (2004) beleuchten Boomphasen in 18 OECD-Ländern, die auf Basis eines aggregierten Vermögenspreisindex – der sowohl Aktien- als auch Immobilienpreise enthält – ermittelt wurden. Mit Hilfe eines rekursiven HP-Filter-Ansatzes wurde dabei ein Boom für den Zeitraum identifiziert, in dem der aggregierte Vermögenspreisindex um mehr als 10% vom HP-Trend abweicht. Die Ergebnisse deuten an, dass die Produktionslücke infolge eines Booms erheblich zulegte. Zusätzlich wies die Kreditmenge eine höhere Zuwachsrate auf, was darauf schließen lässt, dass sich die Kreditkonditionen verbesserten. Auch die Geldpolitik verhielt sich mit niedrigeren Zinsen expansiv.¹

Die zitierten Studien kommen somit einhellig zu dem Ergebnis, dass sowohl positive als auch negative Vermögenspreisblasen Auswirkungen auf wichtige makroökonomische Variable haben. Im Gegensatz zur folgenden Vorgehensweise konzentrieren sich diese Studien allerdings auf nur eine Ausprägung des Vermögenspreiszyklus (also entweder starke Preisanstiege oder -rückgänge) und unterscheiden sich stark in der Definition der Boom- und Bustphasen sowie in der Länderauswahl.

Der Beitrag gliedert sich wie folgt. Der folgende Abschnitt beschäftigt sich zunächst mit der Identifikation von Vermögenspreisblasen, die als Abweichung des Vermögenspreises von seinem Fundamentalwert definiert sind. Aus Mangel an vergleichbaren und langen Zeitreihen für die in der Literatur diskutierten Näherungsvariablen des Fundamentalwertes (bspw. Kurs-Gewinn-Verhältnisse) für alle vier Länder, werden die Blasen anhand univariater statistischer Methoden (rekursiver Hodrick- Prescott-Filter und Bry-Boschan-Methode) bestimmt. Es folgt die empirische Analyse für Deutschland, Großbritannien, Japan und die Vereinigten Staaten. Im Rahmen einer Event-Studie wird das Verhalten des Bruttoinlandsprodukts, des privaten Konsums, der Investitionen, der Kreditvergabe an den privaten Sektor, der Inflationsrate und der Geldpolitik in einem Zeitfenster von ± 8 Quartalen um die zuvor identifizierten Aktien- und Immobilienpreisblasen untersucht. Zuletzt werden die zentralen Ergebnisse der Untersuchung zusammengefasst.

Identifikation der Vermögenspreisblasen

Blasen scheinen unvermeidliche Begleiterscheinungen entwickelter Finanzmärkte zu sein, da sie in unterschiedlichen

¹ Detken und Smets (2004) bewerteten die Zinspolitik der Notenbank anhand einer Taylor-Regel.

Abständen und mit unterschiedlicher Intensität immer wiederkehren. Ihre Ursachen liegen im Verhalten der Finanzmarktakteure und lassen sich durch irrationalen Über schwang, Herdenverhalten von Portfoliomanagern, institutionell beschränkte Arbitragemöglichkeiten und unzulängliche Kontrolle der Finanzintermediäre erklären. Blasen rechtzeitig – und zwar in Echtzeit – zu erkennen, ist eine schwierige, wenn nicht gar unmögliche Aufgabe, da vor allem die Bestimmung des Fundamentalwertes des Vermögenspreises und die Abschätzung der Entwicklung seiner Determinanten mit großer Unsicherheit behaftet sind. Dennoch wird im Folgenden versucht, für Deutschland, Großbritannien, Japan und die Vereinigten Staaten historische Blasen bei Aktienkursen und Immobilienpreisen zu identifizieren. Hierzu wird ein dreistufiges Verfahren angewandt.

In einem ersten Schritt werden die Wendepunkte der Vermögenspreissetreihen mit Hilfe der Bry-Boschan-Methode bestimmt. Die oberen Wendepunkte werden als positive Vermögenspreisblasen definiert und die unteren entsprechend als negative. Da die Bry-Boschan-Methode eine eher mechanistische Art der Bestimmung von Blasen ist, wird in einem nächsten Schritt der Versuch unternommen, den fundamentalen Wert der Vermögensanlage durch einen Hodrick-Prescott-Filter zu approximieren. In Anlehnung an Detken und Smets (2004) werden dann starke Abweichungen der Vermögenspreise von ihrem HP-Trend als positive bzw.

negative Vermögenspreisblasen definiert. Da die beiden statistischen Methoden in einigen Fällen zu unterschiedlichen Ergebnissen führen, wird in einem dritten Schritt eine Art Schnittmenge aus beiden Methoden gebildet. Bei den Aktienblasen wird zusätzlich versucht, sie mit historischen Ereignissen, die in der Literatur einschlägig als Blasen charakterisiert wurden, in Übereinstimmung zu bringen.

Aktienpreise

Die Aktienpreisentwicklung in Deutschland, Großbritannien, Japan und den Vereinigten Staaten wird mit den Zeitreihen breiter Aktienindizes (CDAX, FT Ordinary Industrial Index, TSE Topix, Standard & Poor's 500; siehe Datenanhang) beschrieben. Bei diesen Indizes handelt es sich allesamt um Kursindizes, in die nur die Veränderung der Aktienkurse und nicht die Dividendenzahlungen der Unternehmen (also keine Performance-Indizes) eingehen. Für die Bestimmung der Blasen wurden reale Aktienpreisindizes verwendet. Die nominalen Zeitreihen wurden hierfür mit den jeweiligen Konsumentenpreisindizes deflationiert.

Bry-Boschan-Methode

Ein einfaches Verfahren, um positive und negative Blasen von Vermögenstiteln zu identifizieren, ist die Bestimmung ihrer Wendepunkte anhand der Methode von Bry und Boschan (1971). Diese wurde ursprünglich entwickelt, um die Hoch- und Tiefpunkte von Konjunkturzyklen zu datieren und wird unter anderem vom NBER Business Cycle Dating Committee verwendet.² Die genaue Abfolge der verschiedenen

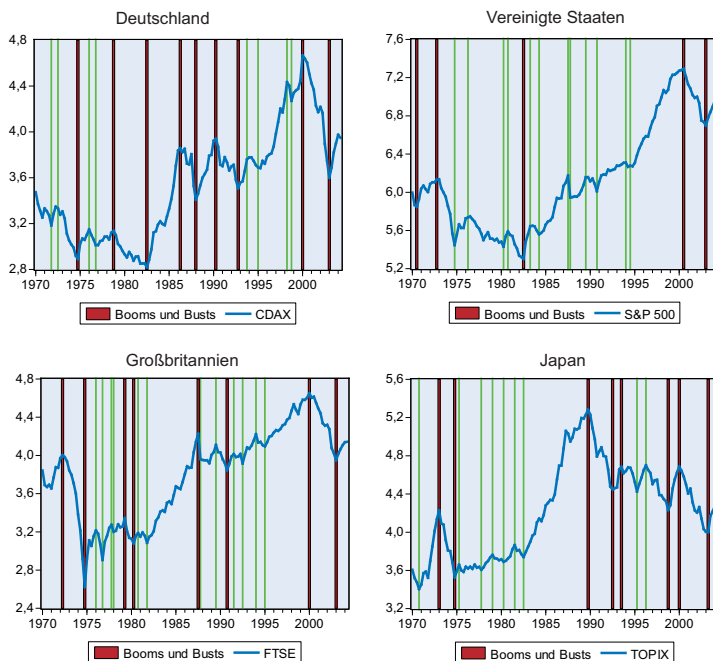
² Eine Bestimmung von Zyklen auf Aktienmärkten wurde erstmals von Pagan und Sossounov (2004) vorgestellt.

Tab. 1

Der modifizierte Bry-Boschan-Algorithmus

- I. Ausreißerbestimmung und Substitution extremer Beobachtungen.
- II. Zyklusbestimmung in einem gleitenden *Zwölfquarters*-Durchschnitt (extreme Beobachtungen ersetzt).
 - A. Bestimmung von Werten, die höher (oder niedriger) sind als alle Werte im Umkreis von ± 5 *Quartalen*.
 - B. Erzwingung alternierender Wendepunkte: Höchster von multiplen oberen Wendepunkten; niedrigster von multiplen unteren Wendepunkten.
- III. Zyklusbestimmung in einem weniger stark geglätteten gleitenden Durchschnitt (sog. Spencer-Kurve)(extreme Beobachtungen ersetzt).
 - A. Bestimmung der höchsten (oder niedrigsten) Werte im Umkreis von ± 5 *Quartalen* um die Wendepunkte des gleitenden *Zwölfquarters*-Durchschnitts.
 - B. Erzwingung der Mindestzykluslänge von 15 *Quartalen* durch Elimination niedrigerer oberer oder höherer unterer Wendepunkte bei Zyklen kürzerer Dauer.
- IV. Bestimmung der Wendepunkte in einem kurzfristigen gleitenden Durchschnitt von zwischen 3 und 6 *Quartalen* (nach Vorgabe des Nutzers oder datengestützt).
 - A. Bestimmung der höchsten (oder niedrigsten) Werte im Umkreis von ± 5 *Quartalen* um die Wendepunkte der Spencer-Kurve.
- V. Bestimmung der Wendepunkte in der ungeglätteten Zeitreihe.
 - A. Bestimmung der höchsten (oder niedrigsten) Werte im Umkreis von ± 4 *Quartalen* um die Wendepunkte des kurzfristigen gleitenden Durchschnitts.
 - B. Elimination von Wendepunkten, die nicht weiter als 6 *Quartale* vom Anfang oder Ende der Zeitreihe entfernt liegen.
 - C. Elimination von oberen (oder unteren) Wendepunkten an beiden Enden der Zeitreihe, die niedriger (oder höher) sind als noch näher an den Enden platzierte Werte.
 - D. Elimination von Zyklen mit einer Dauer von weniger als 15 *Quartalen*.
 - E. Elimination von Phasen mit einer Dauer von weniger als 5 *Quartalen*.
- VI. Ausgabe der endgültigen Wendepunkte.

Abb. 1
Identifikation von Aktienpreisblasen (Bry-Boschan-Methode)



Anmerkung: Die Abbildungen zeigen den Verlauf der logarithmierten Aktienkurse. Die roten Balken zeigen die Wendepunkte, die sich bei Verwendung von Quartalsdaten ergeben. Die grünen Balken stellen die Wendepunkte dar, die bei Anwendung der Bry-Boschan-Methode auf Monatsdaten zusätzlich identifiziert wurden.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

Verfahrensschritte der Bry-Boschan-Methode ist in Tabelle 1 zusammengefasst.

Um den Algorithmus auf Vermögenspreiszereihen anzuwenden, wurden einige Veränderungen vorgenommen. Zunächst ergab sich das Problem, dass bei der Verwendung von Monatszeitreihen zu viele Hoch- und Tiefpunkte identifiziert wurden, da es sich bei Aktienkursen im Gegensatz zu realen Variablen wie dem Bruttoinlandsprodukt um sehr volatile Zeitreihen handelt. Eine einfache Möglichkeit, den Algorithmus anzupassen, ist seine Anwendung auf Quartalsdaten der realen Aktienindizes, ohne dabei die im Algorithmus definierten Zeitfenster entsprechend zu ändern.³ Anstatt bspw. in Stufe II des Algorithmus einen gleitenden Zwölfmonats-Durchschnitt zu bilden, wurden Zwölfquartals-Durchschnitte berechnet. Alle Änderungen des ursprünglichen Algorithmus sind in Tabelle 1 kursiv hervorgehoben. Abbildung 1 zeigt die vom Algorithmus gefundenen Hoch- und Tiefpunkte.

³ Die Bry-Boschan-Methode wurde auch vom IWF (2003, Kap. II) angewandt, um Booms und Busts bei Vermögenspreisen zu identifizieren. Die Wendepunkte der Vermögenspreise wurden in Analogie zu Pagan und Sossounov (2004) bestimmt. Als weitere Bedingung für einen Boom (Busts) forderten die Autoren des IWF-Beitrags, dass die reale Vermögenspreisänderung zwischen dem identifizierten Hochpunkt (Tiefpunkt) und dem vorausgehenden Tiefpunkt (Hochpunkt) im oberen Quartil aller Veränderungen zwischen zwei benachbarten Hoch- und Tiefpunkten liegen muss.

Die roten Balken zeigen die Wendepunkte, die sich bei Verwendung von Quartalsdaten ergaben, während die grünen Balken zusätzlich bei Monatsdaten identifiziert wurden. Ein zusätzliches Problem ergab sich, da der Algorithmus Wendepunkte eliminierte, die zu nahe an anderen Wendepunkten liegen (Stufe III.B. und Stufe V.). Gerade bei Aktien-crashes, die zu einem Verfall der Aktienkurse binnen kürzester Zeit führen, sind solche Zeitpunkte allerdings von Interesse. Vom Algorithmus eliminierte Wendepunkte wurden deshalb als identifizierte Wendepunkte beibehalten und in Abbildung 1 abgetragen.⁴

Rekursiver HP-Filter

Wie viele makroökonomische Zeitreihen setzen sich auch Aktienpreise aus einer Trendkomponente und einer zyklischen Bewegung zusammen. Da der langfristige Trend neben allgemeinen Preissteigerungen vor allem die Wertzuwächse von Unternehmen, infolge von Effizienz- und Produktivitätssteigerungen reflektiert, spielt er für die quantitative und qualitative Abschätzung der Auswirkungen von Vermögenspreisschwankungen auf die konjunkturelle Entwicklung makroökonomischer Aggregate nur eine untergeordnete Rolle. Von Interesse sind vielmehr die kurzfristigen Abweichungen von diesem Trend. Für die Isolierung der zyklischen Komponente existiert eine Vielzahl von Trendbereinigerungsverfahren, wobei neuere Studien für die Behandlung von Finanzmarkt- und Vermögensvariablen insbesondere einen rekursiven Hodrick-Prescott (HP) Filter favorisieren.⁵ Im Unterschied zum herkömmlichen (symmetrischen) HP-Filter gehen bei der rekursiven Methode lediglich zurückliegende Beobachtungen in die Schätzung des Trends ein. Somit wird verhindert, dass der aktuelle Trend bereits durch zukünftige extreme Entwicklungen der Aktienpreise beeinflusst wird. Ein weiterer Vorteil dieser Behandlung in »Echtzeit« ist, dass Trends der Vergangenheit bei Bekanntgabe einer zusätzlichen Beobachtung nicht revidiert werden müssen. Für den rekursiven Filter wird als Stützzeitraum die Periode von 1960 bis 1969 gewählt, so dass der erste berechnete Trendpunkt (1970) Informationen aus dem Zeitraum von 1960 bis 1970 berücksichtigt. In Anlehnung an Detken und Smets (2004) sowie Gourinchas et al. (2001) wird anhand eines solchen HP-Filters zunächst der jährliche Trend der Aktienpreisindizes bestimmt. Durch die Wahl eines hohen Glättungsparameters

⁴ Die Matlab-Programme der Bry-Boschan-Methode, die in der vorliegenden Studie verwendet wurden, wurden von Jesper Linnaa von der Universität Kopenhagen zur Verfügung gestellt (vgl. auch Linnaa 2004).

⁵ Vgl. Detken und Smets (2004) sowie Gourinchas et al. (2001).

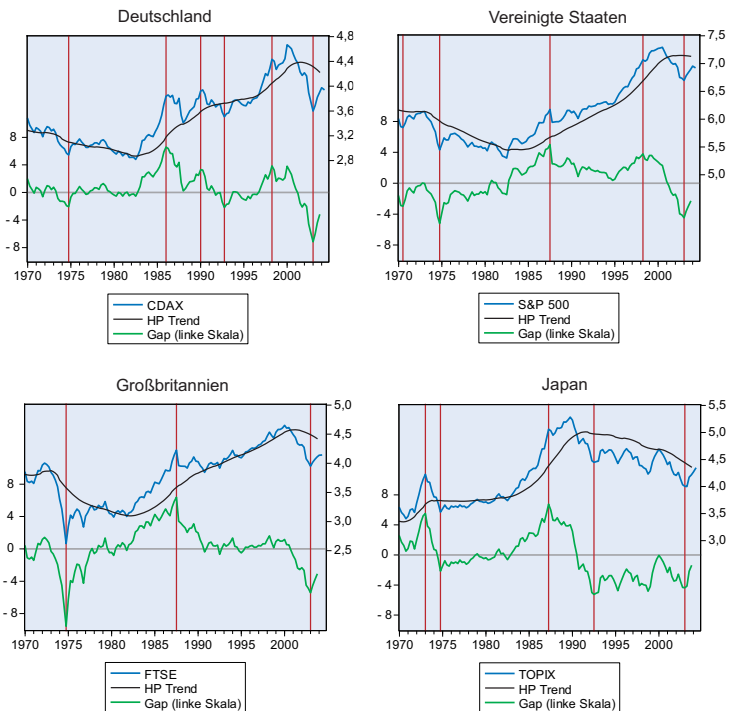
($\lambda = 1\,000$) wird erreicht, dass sich der nicht-lineare HP-Trend der Originalzeitreihe nicht zu sehr anpasst und so die zyklische Komponente (die Gap) nicht unterschätzt wird.⁶

Insbesondere bei der sehr hohen Volatilität von Aktienpreisindizes ist es wichtig, dass der Trend träge verläuft und seine Richtung nicht nach jeder erratischen Schwankung des Indexes ändert. So ermittelt, wird der bisher in jährlicher Frequenz vorliegende Trend durch eine nichtlineare Interpolation in eine vierteljährliche Reihe transformiert. Die gesuchte konjunkturelle Komponente der Aktienpreisindizes ergibt sich aus der Differenz zwischen Originalreihe und dem vierteljährlichen HP-Trend. Die lokalen Extrema dieser Gap werden als Vermögenspreisblasen interpretiert. Um zu vermeiden, dass auch quantitativ weniger bedeutende Maxima oder Minima der Reihe als Preisblasen betrachtet werden, wird als hinreichende Bedingung gefordert, dass der Absolutwert des Extremums einen bestimmten Schwellenwert überschreiten muss. Im vorliegenden Fall haben Sensitivitätsanalysen ergeben, dass ein Schwellenwert von 20% zu plausiblen Ergebnissen bezüglich der Identifikation von Vermögenspreisblasen führt. Abbildung 2 fasst das erläuterte Vorgehen graphisch zusammen. Für die betrachteten Länder Deutschland, Großbritannien, Japan sowie die Vereinigten Staaten sind für den Zeitraum von 1970:1 bis 2003:4 jeweils Aktienpreis, HP-Trend sowie die zyklische Komponente (die sog. Gap) abgetragen. Trotz vorheriger Logarithmierung der Daten ist in den meisten Ländern der angesprochene Trend deutlich zu erkennen. Lediglich in Japan wird die Entwicklung der Aktienpreise von dem deutlichen Anstieg gegen Ende der 80er Jahre dominiert. Dagegen stiegen in Deutschland, Großbritannien sowie den Vereinigten Staaten die Aktienindizes seit den frühen 80er Jahren stark an; eine Entwicklung, die erst im Jahre 2000 endete.

Identifikation anhand mehrerer Kriterien

Im Folgenden soll nun eine Schnittmenge aus den beiden statistischen Methoden gebildet werden und Blasen auf den Aktienmärkten der vier betrachteten Ländern mit historischen Ereignissen, die in der Literatur einschlägig als Blasen beschrieben wurden, in Übereinstimmung gebracht werden. Im Vergleich zur Bry-Boschan-Methode werden mit dem rekursiven HP-Filter weitaus weniger Aktienblasen iden-

Abb. 2
Identifikation von Aktienpreisblasen (rekursiver HP-Filter)



Anmerkung: Die Abbildungen zeigen den Verlauf der logarithmierten Aktienkurse (blaue Linien, rechte Achse) sowie der Abweichung der Aktienindizes von ihrem Trend in Prozent (grüne Linie, linke Achse). Die roten Balken zeigen die identifizierten Wendepunkte.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

tifiziert. Der Grund hierfür liegt zum einen in dem gewählten Schwellenwert von $\pm 20\%$, wodurch eine Reihe von lokalen Extrema beim rekursiven HP-Filter unberücksichtigt bleiben. Zum anderen wird der Trend bei sich sehr langsam und über einen längeren Zeitraum aufbauenden Blasen stark von der aktuellen Kursentwicklung mitgezogen, so dass bspw. die 2000er Blase in Großbritannien mit dem rekursiven HP-Filter gar nicht entdeckt wird. Beim rekursiven HP-Filter fällt auch auf, dass in einigen Fällen der Zeitpunkt der Blase mehrere Quartale vor dem der Bry-Boschan-Methode datiert wird. Dies tritt insbesondere dann auf, wenn der durch den HP-Trend approximierte Fundamentalkurs der Aktien zusammen mit dem Aktienindex steil ansteigt.

Insgesamt lassen sich drei globale und zwei nationale Blasen identifizieren. Zu den globalen Blasen gehören

- die so genannte »Nifty-Fifty-Blase« Anfang der 70er Jahre, die ihr abruptes Ende mit der ersten Ölpreiskrise fand,
- der 87er Crash (»Black Monday«), bei dem die Aktienkurse innerhalb weniger Tage um mehr als 20% einbrachen,
- und die »New-Economy-Blase« 2000.

Die beiden nationalen Blasen können für Japan im Jahre 1989 (sog. Japan-Blase) und für Deutschland im Jahre 1990

⁶ Hodrick und Prescott (1997) schlagen für die Filterung von Jahresdaten ursprünglich einen Wert von $\lambda = 100$ vor.

Tab. 2
Aktienpreisblasen in den G4-Ländern

| | | | Deutschland | Vereinigte Staaten | Großbritannien | Japan |
|---------|-----------------------------------|-----------|-------------|--------------------|----------------|--------|
| 1972/73 | Nifty-Fifty-Bubble / Ölpreiskrise | Hochpunkt | | 1972:4 | 1972:2 | 1973:1 |
| 1974 | | Tiefpunkt | 1974:4 | 1974:4 | 1974:4 | 1974:4 |
| 1987 | 87er Börsencrash | Hochpunkt | 1986:2 | 1987:3 | 1987:3 | - |
| 1987/88 | | Tiefpunkt | 1988:1 | - | 1990:4 | - |
| 1989 | Japan-Blase | Hochpunkt | - | - | - | 1989:4 |
| 1992 | | Tiefpunkt | - | - | - | 1992:3 |
| 1990 | Wiedervereinigung | Hochpunkt | 1990:2 | - | - | - |
| 1992 | | Tiefpunkt | 1992:4 | - | - | - |
| 2000 | New-Economy-Blase | Hochpunkt | 2000:1 | 2000:3 | 2000:1 | 2000:1 |
| 2003 | | Tiefpunkt | 2003:1 | 2003:1 | 2003:1 | 2003:2 |

(Wiedervereinigungsboom) identifiziert werden. Sämtliche Maxima und Minima sind in Tabelle 2 nochmals zusammengefasst.

Am deutlichsten wurden von beiden Methoden die Nifty-Fifty-Blase und die New-Economy-Blase ermittelt. Die Nifty-Fifty-Blase, die von Siegel (2002, Kap. 9) ausführlich dokumentiert wird, beschreibt den starken Anstieg der Aktienkurse Anfang der 70er Jahre, der abgesehen von Deutschland in allen Ländern zu beobachten war. In den zwei Jahren, die den jeweiligen Hochpunkten vorausgingen, stiegen die realen Aktienindizes um 127% (Japan), 40% (Großbritannien) und 33% (Vereinigte Staaten). Die Hochpunkte für die drei Länder wurden allesamt mit der Bry-Boschan-Methode (auf der Basis von Quartalsdaten) erkannt. Nach dem Platzen der Blase erreichten alle Länder (auch Deutschland) gleichzeitig im vierten Quartal 1974 einen ausgeprägten Tiefpunkt, der sowohl vom rekursiven HP-Filter als auch von der Bry-Boschan-Methode identifiziert wurde. In diesem starken Verfall spiegelt sich auch die Reaktion der Finanzmärkte auf die erste Ölkrise Anfang 1974 wider.

Eine der bedeutendsten Aktienpreisblasen des 20. Jahrhunderts ist sicherlich die New-Economy-Blase (vgl. z.B. Shiller 2000). Der Hoch- und Tiefpunkt dieser Blase wurde mit der Bry-Boschan-Methode (auf der Basis von Quartalsdaten) für alle vier Länder identifiziert. Der HP-Filter stellte lediglich ihren Tiefpunkt Anfang 2003 fest, während ein Hochpunkt nur für Deutschland und die Vereinigten Staaten gefunden wurde, und dies bereits 1998. Hier wird die oben erwähnte Verschiebungsproblematik des HP-Filters am deutlichsten.

Im Vergleich zu den anderen beiden globalen Blasen zeichnet sich der 87er Crash vor allem durch den abrupten Verfall der Kurse aus. Während er von der HP-Filter-Methode in allen vier Ländern als positive Blase ermittelt wurde, konn-

te die Bry-Boschan-Methode (auf der Basis von Quartalsdaten) einen Hochpunkt nur im Falle Deutschlands und Großbritanniens feststellen. Einen wirklich nachhaltigen Einbruch bei den Aktienkursen identifizierte die Bry-Boschan-Methode nur für Deutschland und Großbritannien, wo die realen Aktienindizes in den in Tabelle 2 angegebenen Zeiträumen zwischen Hoch- und Tiefpunkt um 36% (Deutschland) bzw. 27% (Großbritannien) nachgaben. Während also in der Tagespresse damals vor allem der unerwartete Rückgang der Aktienpreise im Mittelpunkt stand, suggeriert das hier verwendete Verfahren, dass es sich lediglich um das Platzen einer positiven Blase handelte, in der die Aktienpreise über mehrere Jahre hinweg auf ein zu hohes Niveau gestiegen sind. Im Rückblick sprechen einige Ökonomen mittlerweile auch von einer einzigen, riesigen Blase, die sich seit Anfang der 80er Jahre aufgebaut hatte und die schließlich 2000 platzte (vgl. Binswanger 2004). In dieser Dimension gesehen ist der Kurseinbruch 1987 nur ein »Mini-Crash« (vgl. bspw. Binswanger 2002).

Die japanische Blase erreichte ihren Höhepunkt im vierten Quartal 1989.⁷ Während der reale Wert der Aktien zwischen 1974 und 1982 um lediglich 23% stieg, schnellten die Aktienkurse in den darauf folgenden Jahren bis 1989 um 370% in die Höhe. Nach dem Platzen der Blase fiel der TOPIX im Prinzip über die ganzen 90er Jahre hinweg, weshalb in diesem Zusammenhang auch häufig von der »Lost Decade« gesprochen wird. Ein erster Tiefpunkt, der sowohl mit dem rekursiven HP-Filter wie auch mit der Bry-Boschan-Methode identifiziert werden konnte, wurde 1992 erreicht. Seit dem Höhepunkt der Blase hat der reale TOPIX mehr als die Hälfte seines Wertes (57%) verloren. Die deutsche Wiedervereinigung stellte ein weiteres nationales Ereignis dar, das durch beide Methoden im ersten Quartal 1990 als Aktienblase identifiziert wurde. Innerhalb

⁷ Mit dem HP-Filter wird das Maximum der Blase aufgrund des starken Anstiegs des Trends bereits anderthalb Jahre früher (1987:2) datiert.

von zwei Jahren (zwischen 1988 und 1990) stieg der reale CDAX um 67%; in den darauf folgenden zwei Jahren verlor er wieder um 34% an Wert.

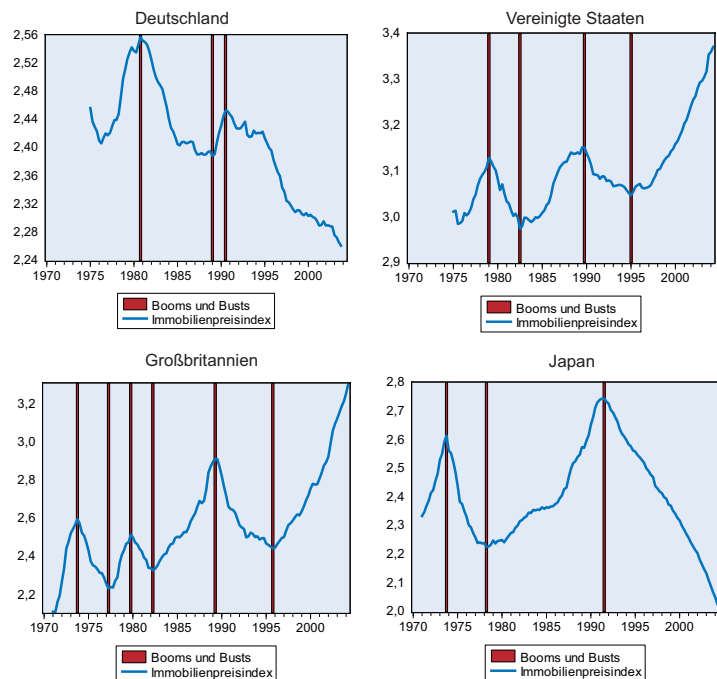
Letztlich blieben somit die Hoch- und Tiefpunkte, die von der Bry-Boschan-Methode (auf der Basis von Quartalsdaten) zwischen 1975 und 1985 für Deutschland, die Vereinigten Staaten und Großbritannien ermittelt wurden, sowie zwei Wendepunkte in Japan in den 90er Jahren unberücksichtigt. Die vom rekursiven HP-Filter gefundenen Blasen werden in der weiteren Analyse allesamt verwendet. Für die exakte Datierung der Blasen wurden wegen der Verschiebungsproblematik beim HP-Filter allerdings die Zeitpunkte gewählt, die die Bry-Boschan-Methode (auf der Basis von Quartalsdaten) ergab.

Immobilienpreise

In den Vermögensportfolios der privaten Haushalte stellt der Immobilienbesitz die größte Position dar. Während Aktienbesitz einen Anteil von 9% (Deutschland), 4% (Japan), 11% (Großbritannien) bzw. 19% (Vereinigte Staaten) am gesamten Vermögensbestand hat, beträgt er für Immobilien immerhin 32%, 10%, 34% bzw. 21%.⁸ Trotz dieser quantitativen Relevanz des Immobiliensektors sind international vergleichbare Längsschnittdaten über Hauspreise kaum verfügbar; in Japan gibt es derartige Angaben überhaupt nicht (vgl. Tab. 3). Stattdessen ist es üblich, den Bodenpreis gewissermaßen als Näherungsvariable für die fehlenden Hauspreise zu verwenden. Für Deutschland veröffentlicht die Deutsche Bundesbank Preisindizes für Neubauten (Reihenhäuser und Eigentumswohnungen) in den alten und neuen Bundesländern. Allerdings lassen sich aus der Veränderung von Neubaupreisen nur bedingt Aussagen über die Entwicklung von Immobilienpreisen ableiten. Hierzu bedarf es stattdessen Informationen über die Veränderung der Wieder-

verkaufswerte, wie sie für die Vereinigten Staaten sowie Großbritannien veröffentlicht werden.⁹ Trotz ihrer Verschiedenartigkeit werden die Zeitreihen für die vier Länder nachfolgend jeweils unter dem Begriff »Immobilienpreisindex« zusammengefasst. Dabei sollten diese Unterschiede bei der Interpretation der späteren Ergebnisse stets berücksichtigt werden. Für die Bestimmung der Blasen wurden reale Im-

Abb. 3
Identifikation von Immobilienpreisblasen (Bry-Boschan-Methode)



Anmerkung: Die Abbildungen zeigen den Verlauf der logarithmierten Immobilienpreise. Die roten Balken zeigen die identifizierten Wendepunkte.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

⁸ Angaben für das Aktienvermögen sind Durchschnittswerte für den Zeitraum 1995–2002; der Anteil des Immobilienvermögens bezieht sich auf das Jahr 1998 (vgl. OECD, Economic Outlook Nr. 68 und Nr. 76).
⁹ Für den Zeitraum ab 1990 wird ein solcher Index von der Bundesbank ebenfalls veröffentlicht.

Tab. 3
Immobilienpreisindizes für die G4

| Land | Was wird gemessen? | Verfügbar seit | Quelle |
|--------------------|---|----------------|---|
| Deutschland | Preis für Neubauten (mittlere bis gute Wohnqualität) in 125 deutschen Städten | 1975 | Deutsche Bundesbank (Bulwien AG) |
| Großbritannien | Hauspreisindex (Neubauten und Wiederverkäufe) | 1952 | Nationwide |
| Japan | Durchschnittlicher Bodenpreis in Städten | 1955 | Japan Real Estate Institute |
| Vereinigte Staaten | Wiederverkaufswert von Ein-Familien-Häusern | 1975 | Office for Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO) |

mobilienspreisindizes verwendet. Die nominalen Zeitreihen wurden hierfür mit den jeweiligen Konsumentenpreisindizes deflationiert.

Bry-Boschan-Methode

Zur Ermittlung der Immobilienpreisblasen mit Hilfe der Bry-Boschan-Methode wurde wie bei den Aktienkursen der modifizierte Algorithmus verwendet. Die Ergebnisse sind graphisch in Abbildung 3 zusammengefasst. Es fällt auf, dass – anders als bei den Aktienkursen – die so ermittelten Datierungen der Hoch- und Tiefpunkte nur in den USA und Großbritannien in etwa übereinstimmen. In Deutschland und Japan weisen die Immobilienpreiszyklen sehr eigenständige Verläufe auf.

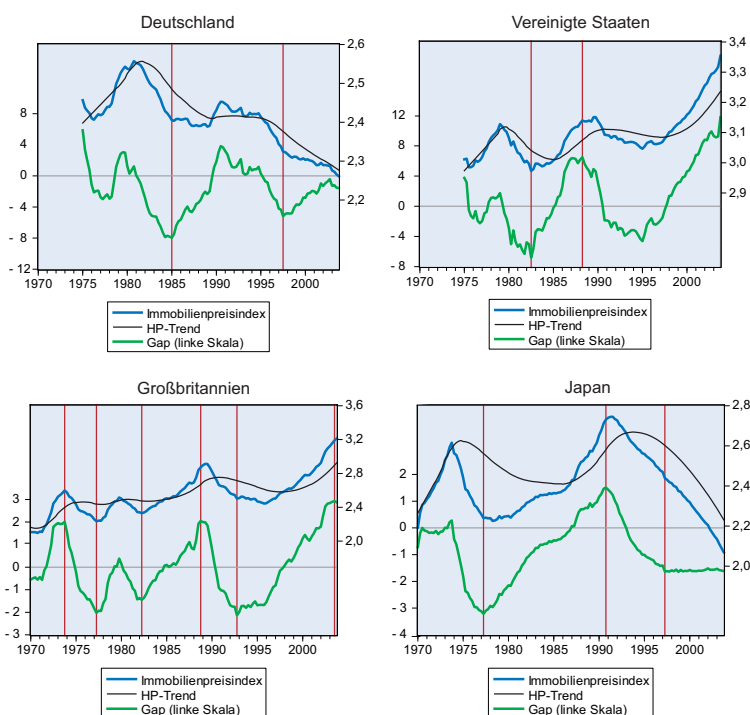
Rekursiver HP-Filter

Wie bei den Aktienkursen wird als zweites Verfahren zur Blasenbestimmung bei den Immobilienpreisen der rekursive HP-Filter verwendet. Während es die Datenlage in Großbritannien und Japan erlaubt, wiederum die 60er Jahre als Stützzeitraum zu verwenden, umfasst das Fenster für die erste rekursive Trendschätzung in Deutschland und den USA die Jahre 1975 bis 1980. Der auf diese Weise zunächst für

Jahresdaten ermittelte HP-Trend wird abermals anhand nichtlinearer Interpolation in Quartalsdaten transformiert. Die zyklischen Komponenten der Immobilienpreisindizes ergeben sich als relative Abweichungen der Originalwerte von diesen vierteljährlichen Trends. Als hinreichende Bedingung für eine Immobilienpreisblase gilt, dass der Extremwert absolut größer sein muss als ein bestimmter Schwellenwert. Angesichts der deutlich geringeren Volatilität des Immobiliensektors war es angebracht, die Schwelle von $\pm 20\%$ auf $\pm 5\%$ zu reduzieren. Abbildung 4 zeigt die auf diese Weise identifizierten Blasen für Immobilienpreise der betrachteten Länder.

Im Vergleich zu den anderen Ländern weist der deutsche Immobilienpreisindex eine außergewöhnliche Entwicklung auf, da Deutschland das einzige Land ist, in dem die realen Immobilienpreise seit Beginn der 80er Jahre beinahe ununterbrochen gefallen sind. Die Gap sinkt zweimal, 1985 und 1997, unter -5% . Die zweite dieser beiden negativen Blasen beschreibt aber keineswegs das Ende einer Periode mit sinkenden Immobilienpreisen; vielmehr sind in der Zeit zuvor die Preise nur noch stärker gefallen als danach. Gesunken sind die Immobilienpreise zuletzt auch in Japan. Allerdings ist in dieser Entwicklung wohl in erster Linie eine Korrektur des starken Anstiegs zum Ende der achtziger Jahre zu sehen. Neben dieser positiven Blase und dem darauf folgenden Überschießen der Immobilienpreise nach unten gab es in Japan noch eine weitere negative Immobilienpreisblase. Wie die übrigen Entwicklungen in Japan steht auch deren Auftreten im Jahre 1977 in einem sehr engen Verhältnis zur vorherigen Entwicklung des Aktienmarktes. Quantitativ ähnlich starke Hauspreisschwankungen wie Japan hat auch Großbritannien erlebt. Allerdings gab es dort nicht nur $1\frac{1}{2}$ Zyklen, wie in Japan, sondern etwa vier Hauspreiszyklen. Wenngleich nicht jeder Wendepunkt dieser Zyklen eine Preisblase nach der hier verwendeten Definition darstellt, lassen sich doch sechs Vermögenspreisblasen identifizieren. Neben den Anstiegen 1973 und 1988 dominiert vor allem die seit 1994 andauernde Verteuerung den zeitlichen Verlauf der britischen Immobilienpreise: in den vergangenen zehn Jahren sind die realen Hauspreise in Großbritannien um etwa 80% gestiegen. Eine ähnliche Entwicklung lässt sich auch in den Vereinigten Staaten beobachten. Zwar betrug der Anstieg der realen Hauspreise in den letzten zehn Jahren »lediglich« 30% , allerdings ist das für die Vereinigten Staaten eine historisch hohe Verteuerung. Zuvor stiegen die Preise nach der negativen Preisblase 1982 bis zum Ende des Aktienbooms 1988 um ca. 15% an.

Abb. 4
Identifikation von Immobilienpreisblasen (rekursiver HP-Filter)



Anmerkung: Die Abbildungen zeigen den Verlauf der logarithmierten Immobilienpreise (blaue Linien, rechte Achse) sowie der Abweichung der Immobilienpreise von ihrem Trend in Prozent (grüne Linie, linke Achse). Die roten Balken zeigen die identifizierten Wendepunkte.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

Tab. 4
Immobilienpreisblasen in den G4

| Deutschland | Großbritannien | Japan | Vereinigte Staaten |
|-------------|----------------|------------|--------------------|
| | 1973:4 (H) | | |
| | 1977:2 (T) | 1973:4 (H) | |
| 1980:4 (H) | 1979:4 (H) | 1978:2 (T) | 1979:1 (H) |
| | 1982:2 (T) | | 1982:3 (T) |
| 1989:1 (T) | 1989:2 (H) | | 1989:4 (H) |
| 1990:3 (H) | | 1991:3 (H) | |
| | 1995:4 (T) | | 1995:1 (T) |

Identifikation anhand mehrerer Kriterien

Im Gegensatz zu den Aktienpreisen sind die in der Literatur eindeutig als Immobilienpreisblasen festgehaltenen Ereignisse weniger deutlich. Eine Ausnahme bildet hier sicherlich der japanische Immobilienboom, der Anfang der 90er Jahre auf das Platzen der Aktienblase folgte. In jüngster Zeit ist auch häufig die Rede von einer globalen Immobilienpreisblase, die sich durch den starken Anstieg der Immobilienpreise in den USA, Großbritannien und einigen kontinentaleuropäischen Ländern seit Mitte der 90er Jahre auszeichnet. Zwar ist das starke Ansteigen der Immobilienpreise bereits in den vorliegenden Daten erkennbar; allerdings ist eine Identifikation der Blasen mit Hilfe der hier verwendeten statistischen Methoden am aktuellen Rand nicht möglich.

Auffällig ist, dass beide Methoden für die USA und Großbritannien zu übereinstimmenden Ergebnissen bei der Datierung der Immobilienpreisblasen kommen, während für Deutschland und Japan in mehreren Fällen unterschiedliche Zeitpunkte identifiziert wurden. Das liegt vor allem daran, dass sich der HP-Filter aufgrund der geringen Frequenz der Schwingungen der Immobilienpreisindizes in diesen beiden Ländern stark dem tatsächlichen Verlauf der ungeglätteten Zeitreihe anpasst. Somit werden beim rekursiven HP-Filter insbesondere Minima identifiziert, die sich inmitten eines langen Abwärtstrends befinden. Aus diesem Grund werden als Immobilienpreisblasen somit jene identifiziert, die mit Hilfe der Bry-Boschan-Methode bestimmt wurden. Die genauen Datierungen der Hoch- und Tiefpunkte in den einzelnen Ländern sind noch einmal in Tabelle 4 zusammengefasst.

Event-Studie

Vorüberlegungen und Methodik

Im Rahmen einer Event-Studie wird nun analysiert, ob sich das Verhalten verschiedener makroökonomischer Variablen in der zeitlichen Umgebung von Vermögenspreisblasen (den

Events) ändert. Der Analyse liegen die Vermögenspreisblasen zugrunde, die im vorigen Abschnitt identifiziert wurden. Die theoretischen Überlegungen über mögliche Einflüsse von Vermögenspreisblasen auf die Realwirtschaft beziehen sich in erster Linie auf kurzfristige, also konjunkturelle Reaktionen des Bruttoinlandsprodukts, seiner Komponenten (allen voran Konsum und Investitionen) und verschiedener Kreditaggregate. Damit die empirische Analyse in diesem Abschnitt jenen Überlegungen entspricht, werden nachfolgend eben diese zyklischen Komponenten untersucht.

Um die Event-Studie auf eine breitere Basis zu stellen wurden zunächst drei unterschiedliche Verfahren zur Isolierung der konjunkturellen Schwankungen verwendet: Bilden der ersten Differenzen (Quartalswachstumsraten), Bilden der vierten Differenzen (Jahreswachstumsraten) sowie die Bereinigung um einen HP-Trend. Während die Quartalswachstumsraten sehr volatil verlaufen und weder graphisch noch numerisch gut zu interpretieren sind, lassen sich bei den Jahreswachstumsraten und den HP-gefilterten Reihen sehr ähnliche Muster mit ausgeprägten konjunkturellen Schwankungen erkennen. Insbesondere bei Schwankungen mit großer Amplitude zeigt sich ein Vorlauf der Jahresraten gegenüber der HP-gefilterten Reihe.¹⁰ Es stellt sich heraus, dass die Jahresraten – offensichtlich aufgrund dieses Unterschiedes – deutlichere Signale bezüglich des Verhaltens der betrachteten Variablen in der Umgebung von Vermögenspreisblasen liefern.

Aus diesem Grund werden nachfolgend lediglich die Ergebnisse der Untersuchung für die Jahreswachstumsraten des realen Bruttoinlandsprodukts, seiner Komponenten und der realen Kreditaggregate präsentiert. Aufgrund der Tatsache, dass der Anteil des privaten Konsums am Bruttoinlandsprodukt ca. 60% beträgt, liegt die Vermutung nahe, dass das beobachtete Verhalten des Bruttoinlandsprodukts zum Großteil durch Änderungen des Konsumverhaltens ausgelöst wurden. Mit anderen Worten sollte sich das Verhalten des privaten Konsums in der Umgebung von Vermögenspreisblasen nicht wesentlich von der des Bruttoinlandsprodukts unterscheiden. Als potentielle Einflusskanäle von Vermögenspreisen auf den Konsum werden in der Literatur der Vermögens-, Erwartungs- und Kreditkanal genannt. Die Bruttoanlageinvestitionen sind mit einem Anteil von etwa 20% nach dem Konsum die zweitgrößte Komponente der inländischen Verwendung. Gemäß des Kapitalkosten-, Akzelerator- oder Bilanzkanals sollten Vermögenspreisblasen die Wachstums-

¹⁰ Das ist die so genannte Phasenverschiebung. Die Wachstumsraten einer Reihe erreichen ihr Maximum (Minimum) eher als die Abweichung dieser Reihe von einem Trend.

raten der Investitionen beeinflussen. Um die möglichen Kanäle einer Transmission von Vermögenspreisblasen auf die Investitionen besser nachvollziehen zu können, werden im Rahmen der Event-Studie mit den Ausrüstungsinvestitionen und den Bauinvestitionen die einzelnen Komponenten der Bruttoanlageinvestitionen näher betrachtet. Im internationalen Durchschnitt teilen sich die Anlageinvestitionen in etwa zu gleichen Teilen auf diese zwei Aggregate auf. Da sowohl auf der Unternehmens- als auch der Haushaltsseite ein wichtiger Transmissionsmechanismus der Bilanz- bzw. Kreditkanal ist, wird darüber hinaus untersucht, ob sich die beobachteten Reaktionen von BIP, Konsum und Investitionen in Änderungen der Kreditmenge nachvollziehen lassen. Neben den insgesamt an den privaten Sektor vergebenen Krediten werden auch das Verhalten von Krediten an Unternehmen und an private Haushalte in der Umgebung von Vermögenspreisblasen näher betrachtet.

Für die Inflationsrate, die zusätzlich zu den BIP-Komponenten und den Kreditaggregaten untersucht wird, wird eine HP-gefilterte Reihe verwendet, da ihre Jahreswachstumsraten ökonomisch wenig sinnvoll sind. Zum einen kann die Inflationsrate indirekt im Umfeld von Vermögensblasen durch die Veränderung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage beeinflusst werden. Zum anderen kann es bei Vorliegen von Immobilienpreisblasen auch zu einem direkten Einfluss durch die in der Inflationsrate enthaltenen Mietkosten kommen.

Da bei etwaigen Effekten auf die Inflationsrate der Geldpolitik eine mögliche Rolle zukommt, wird auch das Verhalten des kurzfristigen Nominalzinses im Umfeld einer Vermögenspreisblase untersucht. Als zentraler Indikator für den geldpolitischen Kurs einer Notenbank wird die so genannte Taylor-Lücke betrachtet, die die Abweichung des kurzfristigen Nominalzinses vom Taylor-Zins abbildet. Der Taylor-Zins i_t^{Taylor} wird dabei für alle Länder gleichermaßen gemäß der folgenden Formel berechnet:

$$i_t^{Taylor} = r_t^{HP-Trend} + \pi_t + 0,5 \frac{Y_t - Y_t^{HP-Trend}}{Y_t^{HP-Trend}} + 0,5 (\pi_t - \pi_t^{HP-Trend}).$$

r_t steht für den kurzfristigen Realzins (kurzfristiger Nominalzins abzüglich Inflationsrate), π_t für die Inflationsrate und Y_t für das reale Bruttoinlandsprodukt. Die mit $^{HP-Trend}$ gekennzeichneten Variablen stellen den mittels HP-Filter ($\lambda = 1600$) ermittelten Trend der Variablen dar. Die Gewichtung der Produktions- und Inflationslücke mit dem Faktor 0,5 entspricht dem ursprünglichen Vorschlag von Taylor (1993).

Da in vielen Fällen nur wenige Blasen für ein Land zu beobachten sind (bspw. nur eine positive Immobilienblase in Deutschland und Japan), ist es aus ökonomischer Sicht vorteilhaft, die Event-Studie als Panel aufzubauen. Die Schätzung der Entwicklungen der Aggregate zwei Jahre vor und nach der Blase werden daher für alle Länder gemeinsam vorgenommen, so

dass die Abbildungen in den folgenden Abschnitten die durchschnittliche Entwicklung in allen vier Ländern zeigen.

Das in der vorliegenden Studie verwendete ökonometrische Modell kann in Anlehnung an Tornell und Westermann (2002)¹¹ folgendermaßen dargestellt werden:

$$X_t = \alpha + \sum_{i=-8}^8 \beta_i D_{t+i} + \varepsilon_t,$$

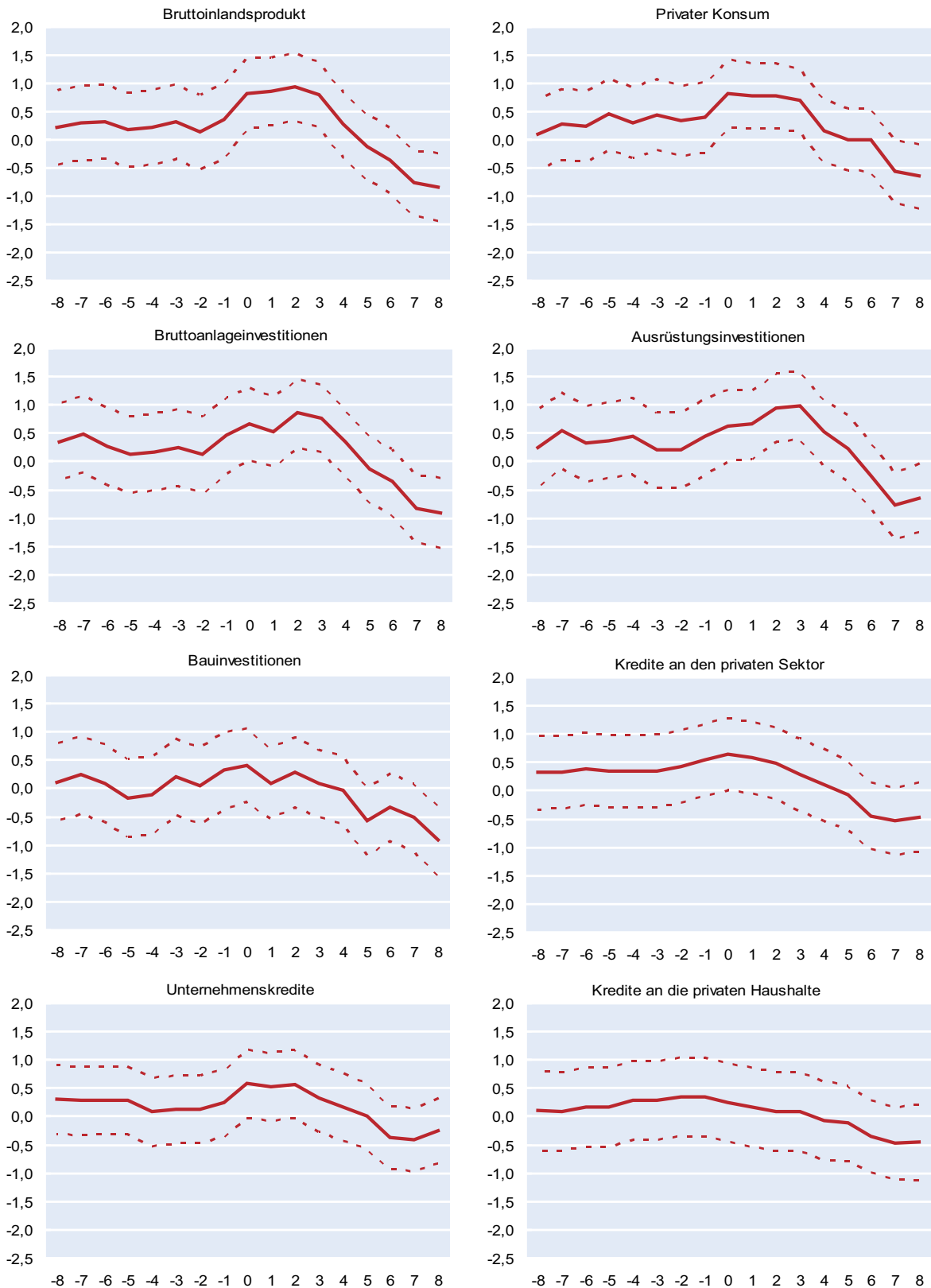
wobei X_t entweder die normierte Jahreswachstumsrate der betrachteten Strom- und Bestandsgrößen (reales Bruttoinlandsprodukt, Komponenten des realen Bruttoinlandsprodukts, reale Kreditaggregate), die trendbereinigte (zyklische) Komponente der Inflationsrate oder die Taylor-Lücke darstellt. D_t ist eine Dummy-Variable, die zum Zeitpunkt der Blasen den Wert Eins und ansonsten Null annimmt, und ε_t sind die Residuen der Schätzung. Die Panel-Schätzung wurde ohne Fixed Effects und mit Generalized Least Squares durchgeführt. Sämtliche Jahreswachstumsraten sind so normiert, dass ihr Mittelwert über den gesamten Beobachtungszeitraum hinweg (1970:1 bis 2003:4) den Wert Null und ihre Standardabweichung den Wert Eins annimmt. Dadurch wird zum einen vermieden, dass Länder mit einem trendmäßig höherem Wachstum die Schätzung dominieren; zum anderen erleichtert es die Interpretation der in grafischer Form dargestellten Ergebnisse. Aus den Abbildungen, mit deren Hilfe die zentralen Ergebnisse der Schätzungen nachfolgend dargestellt werden, kann so neben dem zeitlichen Verlauf der Reaktion der Wachstumsrate auf Vermögenspreisblasen direkt aus dem Vorzeichen der abgebildeten β_i -Koeffizienten abgelesen werden, ob die Wachstumsrate in der Umgebung einer Blase größer oder kleiner ist als während der gesamten Beobachtungsperiode. Die Abweichung von der durchschnittlichen Wachstumsrate wird in Prozentpunkten gemessen. Die Trendbereinigung der Inflationsrate wurde mit einem HP-Filter ($\lambda = 1600$) durchgeführt. Die in den Abbildungen gezeigten β_i -Koeffizienten stellen somit die Abweichung der Inflationsrate von ihrem Trend in Prozentpunkten dar. Die Taylor-Lücke schließlich misst die Abweichung des kurzfristigen Nominalzinses vom Taylor-Zins in Prozentpunkten. Sind die geschätzten β_i -Koeffizienten positiv (negativ), so ist die Geldpolitik als überdurchschnittlich restriktiv (expansiv) einzustufen; liegen die β_i -Koeffizienten nahe bei Null, so hat die Notenbank eine der konjunkturellen Situation angemessene Zinspolitik verfolgt.

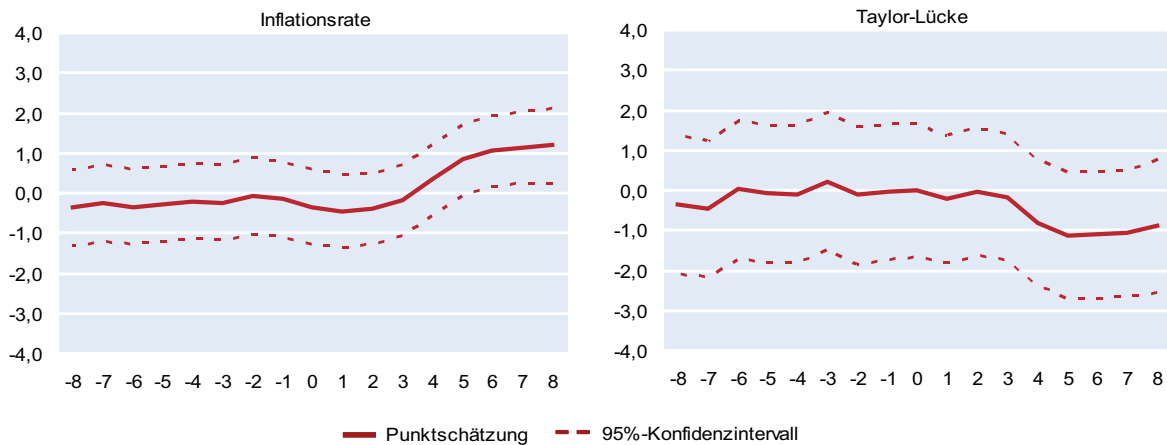
Effekte positiver Aktienblasen

Abbildung 5 zeigt die Effekte einer positiven Aktienblase. Auf der Abszisse sind die Quartale abgetragen, die vor ($t < 0$,

¹¹ Tornell und Westermann (2002) untersuchen die Auswirkungen von Finanzmarktkrisen in aufstrebenden Volkswirtschaften. Aus diesem Grund bleibt die Studie im Literaturüberblick unberücksichtigt.

Abb. 5
Effekte positiver Aktienblasen





Anmerkung: Auf der Ordinate sind im Falle des Bruttoinlandsprodukts und seiner Komponenten sowie der Kreditaggregate die Abweichungen der betrachteten Variablen von ihren durchschnittlichen Wachstumsraten in Prozentpunkten abgetragen. Bei der Inflationsrate wird die Abweichung von der Trendinflationsrate in Prozentpunkten angezeigt; die Taylor-Lücke misst die Abweichung des kurzfristigen Nominalzinses vom Taylor-Zins in Prozentpunkten. Auf der Abszisse sind die Quartale abgetragen, die vor ($t < 0$) bzw. nach ($t > 0$) dem Hoch-/Tiefpunkt der Blase ($t = 0$) liegen. Die Abbildungen zeigen die geschätzten Koeffizienten der Regression, β_j . Das 95%-Konfidenzintervall errechnet sich als 1,96faches der geschätzten Standardfehler der β_j .

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

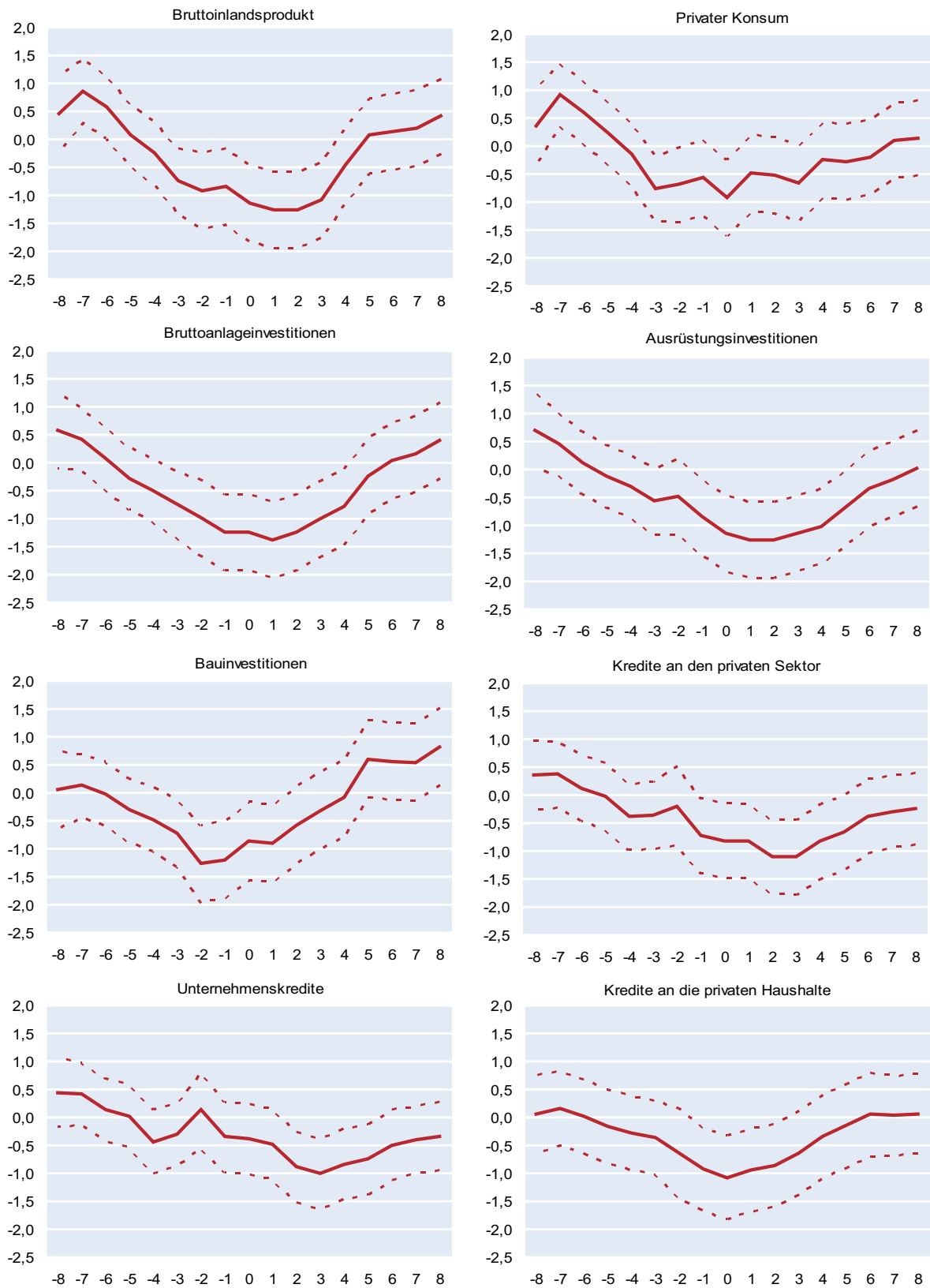
Boomphase) bzw. nach ($t > 0$, Bustphase) dem Hochpunkt der Blase ($t = 0$) liegen. Die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts und seiner Komponenten (mit Ausnahme der Bauinvestitionen) steigen zunächst um 0,5 bis 1 Prozentpunkt über ihren langfristigen Durchschnitt und sinken nach dem Platzen der Blase um bis zu 1 Prozentpunkt darunter. Interessant ist dabei, dass sich ein signifikant überdurchschnittliches Wachstum erst in dem Quartal zeigt, in dem die Aktienblase am ausgeprägtesten ist ($t = 0$). Vor allem die Wachstumsraten der (Ausrüstungs-) Investitionen erreichen ihren oberen Wendepunkt erst zwei bis drei Quartale nach den Aktienpreisen. Aber auch der private Konsum verharrt noch etwa drei Quartale auf dem überdurchschnittlichen Wachstumspfad. Eine Begründung für diesen Nachlauf wäre, dass die Marktteilnehmer das Platzen der Blase entsprechend zu spät realisieren. Weitere Gründe könnten in einer verzögerten Anpassung der privaten Haushalte aufgrund von Gewohnheiten oder der Durchführung bereits geplanter Investitionsprojekte liegen.

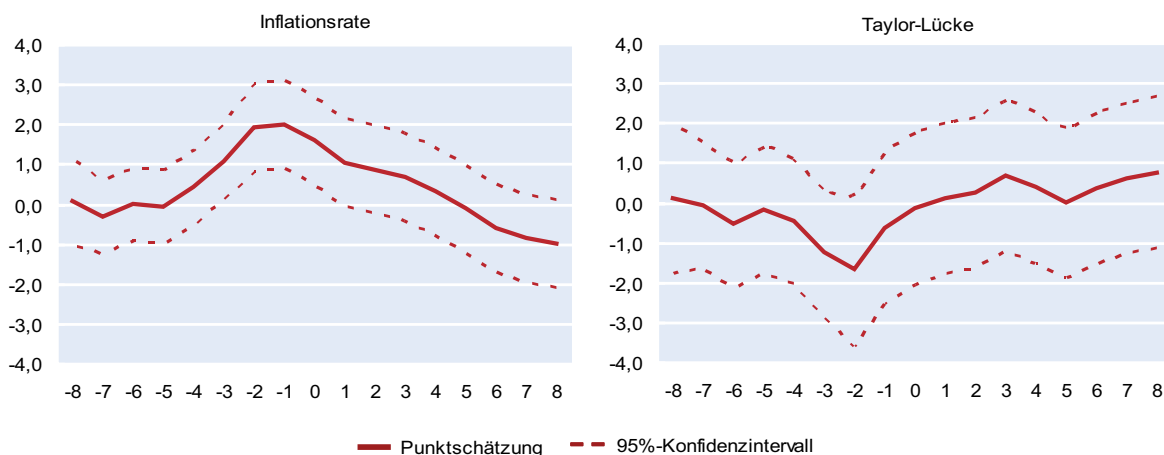
Die Wachstumsrate der Kredite an den privaten Sektor liegt in der Umgebung einer positiven Aktienblase ebenso über ihrem langfristigen Durchschnitt und erreicht ihr Maximum mit dem Hochpunkt der Aktienkurse. Dieser Verlauf ist allerdings ausschließlich auf die Unternehmenskredite zurückzuführen, da die Wachstumsrate der Kredite an die privaten Haushalte nicht signifikant überdurchschnittlich verläuft. Da letztere zum Großteil für die Bauinvestitionen der privaten Haushalte verwendet werden, die durch positive Aktienblasen nicht beeinflusst werden, kann dieser Verlauf sehr gut erklärt werden. Die Kredite der Unternehmen werden hauptsächlich für deren Investitionen in Ausrüstungen aufgenommen und weisen daher auch einen kurzen Vorlauf gegen-

über diesen auf. Ebenso wie beim Bruttoinlandsprodukt und seinen Komponenten fällt die Zuwachsrate der Kredite im Verlauf der Bustphase unter seinen langfristigen Durchschnitt.

Signifikant positive Effekte auf die Inflationsrate treten erst fünf Quartale nach dem Platzen der Aktienblase auf. Zum einen entspricht dies den Überlegungen, dass die Inflationsrate mit einer gewissen Verzögerung auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage reagiert. Zum anderen macht dies aber auch die Schwierigkeit deutlich, zwischen nicht-fundamentalen und fundamentalen Aktienkursbewegungen zu unterscheiden. Da bei einer Blase am Aktienmarkt definitionsgemäß die Produktivität nicht ursächlich für den Aktienkursanstieg sein sollte, müsste es zu einem Auseinanderdriften von gesamtwirtschaftlichem Angebot und gesamtwirtschaftlicher Nachfrage und somit zu einem überdurchschnittlichen Anstieg des allgemeinen Preisniveaus kommen. Gerade für Notenbanken, deren Ziel die Stabilisierung des Preisniveaus ist, ergibt sich damit das Problem, angemessen auf das beschleunigte Wachstum des Bruttoinlandsprodukts und seiner Komponenten zu reagieren. In der Tat zeigt Abbildung 5, dass die Notenbanken der G4-Länder in der Boomphase keinen ausgesprochen restriktiven Kurs verfolgten, um dem Aufbau der Blase entgegenzuwirken. Der kurzfristige Zins stimmte im Schnitt mit dem Taylor-Zins überein. Erst mit dem Platzen der Blase reagierten die Notenbanken mit einer überdurchschnittlich expansiven Geldpolitik. Trotz anziehender Inflationsraten schienen sich die Notenbanken vorwiegend auf die realen Effekte des Busts zu konzentrieren und ließen tendenziell ein Absinken der kurzfristigen Zinsen unter den Taylor-Zins zu. Diese Problematik der angemessenen und möglicherweise asymmetrischen Reaktion in der Umgebung von Vermögenspreisblasen wird

Abb. 6
Effekte negativer Aktienblasen





Anmerkung: Vgl. Abbildung 5.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

bei der Diskussion der geldpolitischen Implikationen in Abschnitt noch einmal aufgegriffen.

Effekte negativer Aktienblasen

Die Effekte negativer Aktienblasen zeichneten sich bereits am Ende des Event-Fensters positiver Aktienblasen, die im vorigen Abschnitt untersucht wurden, ab. Abbildung 6 zeigt, dass etwa ein Jahr vor Erreichen des Tiefpunkts der Aktienkurse die Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts, des privaten Konsums und der Investitionen unter ihren langfristigen Durchschnitt fallen, um danach wieder anzusteigen. Da der Tiefpunkt der Aktienkurse im Durchschnitt 10,5 Quartale (mit einer Streuung von lediglich 2,2 Quartalen) auf den Hochpunkt folgt, gehen die realwirtschaftlichen Auswirkungen somit mit dem starken Verfall der Aktienkurse (dem sog. Bust) einher, der nach einer positiven Aktienblase folgt. Im Vergleich zu den Effekten im Umfeld einer positiven Aktienblase sind die quantitativen Auswirkungen mit Abschlägen bis zu $-1,5$ Prozentpunkten vor allem bei den Investitionen jedoch deutlich stärker.

Die Kredite zeigen einen ähnlichen Verlauf wie ihre realen Verwendungen, wenn auch bei Aktienpreisverfallen die Vorlaufeigenschaft verloren geht. Die Wachstumsrate der Unternehmenskredite erreicht mit einem Abschlag von etwas mehr als einem Prozentpunkt drei Quartale nach dem Tiefstand der Aktienkurse ihr Minimum, was dem Muster der Ausrüstungsinvestitionen entspricht. Die Kredite an die privaten Haushalte weisen denselben quantitativen Rückgang auf, erreichen aber bereits zeitgleich mit den Aktienkursen ihren Tiefpunkt. Dieser Zeitpunkt stimmt mit dem des privaten Konsums überein und läuft dem Tiefpunkt der Bauinvestitionen um zwei Quartale hinterher.

Die Inflationsrate, die sich bereits acht Quartale nach der positiven Aktienblase zu beschleunigen begann, steigt nun-

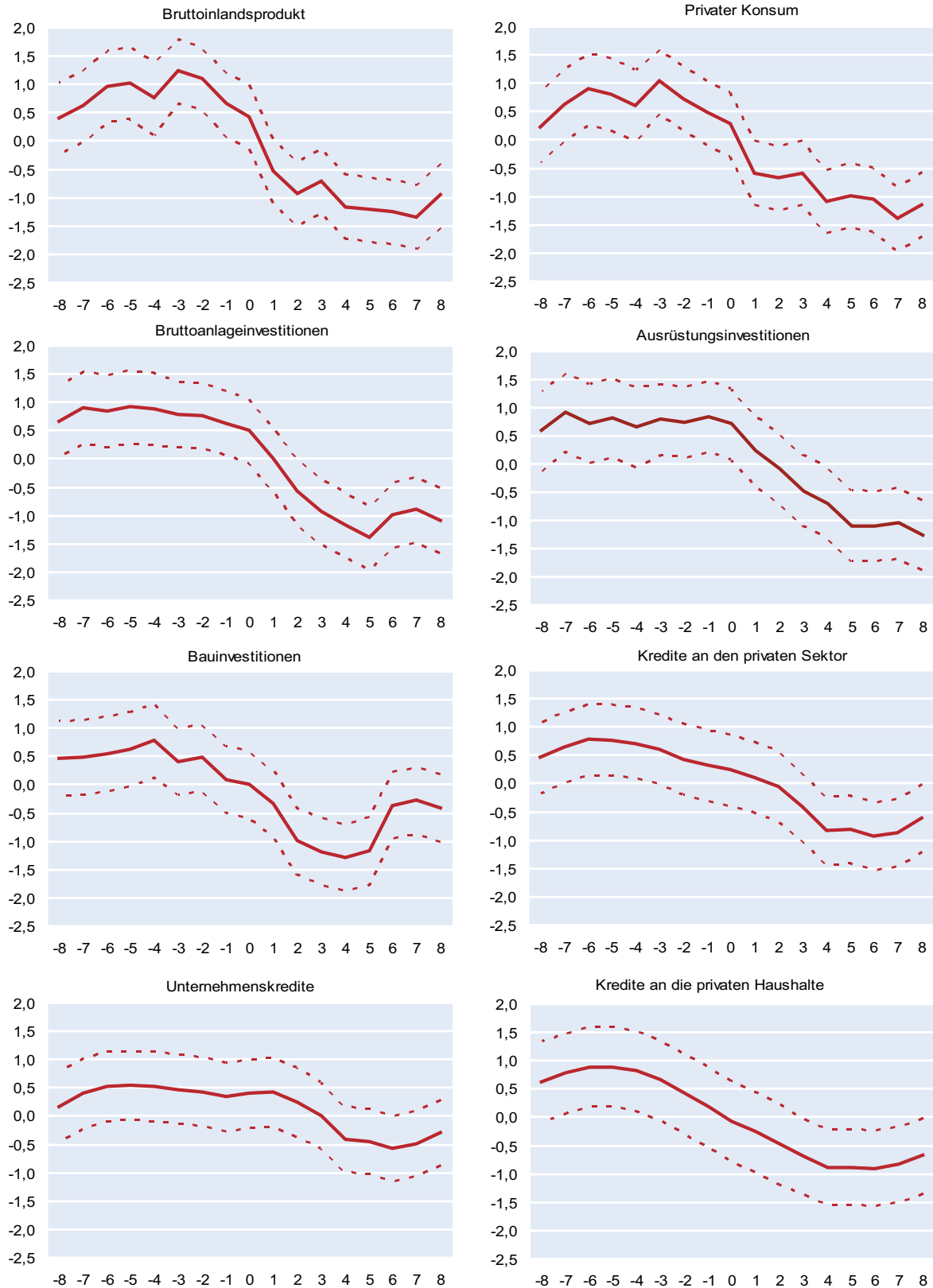
mehr deutlich über ihren Trend hinaus und erreicht ihren Hochpunkt ein bis zwei Quartale vor dem Tiefpunkt der negativen Aktienblase. Dieser Verlauf ist insofern erstaunlich, als dass der Anstieg mit einem signifikanten Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität einhergeht. Die Reaktion der Inflationsrate ist daher vermutlich eher als stark verzögerte Reaktion auf das infolge des vorangehenden Aktienbooms beschleunigte Wachstum des Bruttoinlandsprodukts zu erklären. Für die G4-Länder zeigt sich, dass die Notenbanken auf den Verfall der Aktienkurse mit einer überdurchschnittlich expansiven Geldpolitik reagierten.

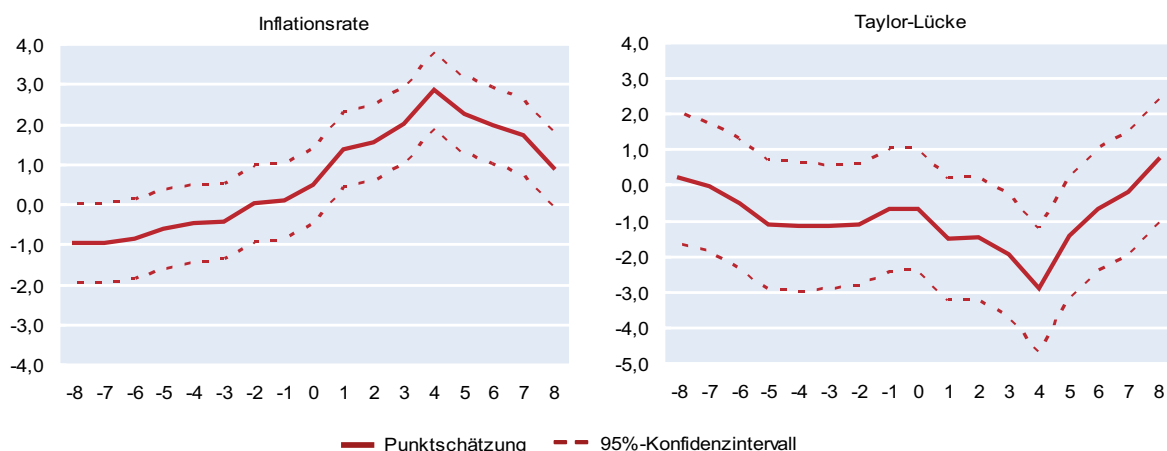
Effekte positiver Immobilienblasen

Bei einer positiven Immobilienpreisblase erreichen das BIP und seine Aggregate den maximalen Anstieg bereits drei bis vier Quartale vor dem Höhepunkt des Immobilienbooms (vgl. Abb. 7). Dieser Vorlauf unterscheidet den Immobilienboom deutlich vom Aktienboom, wo die realen Nachfragekomponenten erst mit einer Verzögerung von bis zu drei Quartalen nach dem Platzen der Blase ihre maximalen Zuwachsraten erreichen. Die Wachstumsrate von BIP, Konsum und Investitionen liegt beim Maximum etwa einen Prozentpunkt über der durchschnittlichen Wachstumsrate. In unmittelbarer Umgebung des Hochpunkts der Immobilienpreise fallen die Wachstumsraten dann relativ schnell unter ihren Durchschnitt und erreichen ihren Tiefpunkt mit einem Abschlag von etwa -1 bis $-1,5$ Prozentpunkten im zweiten Jahr nach dem Platzen der Blase.

Die Kreditvergabe erreicht ihren Höhepunkt bereits ein halbes Jahr vor den realen Größen und unterstreicht daher abermals die zentrale Rolle des Kredit- bzw. Bilanzkanals bei der Transmission von Vermögenspreisänderungen auf reale Größen. Die Kreditausweitung liegt bei den privaten Haushalten im Vorfeld des Hochpunkts der Immobilienpreise etwa ei-

Abb. 7
Effekte positiver Immobilienblasen





Anmerkung: Vgl. Abbildung 5.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

nen Prozentpunkt über dem langfristigen Durchschnitt; bei den Unternehmenskrediten liegt der Zuwachs nur etwa 0,5 Prozentpunkte darüber. Mit dem Verfall der Immobilienpreise sinkt auch das Kreditwachstum relativ schnell unter seinen langfristigen Durchschnitt und erreicht etwa vier bis sechs Quartale nach dem Platzen der Blase seinen Tiefpunkt.

Die Effekte einer positiven Immobilienblase auf die Inflationsrate treten deutlich schneller in Erscheinung als bei einer positiven Aktienblase. Zwar ist ein signifikanter Anstieg der Inflationsrate über ihren Trend ebenfalls nicht in der Boomphase, sondern erst nach dem Platzen der Blase zu beobachten. Allerdings erreicht sie bereits vier Quartale nach dem Hochpunkt der Immobilienpreise mit + 3 Prozentpunkten ihren maximalen Anstieg, um danach wieder auf ihren langfristigen Trend zurückzufallen. Die Geldpolitik reagiert auf das beschleunigte Anziehen der Verbraucherpreise mit einem vergleichsweise expansiven Kurs und versucht bei starken Immobilienpreisverfall offenbar eher der realwirtschaftlichen Kontraktion entgegenzuwirken. Interessant ist zudem, dass die Geldpolitik bereits in der Boomphase relativ expansiv angesetzt war. Zwar ist die negative Taylor-Lücke nicht signifikant von Null verschieden, doch im Gegensatz zu Aktienbooms lag sie im Schnitt einen Prozentpunkt unter dem konjunkturell angemessenen Zins. Die Notenbanken haben damit möglicherweise auch einen Beitrag zur Erhitzung an den Immobilienmärkten geleistet, da vergleichsweise niedrige Refinanzierungskosten die Kosten der Kreditvergabe senken und damit die Kreditvergabe erleichtern.

Effekte negativer Immobilienblasen

Die negative Immobilienpreisblase ist das Einzige der betrachteten Events, das sich anders als erwartet auf die makroökonomischen Variablen auswirkt (vgl. Abb. 8). Um den Zeitpunkt der Blase herum zeigt sich bei keiner der betrachteten Variablen ein signifikanter Effekt auf die Wachstumsrate. Zwei bis

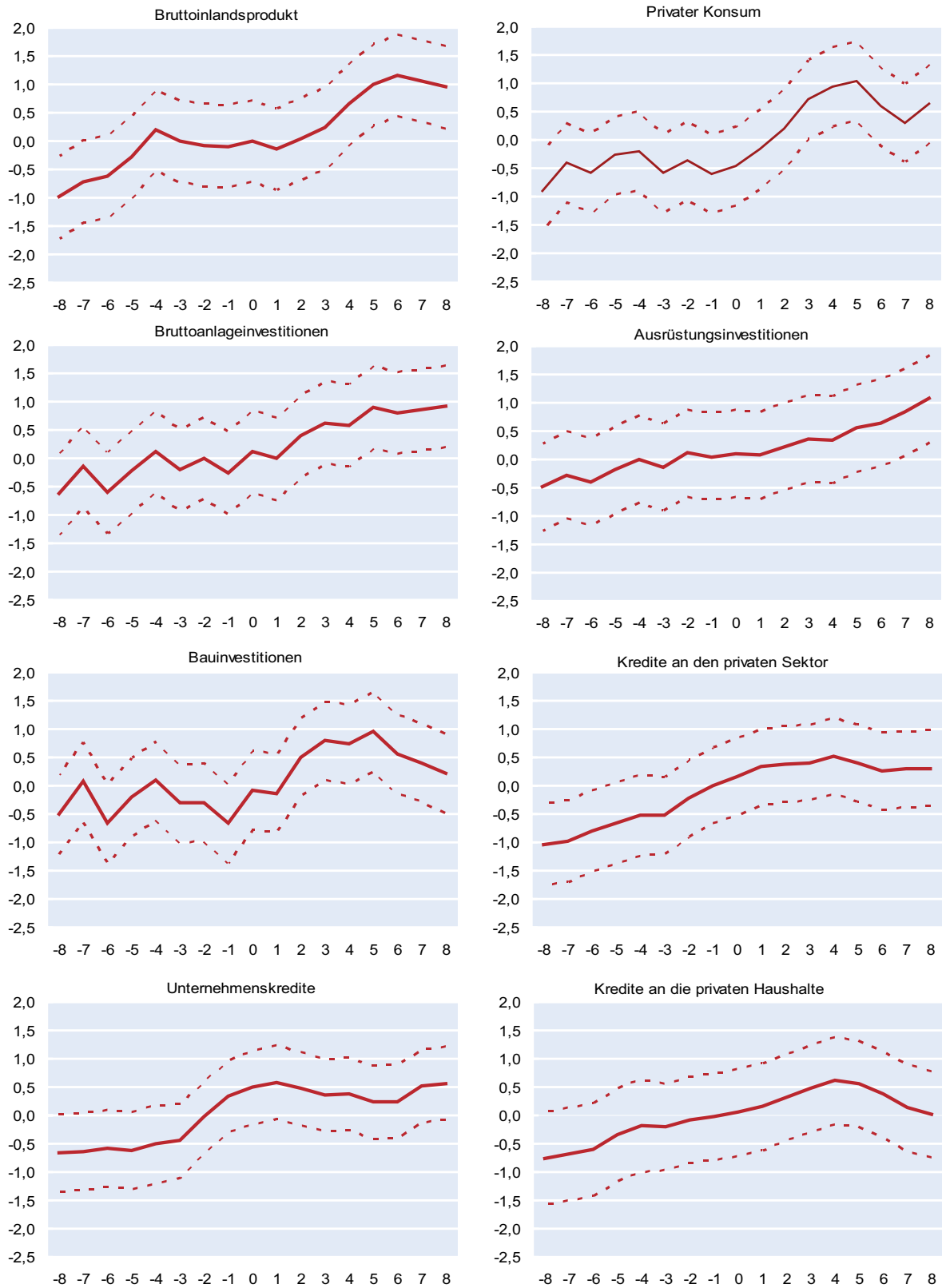
drei Quartale nach Erreichen des Tiefpunktes bei den Immobilienpreisen ist dann insbesondere bei den Bauinvestitionen und beim privaten Konsum mit + 1 Prozentpunkt ein überdurchschnittliches Wachstum auszumachen. Die Kreditvergabe weist zwar dasselbe Muster wie das BIP und seine Aggregate auf, allerdings sind die geschätzten Wachstumsraten in der Umgebung des Tiefpunkts der Immobilienpreise nicht signifikant von Null verschieden. Eine Erklärung für diesen Verlauf ist, dass die Kosten von Immobilienpreisverfall im Vergleich zu Aktienkursverfall unmittelbar nach Erreichen des Hochpunkts in Erscheinung treten, so dass der Tiefpunkt selbst keine realwirtschaftlichen Auswirkungen mehr hat. Hinzu kommt, dass bei den Immobilienpreisen der Tiefpunkt im Durchschnitt erst 19,4 Quartale auf den Hochpunkt mit einer Standardabweichung von 7,4 Quartalen folgt. Insgesamt treten somit bei der Untersuchung des Events »Immobilienpreistiefpunkt« mit einem Zeitfenster von ± 8 Quartalen bereits alle Effekte des Immobilienpreisverfalls kurz nach dem Platzen der Blase zu Tage und wurden daher bereits bei der Untersuchung des Events »Immobilienpreishochpunkt« erfasst.

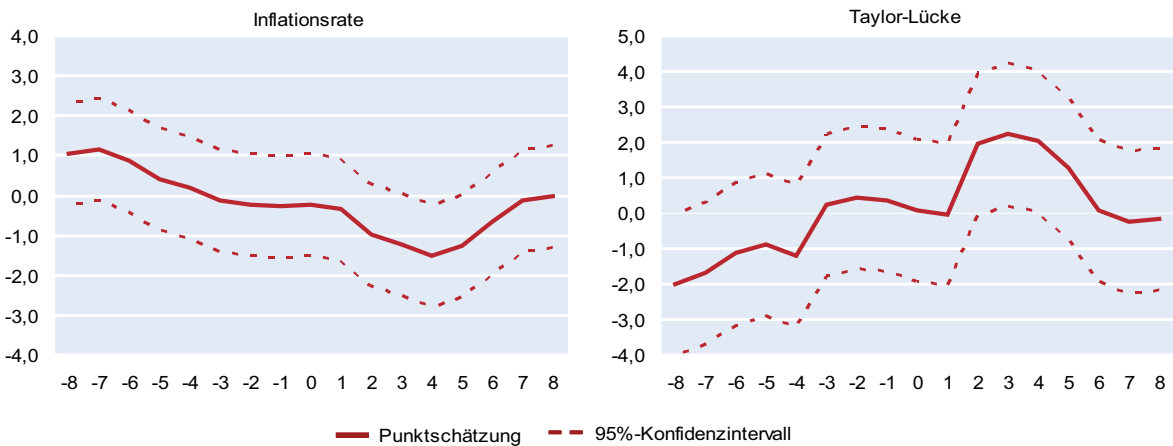
Auf die Inflationsrate scheint die negative Immobilienblase dennoch einen signifikant negativen Einfluss zu haben. Vier Quartale nach dem Tiefpunkt sinkt die Inflationsrate etwa 1,5 Prozentpunkte unter ihren Trend. Da keine Auswirkungen der negativen Immobilienblase auf die gesamtwirtschaftliche Nachfrage festgestellt wurden, handelt es sich hierbei eher um direkte Effekte über die im Konsumentenpreisindex enthaltenen Mietkosten.

Zusammenfassung der Ergebnisse und Schlussfolgerungen

In diesem Beitrag wurde im Rahmen einer Event-Studie das Verhalten des Bruttoinlandsprodukts, des privaten Konsums,

Abb. 8
Effekte negativer Immobilienblasen





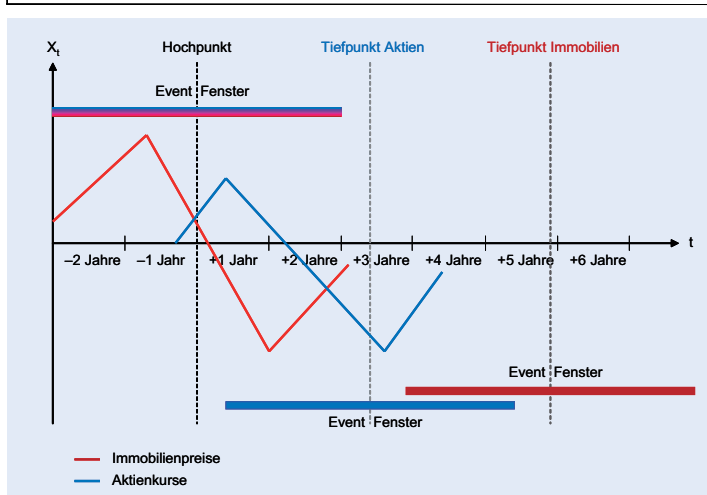
Anmerkung: Vgl. Abbildung 5.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

der Investitionen, der Kreditvergabe an den privaten Sektor, der Inflationsrate und der Geldpolitik in einem Zeitfenster von ± 8 Quartalen um den Hoch- bzw. Tiefpunkt von Aktien- und Immobilienpreisblasen in Deutschland, Großbritannien, Japan und den Vereinigten Staaten untersucht. Als zentrales Ergebnis kann festgehalten werden, dass die betrachteten realen Variablen und Kreditaggregate in der Phase, in der sich eine positive Blase aufbaut (der sog. Boomphase), überdurchschnittliche Zuwachsraten aufweisen. Während die untersuchten Variablen bei Aktienblasen einige Quartale nachlaufen, erreichen ihre Wachstumsraten bei Immobilienbooms bereits mehrere Quartale vor dem Hochpunkt der Immobilienpreise ihr Maximum (vgl. Abb. 9). In den Boomphasen konnte zudem ein Vorlauf der Kredite vor den realen Größen, insbesondere den Investitionen, festgestellt werden. Im Gegensatz zu den Hochpunkten der Vermögenspreise scheinen die Tiefpunkte

nicht mit makroökonomischen Effekten einherzugehen. Vielmehr zeichnen sich Phasen, in denen es nach Erreichen des Hochpunkts zu Preisverfall kommt (den sog. Bustphasen), mit signifikant unterdurchschnittlichen Zuwachsraten der realen Variablen und Kreditaggregate aus. Während die Auswirkungen von Immobilienbusts unmittelbar nach Erreichen des Hochpunkts zu erkennen sind und noch im Rahmen des Events »positive Immobilienblase« erfasst wurden, entfalten Aktienbusts erst im zweiten Jahr nach Platzen der Blase ihre negativen Auswirkungen. Der maximale Rückgang der Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts, seiner Komponenten und der Kreditaggregate fällt dabei mit dem Tiefpunkt der Aktienkursentwicklung zusammen. Im Umfeld negativer Immobilienblasen, die im Schnitt fünf Jahre auf den Hochpunkt folgen, konnte kein signifikant unterdurchschnittlicher Zuwachs der betrachteten Variablen nachgewiesen werden.

Abb. 9
Stilisierte Zusammenfassung der Ergebnisse



Quelle: Zusammenstellung des ifo Instituts.

Die Inflationsrate steigt erst nach dem Erreichen des Hochpunktes der Aktienkurse und Immobilienpreise signifikant über ihren langfristigen Trend. Wie schon bei den realen Variablen und den Kreditaggregaten erreicht der Anstieg der Verbraucherpreise bei Vorliegen einer Immobilienblase allerdings schneller sein Maximum. Bei Aktienblasen beginnt die Inflationsrate erst etwa ein bis zwei Jahre nach Erreichen des Hochpunktes signifikant zu steigen. Diese stark verzögerte Reaktion der Inflationsrate stellt vor allem die Geldpolitik vor eine schwierige Aufgabe, wenn es darum geht, in angemessener Weise auf Aktienkursänderungen zu reagieren. Zwar könnte eine Notenbank die realwirtschaftliche Expansion, die sich infolge des Aktienbooms ergibt, mit zinspolitischen Maßnahmen dämpfen. Da allerdings inflationäre Begleiterscheinungen häufig nicht aus-

zumachen sind, fällt es der Notenbank schwer, zu entscheiden, ob die aktuelle Aktienkursentwicklung fundamentalen oder nicht-fundamentalen Ursprungs ist und ob sie zinspolitisch entsprechend tätig werden soll. Diese Problematik spiegelt auch die vorliegende Untersuchung im Rahmen der Event-Studie wider. Das zentrale Ergebnis in Bezug auf die Geldpolitik war, dass Notenbanken im Umfeld von Vermögenspreisblasen asymmetrisch reagieren. Während sich die Geldpolitik in Boomphasen neutral – d.h. aktuellen konjunkturellen Situation entsprechend und nicht überaus restriktiv, um dem Blasenaufbau entgegenzuwirken – verhielt, schlug sie in Bustphasen einen überdurchschnittlich expansiven Kurs ein, um die realwirtschaftlichen Folgen zu mildern.

Literatur

- Binswanger, M. (2002), »Spekulative Blasen und ihre Bedeutung in hochentwickelten Industrieländern«, in: Chr. Deutschmann (Hrsg.), *Die gesellschaftliche Macht des Geldes*, Westdeutscher Verlag, Wiesbaden, 351–360.
- Binswanger, M. (2004), »How Important are Fundamentals? Evidence from a Structural VAR Model for the Stock Markets in the US, Japan and Europe«, *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 14, 185–201.
- Bordo, M.D. und O. Jeanne (2002), »Boom-Busts in Asset Prices, Economic Instability, and Monetary Policy«, *NBER Working Paper* No. 8966.
- Bry, G. und Ch. Boschan (1971), »Cyclical Analysis of Time Series: Selected Procedures and Computer Programs«, *NBER Technical Paper* No. 20.
- Detken, C. und F. Smets (2004), »Asset Price Booms and Monetary Policy«, *ECB Working Paper* No. 364.
- Gourinchas, P.-O., R. Valdés und O. Landerretche (2001), »Lending Booms: Latin America and the World«, *Economia* 49, 75–97.
- Hodrick, R.J. und E. C. Prescott (1997), »Post-War Business Cycles: An Empirical Investigation«, *Journal of Money, Credit, and Banking* 29, 1–16.
- Hubbard, R.G. (1998), »Capital-Market Imperfections and Investment«, *Journal of Economic Literature* 36, 193–225.
- Illing, G. (2004), »Financial Fragility, Bubbles and Monetary Policy«, in: M. Köthenbürger, H.-W. Sinn und M. Wittgrén (Hrsg.), *European Monetary Integration*, MIT Press, Cambridge, 143–172.
- Ito, T. und T. Iwasako (1995), »Explaining Asset Bubbles in Japan«, *NBER Working Paper* No. 5358.
- IWF (2003), *World Economic Outlook* (April), Washington.
- Linaa, J. (2004), »On the Conformity of Business Cycles Across EU Countries«, mimeo, University of Copenhagen.
- Mishkin, F.S. und E.N. White (2003), »U.S. Stock Market Crashes and their Aftermath: Implications for Monetary Policy«, in: W. C. Hunter, G.G. Kaufman und M. Pomerleano (Hrsg.), *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*, MIT Press, Cambridge, 53–79.
- Okina, K. und S. Shiratsuka (2003), »Japan's Experience with Asset Price Bubbles: Is It a Case for Inflation Targeting?«, in: W.C. Hunter, G.G. Kaufman und M. Pomerleano (Hrsg.), *Asset Price Bubbles: The Implications for Monetary, Regulatory, and International Policies*, MIT Press, Cambridge, 81–99.
- Pagan, A.R. und K.A. Sossounov (2004), »A Simple Framework for Analysing Bull and Bear Markets«, *Journal of Applied Econometrics* 18, 23–46.
- Shiller, R.J. (2000), *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Princeton.
- Siegel, J.J. (2002), *Stocks for the Long Run*, McGraw-Hill, New York.
- Taylor, J.B. (1993), »Discretion versus Policy Rules in Practice«, *Carnegie Rochester Conference Series on Public Policy* 39, 195–214.
- Tornell, A. und F. Westermann (2002), »Boom-Bust Cycles in Middle Income Countries: Facts and Explanation«, *NBER Working Paper* No. 9219.

Datenanhang

Datenanhang

Deutschland

| | |
|--|--|
| Realer Aktienkurs | CDAX Index (Price return), OECD, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1970:1–2004:1 |
| Realer Immobilienpreis | Preise für Neubauten (mittlere bis gute Wohnqualität) in 125 deutschen Städten, Berechnung der Deutschen Bundesbank nach Angaben der Bulwien AG, Jahresdaten zu Quartalsdaten interpoliert, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1975:1–2003:4 |
| Konsumentenpreisindex | Konsumentenpreise (all items), OECD, 1970:1–2004:1 |
| Kurzfristiger Nominalzins | Dreimonats-EURIBOR, Bundesbank, 1970:1–2004:1 |
| Reales Bruttoinlandsprodukt | Bruttoinlandsprodukt in Preisen von 1995, saisonbereinigt, bis 1990:4 Westdeutschland, Verknüpfung mit Gesamtdeutschland 1991:1, Statistisches Bundesamt, 1970:1–2004:1 |
| Realer Konsum der privaten Haushalte | Private Konsumausgaben in Preisen von 1995, saisonbereinigt, bis 1990:4 Westdeutschland, Verknüpfung mit Gesamtdeutschland 1991:1, Statistisches Bundesamt, 1970:1–2004:1 |
| Reale Bauinvestitionen des privaten Sektors | Bauinvestitionen in Preisen von 1995, saisonbereinigt, bis 1990:4 Westdeutschland, Verknüpfung mit Gesamtdeutschland 1991:1, Statistisches Bundesamt, 1970:1–2004:1 |
| Reale Ausrüstungs-investitionen des privaten Sektors | Ausrüstungsinvestitionen in Preisen von 1995, saisonbereinigt, bis 1990:4 Westdeutschland, Verknüpfung mit Gesamtdeutschland 1991:1, Statistisches Bundesamt, 1970:1–2004:1 |
| Reale Kreditvergabe an den privaten Sektor | Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen, bis 1990:1 Westdeutschland, Verknüpfung mit Gesamtdeutschland 1990:2, Bundesbank, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1970:1–2004:1 |
| Reale Kreditvergabe an Unternehmen | Kredite an Unternehmen und Selbständige, saisonbereinigt, Verknüpfung mit alter Systematik 1980:4, bis 1990:1 Westdeutschland, Verknüpfung mit Gesamtdeutschland 1990:2, Bundesbank, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1970:1–2004:1 |
| Reale Kreditvergabe an die privaten Haushalte | Kredite an wirtschaftlich unselbständige und sonstige Privatpersonen, saisonbereinigt, Verknüpfung mit alter Systematik 1980:4, bis 1990:1 Westdeutschland, Verknüpfung mit Gesamtdeutschland 1990:2, Bundesbank, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1970:1–2004:1 |

Japan

| | |
|--|---|
| Realer Aktienkurs | TSE Topix Index (Price return), OECD, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1970:1–2004:1 |
| Realer Immobilienpreis | Urban Land Price Index of 223 Cities, Japan Real Estate Institute, Halbjahresdaten zu Quartalsdaten interpoliert, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1970:1–2004:2 |
| Konsumentenpreisindex | Konsumentenpreise (all items), OECD, 1970:1–2004:1 |
| Kurzfristiger Nominalzins | Interbankenzins (Collateralized Overnight), Bank of Japan, 1970:1–2004:1 |
| Reales Bruttoinlandsprodukt | Bruttoinlandsprodukt in Preisen von 1995, saisonbereinigt, OECD, 1970:1–2004:1 |
| Realer Konsum der privaten Haushalte | Private Konsumausgaben in Preisen von 1995, saisonbereinigt, OECD, 1970:1–2004:1 |
| Reale Bauinvestitionen des privaten Sektors | Bauinvestitionen (Private residential fixed capital formation) in Preisen von 1995, saisonbereinigt, OECD, 1970:1–2004:1 |
| Reale Ausrüstungs-investitionen des privaten Sektors | Ausrüstungsinvestitionen (Private non-residential fixed capital formation) in Preisen von 1995, saisonbereinigt, OECD, 1970:1–2004:1 |
| Reale Kreditvergabe an den privaten Sektor | Kredite an den Privatsektor (Banking accounts of domestically licensed banks, total loans), Verknüpfung mit alter Systematik 1992:2, saisonbereinigt mit Census X12, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, Bank of Japan, 1973:3–2004:2 |
| Reale Kreditvergabe an Unternehmen | Kredite an Unternehmen (Banking accounts of domestically licensed banks, individuals), Verknüpfung mit alter Systematik 1992:2, saisonbereinigt mit Census X12, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, Bank of Japan, 1973:3–2004:2 |
| Reale Kreditvergabe an die privaten Haushalte | Kredite an private Haushalte (banking accounts of domestically licensed banks, enterprises), Verknüpfung mit alter Systematik 1992:2, saisonbereinigt mit Census X12, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, Bank of Japan, 1973:3–2004:2 |

Großbritannien

| | |
|---|--|
| Realer Aktienkurs | FT Ordinary Industrial Index (Price return), OECD, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1970:1–2004:1 |
| Realer Immobilienpreis | Hauspreisindex (Neubauten und Wiederverkäufe), Nationwide, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1970:1–2004:2 |
| Konsumentenpreisindex | Konsumentenpreise (all items), OECD, 1970:1–2004:1 |
| Kurzfristiger Nominalzins | Dreimonats-Treasury-Bills, Bank of England, 1970:1–2004:1 |
| Reales Bruttoinlandsprodukt | Bruttoinlandsprodukt in Preisen von 2001, saisonbereinigt, Office for National Statistics, 1970:1–2004:1 |
| Realer Konsum der privaten Haushalte | Private Konsumausgaben in Preisen von 2001, saisonbereinigt, Office for National Statistics, 1970:1–2004:1 |
| Reale Bauinvestitionen des privaten Sektors | Bauinvestitionen (Gross capital formation, private sector, dwellings) in Preisen von 2001, saisonbereinigt, Office for National Statistics, 1970:1–2004:1 |
| Reale Ausrüstungsinvestitionen des privaten Sektors | Ausrüstungsinvestitionen (Gross capital formation, business investment) in Preisen von 2001, saisonbereinigt, Office for National Statistics, 1970:1–2004:1 |
| Reale Kreditvergabe an den privaten Sektor | M4 lending to private non-financial corporations, other financial corporations and the household sector, saisonbereinigt, Bank of England, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1975:3–2004:2 |
| Reale Kreditvergabe an Unternehmen | M4 lending to private non-financial corporations and other financial corporations, saisonbereinigt, Bank of England, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1975:3–2004:2 |
| Reale Kreditvergabe an die privaten Haushalte | M4 lending to the household sector (individuals, unincorporated business and non-profit-making institutions), saisonbereinigt, Bank of England, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1975:3–2004:2 |

Vereinigte Staaten

| | |
|---|---|
| Realer Aktienkurs | Standard & Poor's 500 Composite Index (Price return), Standard & Poor's, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1970:1–2004:1 |
| Realer Immobilienpreis | Wiederverkaufswert von Einfamilienhäusern, Office for Federal Housing Enterprise Oversight, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1975:1–2004:1 |
| Konsumentenpreisindex | Konsumentenpreise (all items), OECD, 1970:1–2004:1 |
| Kurzfristiger Nominalzins | Federal Funds Rate, Federal Reserve, 1970:1–2004:1 |
| Reales Bruttoinlandsprodukt | Bruttoinlandsprodukt in Preisen von 2000, saisonbereinigt, US Department of Commerce, 1970:1–2004:1 |
| Realer Konsum der privaten Haushalte | Private Konsumausgaben in Preisen von 2000, saisonbereinigt, US Department of Commerce, 1970:1–2004:1 |
| Reale Bauinvestitionen des privaten Sektors | Bauinvestitionen (Private residential fixed investment) in Preisen von 2000, saisonbereinigt, US Department of Commerce, 1970:1–2004:1 |
| Reale Ausrüstungsinvestitionen des privaten Sektors | Ausrüstungsinvestitionen (Private nonresidential fixed investment) in Preisen von 2000, saisonbereinigt, US Department of Commerce, 1970:1–2004:1 |
| Reale Kreditvergabe an den privaten Sektor | Assets and liabilities of commercial banks, loans and leases in bank credit, saisonbereinigt, Federal Reserve, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1973:1–2004:2 |
| Reale Kreditvergabe an Unternehmen | Assets and liabilities of commercial banks, commercial and industrial, saisonbereinigt, Federal Reserve, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1973:1–2004:2 |
| Reale Kreditvergabe an die privaten Haushalte | Assets and liabilities of commercial banks, consumer, saisonbereinigt, Federal Reserve, deflationiert mit dem Konsumentenpreisindex, 1973:1–2004:2 |

Neue Auswertung: ifo Beschäftigungsbarometer Deutschland

34

Ergebnisse des ifo Konjunkturtests im September 2006

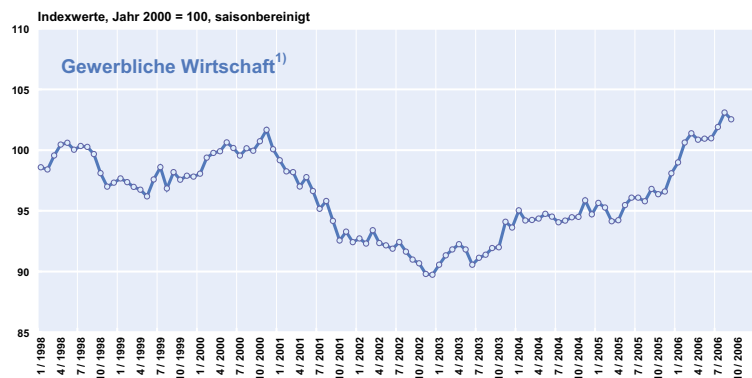
Die neue ifo-Auswertung »das ifo Beschäftigungsbarometer« basiert auf den ca. 7 000 monatlichen Meldungen von Unternehmen des verarbeitenden Gewerbes, des Bauhauptgewerbes, des Großhandels und des Einzelhandels und wurde im September 2006 zum ersten Mal ausgewiesen. Dabei werden die Unternehmen gebeten, ihre Beschäftigtenplanungen für die nächsten drei Monate mitzuteilen. Sie können ihre Planungen für die Zahl der Beschäftigten für die nächsten drei Monate als »zunehmen«, »gleich bleiben« oder »abnehmen« kennzeichnen. Der Saldowert der Planungen ist die Differenz der Prozentanteile der Antworten »zunehmen« und »abnehmen«. Zur Berechnung der Indexwerte werden die Salden jeweils auf den Durchschnitt des Jahres 2000 normiert. Das ifo Beschäftigungsbarometer wird ab sofort monatlich berechnet und in der Financial Times Deutschland veröffentlicht.¹

Beschäftigtenplanungen: Im September geringfügig ungünstiger

Das ifo Beschäftigungsbarometer für die gewerbliche Wirtschaft Deutschlands ist im September geringfügig gesunken, nachdem es in den letzten zwei Monaten gestiegen war. Die Umfrageergebnisse sprechen daher für eine weiterhin positive Beschäftigungsentwicklung.

ifo Beschäftigungsbarometer Deutschland

ifo Konjunkturtest September 2006



1) Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel.
Quelle: ifo Konjunkturtest.

28/09/2006 © ifo

In den drei Wirtschaftsbereichen verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe und Großhandel wurden die Beschäftigtenplanungen leicht nach unten korrigiert. Im Einzelhandel verbesserte sich dagegen der Indikator etwas.

¹ Im Anschluss an die Veröffentlichung auch unter www.ifo.de/Wirtschaftsinformationen/Indices zu finden.

Deutschland (Indexwerte, 2000 = 100), saisonbereinigt

| | 9/05 | 10/05 | 11/05 | 12/05 | 1/06 | 2/06 | 3/06 | 4/06 | 5/06 | 6/06 | 7/06 | 8/06 | 9/06 |
|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Index | 96,8 | 96,3 | 96,5 | 98,1 | 99,0 | 100,6 | 101,4 | 100,9 | 100,9 | 101,0 | 101,9 | 103,1 | 102,5 |

Quelle: ifo Konjunkturtest.

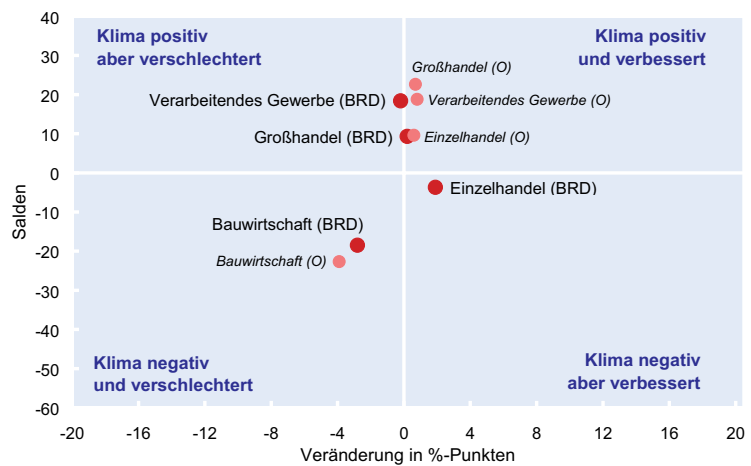
Das Geschäftsklima in der gewerblichen Wirtschaft Deutschlands hat sich nach dem Rückgang in den beiden letzten Monaten im September stabilisiert (Saldowert: 9,0 Prozentpunkte). Dabei entwickelten sich allerdings die beiden Teilkomponenten des Indikators sehr unterschiedlich: Die Unternehmen beurteilten ihre aktuelle Geschäftslage (Saldowert: 18,2 Prozentpunkte) deutlich positiver als im August, der Optimismus in ihren Erwartungen für das kommende halbe Jahr (Saldowert: 0,2 Prozentpunkte) ist jedoch erheblich geringer geworden. Vom Exportgeschäft erwarten sich die Industrieunternehmen in den nächsten Monaten aber wieder etwas mehr positive Impulse, nachdem sich die Zuversicht zuletzt etwas abgeschwächt hatte. Die Testergebnisse sprechen für eine robuste Konjunktur im weiteren Verlauf dieses Jahres, zu Beginn des nächsten Jahres ist allerdings mit einer Abschwächung zu rechnen. Den Meldungen aus allen Berichtskreisen nach zu schließen, dürfte sich die Beschäftigungssituation in den kommenden Monaten weiter verbessern.

Auch in den neuen Bundesländern änderte sich im September am Geschäftsklima nichts Wesentliches: Die Lage besserte sich leicht, die Perspektiven trübten sich etwas ein.

Im verarbeitenden Gewerbe sowie im Großhandel blieb das Geschäftsklima etwa auf dem Stand vom Vormonat, in den neuen Bundesländern ergab sich sogar jeweils eine leichte Aufwärtsentwicklung. Der Einzelhandel konnte eine leichte Besserung registrieren, während der Indikator für das Bauhauptgewerbe zurückging – vor allem in Ostdeutschland (vgl. Abbildung).

Die aktuelle Geschäftslage im **verarbeitenden Gewerbe** Deutschlands wurde deutlich positiver bewertet als im Vormonat und erreichte einen Wert, wie er seit Anfang 1991 nicht mehr zu beobachten war. Lediglich im Ernährungsgewerbe verschlechterte sich die Situation. Nachfrage und Produktion zogen sogar eher beschleunigt an, die Auftragsbestände insgesamt übertrafen vermehrt das sonst übliche Maß. Über zu große Fertigwarenlager wurde kaum noch geklagt, bei den Gebrauchsgüterproduzenten traten sogar erneut Lieferengpässe auf. In den Geschäftserwartungen kam jedoch verringerter Optimismus zum Ausdruck, im Bereich der Investitionsgüter war er sogar nur noch sehr schwach ausgeprägt. Hinsichtlich des Exportgeschäfts äußerten sich die Unternehmen allerdings zuversichtlicher als im Vormonat, auch die Hersteller von Investitionsgütern. Die Produktionspläne zeigten wieder etwas häufiger nach oben. Den Meldungen nach zu schließen dürften die Verkaufspreise in den kommenden Monaten – sogar verstärkt – heraufgesetzt werden, nach wie vor vor allem bei Vorleistungsgütern.

Geschäftsklima nach Wirtschaftsbereichen im September 2006¹⁾



¹⁾ Saisonbereinigte Werte. BRD = Bundesrepublik Deutschland, O = Ostdeutschland.
Quelle: ifo Konjunkturtest.

Die Industrieunternehmen in Ostdeutschland bewerteten dagegen ihre derzeitige Situation etwas weniger günstig als im Vormonat, schätzten aber die Perspektiven etwas zuversichtlicher ein. Zwar erwarteten auch sie wieder mehr Impulse von der Nachfrage aus dem Ausland, ihre Produktionspläne waren jedoch nicht mehr so häufig auf Expansion ausgerichtet, zumal sie mit der Auftragslage insgesamt nicht mehr ganz zufrieden waren. Die Beschäftigungssituation wird sich in den kommenden Monaten aber weiter verbessern.

Im **Bauhauptgewerbe** ist die Besserung der Geschäftslage vor allem auf die Entwicklung im Tiefbau zurückzuführen, während sie im Hochbau vergleichsweise schwach ausfiel. Im Durchschnitt konnten die Geräte etwas stärker ausgelastet werden als im Vormonat, der vergleichbare Vorjahreswert wurde sogar um 7 Prozentpunkte übertroffen. An der Reichweite der Auftragsbestände hat sich nichts verändert, sie nahm im Hochbau etwas zu und im Tiefbau etwas ab. Im Durchschnitt war sie mit 2,6 Monaten um knapp einen halben Monat höher als im Vorjahr. Nur gut ein Fünftel der Testfirmen war mit der Auftragslage nicht zufrieden, vor Jahresfrist waren es noch mehr als die Hälfte. Die Skepsis hinsichtlich der weiteren Geschäftsentwicklung nahm spürbar zu, sowohl im Hoch- als auch im Tiefbau. Die Baupreise wurden erneut angehoben, und auch in den nächsten Monaten ist den Firmenangaben zufolge mit weiteren Steigerungen zu rechnen.

Die aktuelle Geschäftslage im Bauhauptgewerbe der neuen Bundesländer besserte sich in allen drei Hochbausparten, im Tiefbau tendierte sie dagegen abermals nach unten

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

und präsentiert sich deutlich ungünstiger als im Hochbau. Die Perspektiven haben sich durchweg eingetrübt. Der Maschinenpark wurde mit 76% intensiver genutzt als zur gleichen Zeit des Vorjahres, die Reichweite der Auftragsbestände (2,1 Monate) entsprach sowohl dem Wert vom Vormonat als auch vom Vorjahr. Die Preiserhöhungsspielräume dürften sich nach Meinung der Firmen in den nächsten Monaten etwas verengen.

Beim **Großhandel** gewannen die positiven Geschäftslageurteile erneut etwas an Gewicht. Dies ist der sehr günstigen Entwicklung im Produktionsverbindungshandel und im Gebrauchsgütersektor geschuldet, während in den anderen Bereichen leichte Abwärtstendenzen zu erkennen waren. Hinsichtlich der künftigen Entwicklung äußerten sich die Unternehmen mit Ausnahme des Produktionsverbindungshandels skeptischer als im Vormonat, im Durchschnitt hielten sich Optimismus und Pessimismus nur noch die Waage. Da es aber gelungen ist, die überhöhten Warenbestände weiter zu vermindern, zielten die Pläne der Firmen auf eine Ausdehnung der Bestellungen ab. Die Verkaufspreise dürften spürbar heraufgesetzt werden.

Auch die ostdeutschen Großhändler stufen ihre derzeitige Geschäftssituation abermals vermehrt als günstig ein. In den Erwartungen hat die Zuversicht nur geringfügig nachgegeben. Die Bestellplanungen zeigten weiter nach oben, wenngleich nicht mehr so verbreitet wie im August. Die Meldungen deuten wie im Westen auf eine Fortsetzung des Preisanstiegs hin.

Die Geschäftslage des **Einzelhandels** tendierte erneut nach oben. Einer deutlichen Verbesserung im Non-Food-Bereich stand allerdings eine Abwärtsentwicklung im Nahrungs- und Genussmittelsektor gegenüber. Etwas skeptischer schätzten die Einzelhändler im Durchschnitt die Geschäftsaussichten für das kommende halbe Jahr ein. Da aber der Lagerdruck erneut etwas vermindert werden konnte, planten sie auch eine leichte Lockerung ihrer restriktiven Orderpolitik. Die Verkaufspreise wurden merklich angehoben; auch für die nächsten Monate zeichnen sich weitere Heraufsetzungen ab, vor allem bei Nahrungs- und Genussmitteln (Ölpreis, schlechte Ernte), wenngleich die Zahl derartiger Meldungen wieder etwas abgenommen hat.

Anders als im Bundesdurchschnitt gewannen in Ostdeutschland die positiven Geschäftslageurteile sogar wieder ein leichtes Übergewicht. Die Lagerüberhänge konnten erneut reduziert werden. Dagegen waren die Geschäftserwartungen durchweg von wachsender Besorgnis geprägt. Dies hat sich allerdings nicht auf die Orderpläne ausgewirkt, die sogar weniger häufiger auf Einschränkungen angelegt waren als in den beiden Monaten. Die Spielräume für Preissteigerungen in naher Zukunft haben sich offenbar weiter verengt.

Im **Dienstleistungsgewerbe**² hat sich das Geschäftsklima nach dem Rückgang in den letzten vier Monaten im September stabilisiert. Einer etwas positiveren Bewertung der momentanen Situation stand eine leicht verringerte Zuversicht in Bezug auf die künftige Entwicklung entgegen. Im Vergleich zum Vorjahr konnte erneut ein Umsatzplus verbucht werden, die Unzufriedenheit mit der Auftragslage insgesamt hat wieder etwas nachgelassen. Die Unternehmen gingen davon aus, dass die Nachfrage in den nächsten Monaten weiter ansteigt und beabsichtigten, zusätzliche Arbeitskräfte einzustellen.

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

Wir trauern um

Dr. Ferdinand Graf von Ballestrem

* 26. August 1943 † 30. September 2006

Mit Graf von Ballestrem verliert das ifo Institut einen engen Freund und Förderer. Von 1999 bis zu seinem Tode leitete er als Vorsitzender des Vorstands die Gesellschaft zur Förderung der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung (Freunde des ifo Instituts) e.V. und schaffte es, das Interesse vieler Unternehmen an der Arbeit des ifo Instituts zu wecken und zu stärken. Graf von Ballestrem wird uns als treuer Freund in Erinnerung bleiben, der auch in schwierigen Zeiten zum ifo Institut gestanden und uns geholfen hat, dem Institut nationale und internationale Geltung zu verschaffen.

Vorstand und Belegschaft
ifo Institut für Wirtschaftsforschung
an der Universität München

EUROPE AND THE
NEW DIVISION OF
LABOUR

Introduction

Jürgen Chrobog
Hans-Werner Sinn

Keynote Addresses:
Pascal Lamy
Michael Glos

THE NEW GLOBAL DIVISION
OF LABOUR

Panel 1

John Whalley

EUROPE'S ANSWER TO THE
GLOBAL CHANGES IN THE DIVISION
OF LABOUR

Panel 2

Keynote Address:
Günter Verheugen

Richard Baldwin

CHALLENGES FOR EUROPE'S POLITICAL
INSTITUTIONS AND SOCIETY

Panel 3

Donald R. Davis

STATISTICS UPDATE

Trends

Documentation of the
MUNICH ECONOMIC SUMMIT 
4-5 May 2006

Jointly organised with BMW Foundation Herbert Quandt

CESifo DICE REPORT

Journal for Institutional Comparisons

VOLUME 4, No. 3

AUTUMN 2006

REGULATION OF TELECOMMUNICATIONS

Forum

Ingo Vogelsang
Paul de Bijl and
Martin Peitz
Antonio Estache,
Ana Goicoechea and
Marco Manacorda
Peter Heinacher and
Brigitte Preissl
Thomas Kiessl,
Andreas Kuhlmann and
Hans Schedl

SHAREHOLDER PROTECTION

Research Reports

Mathias M. Siems

CRIMINAL TAX LAW

Reform Models

Matthias Zahner

SOCIAL VALUES LABOUR MIGRATION PUBLIC EXPENDITURE REFORM TRAINING LEAVE TAXING CIGARETTES TEMPORARY AGENCY WORK

Database

NEW AT DICE DATABASE, CONFERENCES, BOOKS

News



The international platform of Ludwig-Maximilians University's
Center for Economic Studies and the Ifo Institute for Economic Research, Munich

ifo Forschungsberichte

- 11 *Neugestaltung des Soziallastenansatzes im kommunalen Finanzausgleich Rheinland-Pfalz.*
Von R. Parsche, Chr. Baretto, E. Langmantel. 62 S. 2002. € 11,-
- 12 *Möglichkeiten und Risiken der Einführung eines grenzüberschreitenden Vorsteuerabzugs auf europäischer Ebene.*
Von A. Gebauer, Ch.W. Nam, R. Parsche unter Mitarb. von D. Radulescu, B. Reichl. 91 S. 2002. € 15,-
- 13 *Entwicklung des Umsatzsteueraufkommens und finanzielle Auswirkungen neuerer Modelle bei der Umsatzbesteuerung.*
Von D. Dziadkowski, A. Gebauer, W. Ch. Lohse, Ch. W. Nam, R. Parsche. 145 S. 2002. € 17,- (vergriffen)
- 14 *Wirtschaftslage und Reformprozesse in den Ländern Zentralasiens unter dem Einfluss des Afghanistankriegs.*
Von J. Albrecht, G. Huber, S. Schönherr unter Mitarbeit von R. Osterkamp. 93 S. 2002. € 10,-
- 15 *Bewegungslose Arbeit, gefesselter Blick. Sehen und Arbeiten bei neuen Produktionsmethoden.*
Von U. Adler. 103 S. 2002. (unveröffentlicht)
- 16 *Emissionshandel mit Treibhausgasen in der Europäischen Union.*
Von J. Wackerbauer. 80 S. 2003. € 10,-
- 17 *Vom OFFENSIV-Gesetz zur »Aktivierenden Sozialhilfe«.* Ein Konzept zur Reform der Arbeitsmarkt- und Sozialpolitik als Beitrag zu mehr Beschäftigung und Wachstum.
Von Chr. Holzner, W. Ochel, M. Werding. 82 S. 2003. € 20,-
- 18 *Konjunkturzyklen und Konjunkturforschung in China. Business Cycles and Cycle Analysis in China.* Deutsch-chinesische Kooperation in der empirischen Wirtschaftsforschung. German Chinese Co-operation in Empirical Economic Research.
Von S. Schönherr (Vorwort), B. Reichl, S. Schönherr, M. Taube (Hrsg.), u.a. 333 S. 2003. € 25,-
- 19 *Steuerlich induzierte Kinderlasten: Empirische Entwicklung in Deutschland.*
Von R. Parsche, A. Gebauer, C. Grimm, O. Michler, Ch.W. Nam. 171 S. 2003. € 20,-
- 20 *Produktionsmittelbesteuerung der Landwirtschaft in ausgewählten EU-Partnerländern.*
Von R. Parsche, Ch.W. Nam, D.M. Radulescu, unter Mitarbeit von M. Schöpe. 282 S. 2004. € 25,-
- 21 *Überörtliche Sozialhilfe im Freistaat Sachsen und Alternativen zur gegenwärtigen Verteilung von Aufgaben und Kostenträgerschaft für überörtliche Sozialhilfeempfänger.*
Von P. Friedrich, J. Hammerschick, H. Hartmann, R. Parsche. 212 S. 2004. € 15,-
- 22 *Gutachten zur Sachgerechtigkeit der Hauptansatzstaffeln und des Schülernebenansatzes im Schlüsselzuweisungssystem des kommunalen Finanzausgleichs im Freistaat Sachsen.* Forschungsvorhaben des Sächsischen Staatsministeriums der Finanzen.
Von R. Parsche, Ch.W. Nam, Th. Hanfstingl, K. Leitner. 114 S. 2004. € 20,-
- 23 *Fluktuationen des Wohnimmobilienmarktes.* Mikroökonomische Grundlagen und makroökonomische Auswirkungen.
Von S. Rady, V. Rußig. 200 S. 2004. € 28,-
- 24 *Die Besteuerung gemeinnütziger Organisationen im internationalen Vergleich.*
Von P. Friedrich, A. Kaltschütz, Ch.W. Nam. 378 S. 2005. € 20,-
- 25 *Identification of Available and Desirable Indicators for Patent Systems, Patenting Processes and Patent Rights.*
Von S. Lachenmaier. 49 S. 2005. € 14,-
- 26 *Auswirkungen familienpolitischer Instrumente auf die Fertilität.*
Von V. Meier. 50 S. 2005. € 18,-
- 27 *Die fiskalische Bilanz eines Kindes im deutschen Steuer- und Sozialsystem.*
Von H. Hofmann, M. Werding. 197 S. 2005. € 30,-
- 28 *Berechnung der BIP-Elastizität öffentlicher Ausgaben und Einnahmen zu Prognosezwecken und Diskussion ihrer Volatilität.*
Von Th. Büttner, G. Flaig, A. Dehne, O. Hülsewig, P. Winkler. 100 S. 2006. € 20,-
- 29 *Chancen und Risiken veränderter Rahmenbedingungen für die Dienstleistungsunternehmen durch die EU-Dienstleistungsrichtlinie.*
Von G. Nerb, H. Schmalholz, B. Frank, M. Gornig u.a. 348 S. 2006. € 20,-
- 30 *Ökonomische Auswirkungen umweltpolitischer Regulierungen.* Eine Machbarkeitsstudie vor dem Hintergrund der Anforderungen der Richtlinie 96/61/EG über die integrierte Vermeidung und Verminderung von Umweltverschmutzungen (IVU-Richtlinie).
Von T. Rave, U. Triebswetter. 161 S. 2006. € 20,-
- 31 *Tu felix Austria: Wachstums- und Beschäftigungspolitik in Österreich und Deutschland im Vergleich.*
Von Th. Büttner, P. Egger, H. Hofmann, Chr. Holzner u.a. 98 S. 2006. € 20,-

Zu beziehen beim

ifo Institut für Wirtschaftsforschung an der Universität München, Poschingerstr. 5, 81679 München

ifo Institut für Wirtschaftsforschung

im Internet:

<http://www.ifo.de>

