

DATEN UND PROGNOSEN

ifo Streuungsmaß –
Messung der Unternehmens-
unsicherheit

Christian Grimme

Gesamtwirtschaftliche
ifo Kapazitätsauslastung

*Klaus Wohlrabe und
Timo Wollmershäuser*

Ökonomenpanel: Einkommen-
steuer in Deutschland

*Florian Dorn, Stefanie Gäbler,
Björn Kauder, Manuela Krause,
Luisa Lorenz und Niklas Potrafke*

Auswirkungen der
Niedrigzinspolitik der EZB auf
Unternehmen

*Christa Hainz, Artem Marjenko und
Susanne Wildgruber*

Das ifo Geschäftsklima als
konjunktureller Frühindikator

*Klaus Wohlrabe und
Timo Wollmershäuser*

IM BLICKPUNKT

ifo Konjunkturumfragen
Juli 2017

Klaus Wohlrabe

ZUR DISKUSSION GESTELLT

Bankenmarkt: Droht ein neuer Deregulie- rungswettbewerb mit Risiken für die euro- päischen Banken?

*Jörg Rocholl, Markus Demary, Iris Bethge, Silvio Andrae und
Martin Hellmich, Federico Foders, Jan Ceysens*



ifo Schnelldienst
ISSN 0018-974 X (Druckversion)
ISSN 2199-4455 (elektronische Version)

Herausgeber: ifo Institut, Poschingerstraße 5, 81679 München, Postfach 86 04 60, 81631 München,
Telefon (089) 92 24-0, Telefax (089) 98 53 69, E-Mail: ifo@ifo.de.
Redaktion: Dr. Marga Jennewein.
Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dr. h.c. Clemens Fuest, Annette Marquardt, Prof. Dr. Chang Woon Nam.
Vertrieb: ifo Institut.
Erscheinungsweise: zweimal monatlich.
Bezugspreis jährlich:
Institutionen EUR 225,-
Einzelpersonen EUR 96,-
Studenten EUR 48,-
Preis des Einzelheftes: EUR 10,-
jeweils zuzüglich Versandkosten.
Layout: Kochan & Partner GmbH.
Satz: ifo Institut.
Druck: Majer & Finckh, Stockdorf.
Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):
nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

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

ZUR DISKUSSION GESTELLT**Bankenmarkt: Droht ein neuer Deregulierungswettbewerb mit Risiken für die europäischen Banken?**

3

Die Ankündigung von US-Präsident Donald Trump, die Bankenregulierung ändern zu wollen, lässt die meisten Experten befürchten, dass er die Regeln für die Banken erheblich lockern wird. Ein weiterer Impuls für Deregulierungen könnte von dem Brexit ausgehen. Welche Risiken hätte ein Abwärtswettbewerb für die europäischen Banken? *Jörg Rocholl*, ESMT Berlin, erinnert an die Belastungen für die Steuerzahler, die durch die Finanzkrise verursacht wurden und die nicht nur die öffentlichen Finanzen, sondern auch das Vertrauen in die Marktwirtschaft einer harten Belastungsprobe ausgesetzt haben. Angesichts der Töne aus den USA bleibe die Gefahr einer Deregulierung bestehen, die unweigerlich die Risiken einer nächsten Krise und damit weiterer Lasten für die Steuerzahler erhöhen würde. *Markus Demary*, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, sieht die Möglichkeit, dass sich der Handel von der EU in die dann weniger stark regulierten USA verschieben könnte. Die EU sollte aber auf die Deregulierungsschritte der US nicht auch mit einer Deregulierung reagieren. Die Beibehaltung der hohen europäischen Standards sei notwendig, um die europäischen Banken gegen mögliche neue Risiken aus den USA zu stabilisieren. Auch *Iris Bethge*, Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, befürchtet, dass die neue US-Regierung und der Brexit zu stärkerer Deregulierung führen könnten. Die EU und Deutschland sollten auf mögliche, einseitige Deregulierungsbestrebungen eine »Regulierungspause« einlegen. Jede zusätzliche Regulierung, die für die europäischen Finanzmärkte gelte, von anderen Finanzplätzen aber nicht eingehalten werde, schwäche die Wettbewerbssituation. Die beste Antwort, die Europa auf die einseitigen Deregulierungsaktivitäten der US-Administration finden kann, ist nach Ansicht von *Silvio Andrae*, Deutscher Sparkassen- und Giroverband, und *Martin Hellmich*, Frankfurt School of Finance & Management, die europaweite Konsolidierung der eigenen Bankenindustrie und die Schaffung eines integrierten Kapitalmarkts. Daher müssten die Banken- und die Kapitalmarktunion konsequent weiter vorangetrieben und finalisiert werden. Für *Federico Foders*, ehem. Institut für Weltwirtschaft, deutet sich bereits ein Regulierungsgefälle zwischen Europa und den USA an, das für amerikanische Banken einen Wettbewerbsvorteil gegenüber ihren europäischen Konkurrenten darstellen könnte. Wichtig für Europa wäre, dass der Weg in eine Bankenunion nicht von einem ungeordneten Deregulierungswettbewerb unterbrochen oder gar verzögert würde. *Jan Ceysens*, EU-Kommission, weist darauf hin, dass es Europa in den letzten Jahren gelungen sei, die regulatorischen Rahmenbedingungen für den Finanzsektor deutlich zu stärken. Im europäischen Rahmen gelte es vor allem sicherzustellen, dass die durch den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU hervorgerufenen Strukturveränderungen des Finanzsektors von den Mitgliedstaaten nicht als Auftakt zu einer neuen Welle des Wettbewerbs um die attraktivsten Standortbedingungen missverstanden werden.

DATEN UND PROGNOSEN**Messung der Unternehmensunsicherheit in Deutschland – das ifo Streuungsmaß**

19

Christian Grimme

Der Beitrag stellt Maße vor, die die Unsicherheit der deutschen Unternehmen in der gesamten Gewerblichen Wirtschaft und innerhalb verschiedener Wirtschaftsbereiche abbilden. Die Maße werden aus den Antworten der Unternehmen im Rahmen der ifo Konjunkturumfragen berechnet und ab August 2017 monatlich zusammen mit den Ergebnissen der ifo Konjunkturumfragen veröffentlicht. Dies dient dazu, das Spektrum der regelmäßig verfügbaren Unsicherheitsmaße in Deutschland zu vergrößern.

Zur Konstruktion einer gesamtwirtschaftlichen ifo Kapazitätsauslastung

26

Klaus Wohlrabe und Timo Wollmershäuser

Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung ist eine wichtige Größe in der Konjunkturanalyse. Sie beschreibt den Nutzungsgrad der Produktionsanlagen einer Volkswirtschaft. Auch in vielen ökonomischen Theorien spielt

die Kapazitätsauslastung einer Volkswirtschaft eine wichtige Rolle. So weisen überausgelastete Kapazitäten auf zunehmenden Investitionsbedarf hin. Schließlich wird die Kapazitätsauslastung bei der Bestimmung der Trendrate des technischen Fortschritts im Rahmen der Potenzialschätzung der EU-Kommission verwendet. Allerdings erhebt die amtliche Statistik keine Daten zur Kapazitätsauslastung. Deshalb wird in der Regel auf Befragungsdaten zurückgegriffen. In Deutschland sind die Unternehmensbefragungen des ifo Instituts dafür maßgeblich. In der praktischen Anwendung wird meist die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe verwendet. Wünschenswert wäre aber eine gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung, die insbesondere auch den Dienstleistungssektor berücksichtigt. In dem Beitrag wird aus den Konjunkturumfragen des ifo Instituts eine gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung konstruiert. Sie deutet darauf hin, dass sich die deutsche Volkswirtschaft seit 2013 in einem Aufschwung befindet, da der Auslastungsgrad stetig zunimmt. Außerdem sind die Produktionskapazitäten mittlerweile überdurchschnittlich ausgelastet.

Einkommensteuer in Deutschland – besteht eine Reformnotwendigkeit? 31

Florian Dorn, Stefanie Gäbler, Björn Kauder, Manuela Krause, Luisa Lorenz und Niklas Potrafke

In der Umfrage des Ökonomenpanels von ifo und FAZ im April 2017 wurden Professoren für Volkswirtschaftslehre an deutschen Universitäten zur Einkommensteuer und möglichen Reformoptionen befragt. In Diskussionen um eine mögliche Reform der Einkommensteuer stehen insbesondere Aspekte der Gerechtigkeit in der Lastenverteilung sowie Spar- und Leistungsanreize im Vordergrund. Auch Aspekte im Zusammenhang mit der Kalten Progression und dem Solidaritätszuschlags werden häufig debattiert. Die befragten Teilnehmer sprechen sich mehrheitlich gegen eine grundsätzliche Reformierung des gegenwärtigen Einkommensteuersystems aus. Allerdings befürworten die Ökonomen umfassende Entlastungen der Steuerzahler bei der Einkommensteuer, die Abschaffung des Solidaritätszuschlags sowie Anpassungsmaßnahmen zum Ausgleich der Kalten Progression.

Die Auswirkungen der Niedrigzinspolitik der EZB auf Unternehmen 38

Ergebnisse der Sonderfrage der ifo Konjunkturumfrage zu Negativzinsen auf Einlagen

Christa Hainz, Artem Marjenko und Susanne Wildgruber

Im Rahmen der Konjunkturumfrage wurden im Juni 2017 die Unternehmen nach ihren Erfahrungen mit Negativzinsen gefragt. Die Auswertung der Sonderfrage zeigt, dass jedes fünfte Unternehmen von einer Bank mit Negativzinsen auf Einlagen konfrontiert wurde. Mittlere und große Unternehmen waren deutlich häufiger betroffen als kleine Unternehmen. Die Unternehmen versuchen mehrheitlich, die Negativzinsen zu umgehen. Die häufigsten Reaktionen hierbei sind Verhandlungen mit der Bank sowie ein Wechsel zu einer Bank, die noch keine negativen Zinsen auf Einlagen erhebt. Auch Umschichtungen zwischen Finanzanlagen oder Unternehmensbereichen sowie eine Erhöhung der Investitionstätigkeit waren häufig genannte Antworten. Insbesondere letztere Reaktion ist aus volkswirtschaftlicher Perspektive interessant, da sie nicht nur monetäre, sondern auch realwirtschaftliche Auswirkungen hat.

Über die richtige Interpretation des ifo Geschäftsklimas als konjunktureller Frühindikator 42

Klaus Wohlrabe und Timo Wollmershäuser

Aufgrund der Rekordjagd des ifo Geschäftsklimaindex in den vergangenen Monaten wurde vereinzelt die Aussagekraft des Konjunkturindikators in Frage gestellt. Der Artikel gibt einen kurzen Überblick, wie dieser richtig zu interpretieren ist. Es zeigt sich, dass vor allem die Veränderung des ifo Geschäftsklimaindex betrachtet werden muss, wenn eine Aussage über den Verlauf des Bruttoinlandsprodukts getroffen werden soll.

IM BLICKPUNKT

ifo Konjunkturumfragen Juli 2017 auf einen Blick: Die deutsche Wirtschaft steht unter Voldampf 47

Klaus Wohlrabe

Der ifo Geschäftsklimaindex stieg im Juli auf einen neuen Rekordwert – der dritte in Folge. Die Unternehmen waren seit der Wiedervereinigung noch nie zufriedener mit ihrer aktuellen Geschäftslage. Auch der Ausblick auf die kommenden Monate verbesserte sich. Die Einstellungsbereitschaft der deutschen Firmen war noch nie so hoch. Das Beschäftigungsbarometer stieg im Juli auf den höchsten Wert seit dem Beginn der Erhebung im Jahr 2002. Die starke deutsche Wirtschaft braucht kontinuierlich neue Arbeitskräfte.

Bankenmarkt: Droht ein neuer Deregulierungswettbewerb mit Risiken für die europäischen Banken?

Die Ankündigung von US-Präsident Donald Trump, die Bankenregulierung ändern zu wollen, lässt die meisten Experten befürchten, dass er die Regeln für die Banken erheblich lockern wird. Ein weiterer Impuls für Deregulierungen könnte von dem Brexit ausgehen. Welche Risiken hätte ein Abwärtswettbewerb für die europäischen Banken?

Jörg Rocholl*

Europas künftiger Weg: Lehren aus der Finanzkrise

Es scheint noch gar nicht so lange her zu sein. Im Jahr 2008 brach die weltweite Finanzkrise aus. Sie zog massive und bis dahin unvorstellbare Anstrengungen von Regierungen und Notenbanken nach sich, um das Zusammenbrechen des internationalen Finanzsystems zu verhindern. Die Kosten, die der öffentlichen Hand entstanden, waren und sind enorm. Auch in Deutschland mussten die Steuerzahler erhebliche Summen zur Rettung von Kreditinstituten schultern. Die Deutsche Bundesbank (2017) beziffert die sich in den Staatsschulden widerspiegelnden Stützungsmaßnahmen für deutsche Kreditinstitute zum Ende des Jahres 2016 auf 226 Mrd. Euro. Das entspricht 7,2% des Bruttoinlandsprodukts (BIP). Das United States Government Accountability Office (2013) berechnet die gesamten Verluste aus der Finanzkrise für die USA sogar im Billionenbereich. Nach der Krise war klar, dass die Verluste zu hoch waren, als dass man einfach wieder zu einem *business as usual* zurückkehren konnte.

Unter dem noch frischen Eindruck der Krise vereinbarte der G-20-Gipfel in Pittsburgh im Jahr 2009 einmütig weitreichende Maßnahmen zur Festigung der Finanzstabilität. Diese Maßnahmen sollten dazu dienen, die Wahrscheinlichkeit einer neuen Finanzkrise zu verringern und im Fall einer solchen Krise den Steuerzahlern nicht erneut übermäßige Kosten aufzubürden. Eine wichtige Voraussetzung dazu war die Schaffung der G 20 in der heutigen Form, sie hat erst im Zug der Finanzkrise und aus der Notwendigkeit einer international koordinierten Antwort darauf ihre heutige

* Prof. Jörg Rocholl, Ph.D. ist Präsident der ESMT Berlin und Mitglied im Wissenschaftlichen Beirat beim Bundesfinanzministerium. Er ist darüber hinaus stellvertretender Vorsitzender des Wirtschaftsbeirats der Deutschen Welle, Forschungsprofessor am ifo Institut, Duisenberg Fellow der Europäischen Zentralbank (EZB) und Forschungsmitglied des European Corporate Governance Institute (ECGI).

Bedeutung erlangt. Im Einzelnen wurde in Pittsburgh beschlossen, die Eigenkapitalanforderungen für Banken quantitativ und qualitativ zu verbessern, zusätzliche Puffer einzuführen, die Vergütungspraktiken im Bankensektor zu reformieren, die OTC-Märkte transparenter zu gestalten und die größten und systemisch wichtigen Banken angemessener zu behandeln.

HALTUNG DER USA ALS HARTE PROBE

Doch der damalige Konsens wird auf seine bisher härteste Probe gestellt, vor allem durch die Entwicklungen in den USA. Der neue amerikanische Präsident Donald Trump kündigt mal mehr, mal weniger deutlich an, dass er die Bankenregulierung ändern wolle, was in den Augen der meisten Beobachter heißt, dass er sie erheblich lockern möchte. Besonders deutlich wird diese Absicht durch das Dekret, das Trump im Februar 2017 erlassen hat. Danach sollen die im Jahr 2010 angeordneten neuen Regeln zur Finanzmarktregulierung, die als Dodd-Frank-Gesetz bekannt wurden, auf den Prüfstand gestellt werden. Allein die Diskussion darüber ist beunruhigend, da die bessere Regulierung von Finanzmärkten und -institutionen nach den Erfahrungen der Finanzkrise und den Verlusten für die Steuerzahler globaler Konsens zu sein schien.

Deshalb ist es erfreulich, dass die Frage der angemessenen Finanzmarktregulierung, entgegen düsterer Erwartungen, auf dem jüngsten G-20-Gipfel in Hamburg zu den weniger kontroversen Themen gehörte. Tatsächlich hat der Gipfel in dieser Frage zu leichter Entspannung geführt. Trotzdem bietet die gegenwärtige Situation keine Garantie einer dauerhaften Entspannung, was insbesondere an der hohen Volatilität der aus den USA kommenden Signale liegt.

Daher ist es angebracht, die Reformen der Finanzmarktkrise genauer unter die Lupe zu nehmen. Unstrittig sollte dabei sein, dass höhere Kapital- und Liquiditätsstandards wichtig waren und sind. Sie sollten sogar schrittweise weiter erhöht werden, um bei den Ban-



Jörg Rocholl

ken einen wirksamen Puffer gegen unvorhergesehene Ereignisse zu schaffen und diese besser auffangen zu können. Allerdings sollte dabei berücksichtigt werden, dass die Banken gerade in Deutschland angesichts der Niedrigzinsphase und des technologischen Wandels vor Herausforderungen stehen, die den Aufbau weiteren Eigenkapitals aus eigenen Erträgen erschweren. Die deutschen Kreditinstitute sind, mehr als die Kreditinstitute der anderen OECD-Länder, von Zinserträgen abhängig; gleichzeitig haben sie eine höhere Cost-Income-Ratio, also Kosteneffizienz, als diese anderen Kreditinstitute, was zusammengenommen keine rosigen Aussichten sind. Das gilt erst recht, wenn bei einem zukünftigen wirtschaftlichen Abschwung die derzeit beinahe historisch niedrigen Ausfallraten bei den Krediten ansteigen sollten.

Daraus ergeben sich zwei Handlungsempfehlungen: Erstens müssen deutsche Kreditinstitute mit erodierenden Zinsmargen ihre Abhängigkeit vom Zinsgeschäft verringern, also höhere Provisionserträge generieren. Zweitens müssen sie ihre Kosteneffizienz deutlich erhöhen. Die anhaltende Konsolidierung des deutschen Bankenmarkts durch die sinkende Anzahl der Sparkassen und Volksbanken ist ein wichtiges Beispiel dafür und könnte sich in der nächsten Zeit sogar noch beschleunigen. Erst unter diesen beiden Voraussetzungen werden die deutschen Kreditinstitute in der Lage sein, ihre Eigenkapitalbasis aus eigenen Erträgen nachhaltig zu stärken.

Wenn also die erhöhten Anforderungen an Kapital und Liquidität essentiell sind und deren Notwendigkeit nicht ernsthaft bestritten wird, woher kommen dann die Klagen der Banken? Ein Grund könnte sein, dass die Regulierung Kosten verursacht. Allerdings ist die Tatsache, dass durch eine Regulierung bei einzelnen Institutionen Kosten anfallen, noch kein Grund, am Sinn dieser Regulierung zu zweifeln. Ökonomisch betrachtet besteht dieser Sinn ja gerade darin, dass Externalitäten internalisiert werden. Konkret bedeutet das, dass Kosten, die vorher anderen Akteuren und vor allem Steuerzahlern aufgebürdet wurden, nun den Verursachern, in diesem Fall den Banken, aufgebürdet werden. Bei den Arten der Kosten muss jedoch genau unterschieden werden. Zunehmend hört man Vorwürfe, dass insbesondere kleine Banken von der Regulierung übermäßig getroffen werden. Dabei geht es weniger um die Anforderungen an zusätzlichem Kapital und größerer Liquidität, sondern vielmehr um den aus Sicht dieser Banken zu großen administrativen und bürokratischen Aufwand. Es heißt, dieser überfordere kleinere Banken wegen der fehlenden Fixkostendegression für den zu betreibenden Aufwand. Um es vereinfacht auszudrücken: Wenn jede Bank zur Bearbeitung der neuen regulatorischen Anforderungen einen neuen Mitarbeiter einstellen muss, dann verkraftet eine größere Bank diese Einstellung besser als eine kleine.

Die Bankaufseher scheinen diesen Punkt aufnehmen zu wollen. So berichtete Andreas Dombret, Mitglied des Vorstands der Deutschen Bundesbank, in

einer Rede im Juni 2017 von den Überlegungen, Meldeanforderungen auf ein verträglicheres Maß zurückzufahren und über die Schaffung einer sogenannten »Small Banking Box« nachzudenken. In Summe sollen dadurch kleinere Banken entlastet werden.

Wie aber kann zwischen guter und schlechter Regulierung unterschieden werden? Selbst wenn die Unterscheidung in vermeintlich gute Regulierung, in Form höherer Kapital- und Liquiditätsstandards, und vermeintlich schlechte Regulierung, in Form der Schaffung eines bürokratischen Ungetüms, konsensfähig wäre, gibt es bei vielen anderen regulatorischen Initiativen zwischen den einzelnen Akteuren unterschiedliche Meinungen. Es fehlen also umfassende Analysen, die die Folgen bestimmter regulatorischer Initiativen systematisch untersuchen und diese auf ihre Effizienz und mögliche Nebenwirkungen abklopfen. Der G-20-Gipfel hat in dieser Hinsicht Fortschritte erzielen können, hat er doch das Rahmenwerk des Financial Stability Board (FSB) verabschiedet, das genau diese großflächigen Untersuchungen regulatorischer Initiativen zum Inhalt hat. Der G-20-Gipfel hat dem FSB, das übrigens in seiner heutigen Form ebenfalls eine Reaktion auf die Finanzkrise darstellt, damit wichtige Impulse geliefert, die nun mit Leben gefüllt werden müssen.

Was folgt daraus für den internationalen Deregulierungswettbewerb? Das Vermeiden internationaler regulatorischer Arbitrage, also des Suchens nach Schlupflöchern oder vermeintlich lockeren Regeln in anderen Staaten, Institutionen oder bei Produkten kann nicht das Ziel sein. Am Ende schaden sich die involvierten Staaten selbst mit solchen Maßnahmen. Wie aber können die G-20-Staaten ihre Einigkeit beibehalten? Ein konkreter Vorschlag ist, dass die Staaten, die bestimmte Regulierungsschritte für nicht oder nicht mehr angemessen halten, diese einem Analyseprozess durch das FSB-Rahmenwerk unterziehen lassen können. Damit könnte es eine international koordinierte Abstimmung über die Sinnhaftigkeit dieser Regulierungsschritte und eine gemeinsame Entscheidung darüber geben, ob eine bestimmte Regulierung beibehalten, reformiert oder abgeschafft werden soll. Die Verpflichtung aller beteiligten Staaten könnte ein besonders wirksamer Mechanismus sein, um die Regulierung ständig und in einem strukturierten Prozess zu überprüfen und anpassen zu können. Es gibt also durchaus Chancen, auch im Verhältnis zu den USA.

HOHE NOTWENDIGKEIT ZU WEITEREN SCHRITTEN IN EUROPA

Wären damit alle möglichen Probleme gelöst? Wohl kaum. Die unvollständige Regulierung ist in Europa nach wie vor eine große Herausforderung und möglicherweise der eigentliche Kern des Problems. Die jüngsten massiven Belastungen für italienische Steuerzahler aus den Schieflagen heimischer Banken mögen rechtlich nicht zu beanstanden sein, aber sie zeigen zwei Dinge. Erstens sind die Steuerzahler in Europa

auch heute nicht gegen die Schieflagen bei den Banken in ihren Heimatländern geschützt – trotz substanzieller Reformen wie der Einführung der Bank Resolution and Recovery Directive (BRRD) und der damit verbundenen Gläubigerbeteiligung bei Bankenrettungen. Zweitens hat Italien die betroffenen Banken zunächst als systemrelevant eingestuft, bevor sie später als nicht-systemrelevant bezeichnet wurden. Solche abrupten Änderungen bei derart fundamentalen Einschätzungen führen nicht zur Steigerung des Vertrauens unter den europäischen Partnern und induzieren natürliche Abwehrreaktionen, wenn es um die Vollendung der Bankenunion, zum Beispiel durch eine gemeinsame Einlagensicherung, gehen soll.

Weitere große Blöcke der notwendigen Regulierung in Europa sind bisher nicht bewegt worden. Bei der Einführung der Bankenunion vor fünf Jahren wurde argumentiert, dass der Banken-Staaten-Nexus gebrochen werden müsse. Schieflagen von Banken sollen also nicht mehr zu Problemen der Staaten führen, in denen diese Banken beheimatet sind. Umgekehrt sollen die Schieflagen von Staaten die Banken nicht mehr bedrohen, die in die Anleihen dieser Staaten investiert sind. Die Frage, wie dieser Nexus gelöst werden kann, war einer der wesentlichen Gründe zur Schaffung der europäischen Bankenunion, aber sie hat auch nach fünf Jahren noch nicht zu einer umfassenden Lösung geführt. Einerseits ist, trotz des unseligen Beispiels der italienischen Banken, mit der Verankerung der Gläubigerbeteiligung bei Bankenrettungen ein wichtiger Schritt gelungen, um bei Schieflagen von Banken die Belastungen der Steuerzahler zu verringern. Auch die Vereinheitlichung der Bankenaufsicht in Europa, gerade für die großen Banken, und die höheren Anforderungen an Eigenkapital und Liquidität, sind hilfreich. Sie verringern die Wahrscheinlichkeit, dass Banken überhaupt in eine Schieflage geraten. Andererseits ist bei der Frage, wie Banken dazu gebracht werden können, weniger in Staatsanleihen zu investieren, bisher nichts oder zumindest nicht viel geschehen. Diese Anleihen genießen nach wie vor umfassende Privilegien, die derzeit nicht angerührt werden; eine Lösung dieser Problematik ist also nicht in Sicht. Im Gegenteil scheinen gerade schwache Banken und die Banken im Euroraum, die den größten ökonomischen Anpassungsbedarf haben, besonders stark zusätzliche Staatsanleihen gekauft und den Teufelskreis sogar verstärkt zu haben. Dass dieser Teufelskreis kein theoretisches Konstrukt ohne Praxisrelevanz ist, sollte spätestens seit der Umschuldung der griechischen Staatsanleihen im Frühjahr 2012 klar sein. Damals musste ein großer Teil der durch die Umschuldung verringerten griechischen Staatsschulden aufgebracht werden, um die griechischen Banken zu rekapitalisieren, die vorher massiv griechische Staatsanleihen in ihre Portfolios gekauft hatten – teilweise mit einem Mehrfachen ihres Eigenkapitals – und sich so jedem elementaren ökonomischen Kalkül der Risikodiversifizierung widersetzen. Fortschritte bei der Aufhebung der Privilegie-

rung der Staatsanleihen wären gerade hier von hoher Bedeutung, auch wenn alle Anzeichen darauf hinweisen, dass andere große Wirtschaftsräume wie die USA oder Japan in diesem Punkt nicht mitziehen würden.

Schließlich sollte das Thema *Overbanking* in Europa eingehend analysiert werden. Dabei steht insbesondere die Frage im Raum, ob Banken, durch den erleichterten Zugang bei der Europäischen Zentralbank, an Liquidität gelangen können, die ihnen im Interbankenmarkt nicht mehr gewährt würde. Auf die Weise könnte über dieses Vehikel die notwendige Konsolidierung des Bankensektors in Europa verhindert und dessen Gesundung unterlaufen werden.

SCHLUSSFOLGERUNG

Die Lehren aus der Finanzkrise vor etwa zehn Jahren dürfen nicht vergessen werden. Die Belastungen für die Steuerzahler waren enorm und haben nicht nur die öffentlichen Finanzen, sondern auch das Vertrauen in die Marktwirtschaft einer harten Belastungsprobe ausgesetzt. Angesichts der neuen Töne aus den USA bleibt die Gefahr einer Deregulierung bestehen, die unweigerlich die Risiken einer nächsten Krise, und damit weitere Lasten für die Steuerzahler, erhöhen würde.

Sinnvolle Schritte wie die Erhöhung der Anforderungen an Eigenkapital und Liquidität von Banken sollten stringent weiterverfolgt werden. Generell sollte die Regulierung nicht zurückgedreht, jedoch an sinnvollen Stellen vereinfacht werden. Dazu steht nun mit dem im Rahmen des G-20-Prozesses verabschiedeten FSB-Rahmenwerk ein Werkzeug zur Verfügung, das die Effizienz und die möglichen Nebenwirkungen regulatorischer Initiativen besser abschätzen kann. Dieses Werkzeug könnte als Basis dienen, den seit zehn Jahren währenden Konsens bei der Finanzmarktregulierung beizubehalten und gleichzeitig die Regulierung sinnvoll weiterzuentwickeln.

Davon abgesehen hat Europa eigene Hausaufgaben zu erledigen, die in der Gesamtabwägung vermutlich noch schwerer ins Gewicht fallen. Der Bankensektor bleibt tendenziell überdimensioniert, ist nicht profitabel genug und investiert zudem zu stark in Staatsanleihen. Das sind beträchtliche Herausforderungen, die angegangen werden müssen. Die jüngsten Schieflagen von Banken in Italien sind in dieser Hinsicht Alarmsignale.

LITERATUR

Deutsche Bundesbank (2017), »Deutsche Staatsschulden sinken 2016 um 18 Mrd. € auf 2,14 Billionen € – Rückgang der Schuldenquote auf 68,3%«, Pressemitteilung, 31. März, verfügbar unter: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Pressemitteilungen/BBK/2017/2017_03_31_staatsschulden.html, aufgerufen am 14. Juli 2017.

United States Government Accountability Office – GAO (2013), *Financial Regulatory Reform – Financial Crisis Losses and Potential Impacts of the Dodd-Frank Act*, verfügbar unter: <http://www.gao.gov/assets/660/651322.pdf>, aufgerufen am 14. Juli 2017.

Markus Demary* Neue Risiken durch Deregulierung?



Markus Demary

In den USA hat das Repräsentantenhaus den Financial CHOICE (Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers and Entrepreneurs) Act verabschiedet (vgl. HCFS 2017). Dieses Gesetz soll die Finanzmarktregulierung der Obama-Ära, den *Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*, ersetzen. Das Dodd-Frank-Gesetz war eine Reaktion auf die globale Finanzmarktkrise aus dem Jahr 2008, als die ungeordnete Insolvenz der US-amerikanischen Bank Lehman Brothers fast das gesamte Finanzsystem zu Fall gebracht hat und eine vergleichbare Schockwelle durch eine ungeordnete Insolvenz der American International Group (AIG) nur durch eine staatliche Rettungsaktion vermieden werden konnte. Ein vergleichbarer, wenn auch nicht identischer Regulierungsrahmen zu Dodd-Frank, wurde auch in der Europäischen Union (EU) eingeführt.

In diesem Artikel werden die bedeutsamen Unterschiede zwischen dem Financial CHOICE Act und dem Dodd-Frank Act analysiert, um abschätzen zu können, ob sich durch die geplante Deregulierung in den USA Risiken für das europäische Bankensystem ergeben können.

REGULATIVE ERLEICHTERUNGEN FÜR BANKEN

Der Financial CHOICE Act sieht regulative Erleichterungen für gut kapitalisierte Banken vor. Durch die Möglichkeit einer »Capital Election« sollen Banken mit einer ungewichteten Eigenkapitalquote (Leverage Ratio) von mehr als 10% in einen weniger strengen Regulierungsrahmen als Basel III wechseln können (vgl. HCFS 2017). Eine Eigenkapitalquote von über 10% erscheint aus der europäischen Sicht hoch. Hierbei muss aber bedacht werden, dass die Bilanzsummen der US-Banken aufgrund anderer Bilanzierungsregeln kleiner ausfallen als die Bilanzsummen vergleichbarer europäischen Banken. Das Vorhaben der Capital Election beruht auf der Annahme, dass stark kapitalisierte Banken in der Lage sein sollen, ihre Verluste abzufangen, ohne dass ein Eingreifen der Aufsichtsbehörden notwendig ist. Durch eine ausreichende Haftungsmasse begründet der Financial CHOICE Act den Verzicht auf eine weitere Regulierung der eingegangenen Risiken.

Auch wenn dieser Ansatz aus der mikroprudenziellen Sicht – also aus Sicht des Einzelbankrisikos – einen gewissen Sinn macht, so vernachlässigt dieser Ansatz jedoch die makroprudenzielle Sicht, d.h., es werden die Auswirkungen von gleichgerichtetem Verhalten aller Banken auf das Finanzsystem oder auch Klumpenrisiken in den Bilanzen der Banken vernachlässigt. Die auf Basel III basierende Eigenkapitalregulierung in

den USA und der EU sehen Instrumente vor, um solche makroprudenziellen Risiken zu adressieren. So können die Aufseher den Aufbau eines antizyklischen Eigenkapitalpuffers anordnen, um gleichgerichtetes Verhalten im Aufschwung eines Kreditzyklus abzumildern. Um Klumpenrisiken zu minimieren, können den Banken sektorale Risikogewichte als Grundlage zur Berechnung ihrer aufsichtsrechtlichen Eigenkapitalanforderungen auferlegt werden.

Die Maßnahme der Capital Election würde dem makroprudenziellen Ansatz aushebeln. Die Capital Election würde das Risiko erhöhen, dass sich die unter Capital Election operierenden Banken sehr stark in die Finanzierung von Immobilien über die in den USA üblichen Non-Recourse-Darlehen engagieren. Da die Banken bei diesen Darlehen im Falle eines Zahlungsausfalls nur Zugriff auf die Immobilie, nicht aber auf das restliche Vermögen des Kreditnehmers haben, ist der Bankensektor in den USA anfällig für Verluste aus geplatzten Immobilienblasen, wie in dem Jahr 2007 jüngst geschehen. Ob höhere Eigenkapitalquoten ausreichen, um eine Krise zu verhindern, ist fraglich (vgl. Jordà et al. 2017).

Worüber aber auch in der EU diskutiert wird, ist eine *Small Banking Box*, d.h. über einen vereinfachten Regulierungsrahmen für kleinere Banken. Denn diese Banken sind häufig überproportional von der Regulierung betroffen, da viele Regulierungsmaßnahmen mit hohen Fixkosten verbunden sind. Da die kleineren Banken eher lokalen Risiken ausgesetzt sind und weniger den Risiken der globalen Kapitalmärkte, macht eine Small Banking Box durchaus Sinn, sofern die Erleichterungen aber nur in Bereichen gewählt werden, die Banken zurzeit stark belasten und gleichzeitig nicht von systemischer Relevanz sind.

BANKENABWICKLUNG ÜBER DEN GEWÖHNLICHEN INSOLVENZRAHMEN

Der Financial CHOICE Act will die auf dem Dodd-Frank-Gesetz basierende Orderly Liquidation Authority (OLA) als Abwicklungsinstitution abschaffen. Stattdessen sollen Banken in Schieflage über den Weg des normalen Insolvenzrechts (Bankruptcy Code) abgewickelt werden (vgl. HCFS 2017).

Die OLA ist in etwa vergleichbar mit dem Single Resolution Board (SRB) der europäischen Bankenunion. OLA und SRB wurden beide aufgrund der Erfahrung der globalen Finanzmarktkrise gegründet als es sich als nahezu unmöglich erwies, große Investmentbanken über den normalen Insolvenzrahmen abzuwickeln.

In einem normalen Insolvenzverfahren entscheiden die Gläubiger in einem gerichtlich überwachten Prozess über die Verwertung der Vermögenswerte. Eine eventuell notwendige Vorfinanzierung der Abwicklungsmaßnahmen erfolgt durch den Verkauf von Vermögenswerten des sich in Schieflage befindlichen Unternehmens (vgl. Pellerin und Walter 2012). Die-

* Dr. Markus Demary ist Senior Economist beim Institut der deutschen Wirtschaft Köln e.V.

ser Ansatz mag zwar für kleinere Banken in Schieflage geeignet sein und aus der mikroprudenziellen Sicht schlüssig sein, er ist aber aus der makroprudenziellen Sicht nicht geeignet, um eine größere Investmentbank in Schieflage abzuwickeln. Denn bei der Schieflage einer großen Investmentbank muss mit Rückwirkungen und Ansteckungseffekten auf das Finanzsystem gerechnet werden. Diese negativen Effekte resultieren zu einem aus den sehr kurzen Laufzeiten der Verbindlichkeiten einer Investmentbank am Interbankenmarkt, so dass das Einfrieren dieser Verbindlichkeiten zu Liquiditätseingpässen bei den Gläubigern und sogar zu Störungen in der Abwicklung des Zahlungsverkehrs führen kann (vgl. Pellerin und Walter 2012). Zum anderen können Rückwirkungen auf das Finanzsystem durch den Verkauf von Vermögenswerten in großem Umfang entstehen, da hierdurch die Preise von vergleichbaren Vermögenswerten sinken, was Bilanzverluste bei anderen Banken herbeiführen kann (vgl. Schleifer und Vishny 2011). Die sogenannten systemrelevanten Funktionen einer Großbank können deshalb nicht einfach in einem Insolvenzprozess eingestellt werden, sondern sie müssen in einem geordneten Prozess über lange Zeit hinweg abgewickelt werden.

An dieser Stelle setzt die OLA an. Hierbei übernimmt in den USA die Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) die Kontrolle über die strauchelnde Bank mit dem Ziel, das Institut geordnet abzuwickeln. In diesem Prozess verfährt die OLA nach zwei Prinzipien (vgl. Pellerin und Walter 2012):

- Die FDIC entschädigt nachrangige Gläubiger nur in dem Ausmaß, in dem sie in einem normalen Insolvenzprozess entschädigt worden wären. Zudem sieht sie vor, dass Eigentümer und vorrangige Gläubiger alle Verluste tragen.
- Die FDIC minimiert die negativen Auswirkungen auf das Finanzsystem, indem sie die systemrelevanten Funktionen der Bank aufrechterhält. Hierzu ist eine Vorfinanzierung erforderlich, die sich aber von einem Bailout dahingehend unterscheidet, dass die eingesetzten Gelder zu einem späteren Zeitpunkt zurückgefordert werden.

Die Befürworter des Financial CHOICE Act argumentieren, dass es sich bei dieser Vorfinanzierung der Abwicklungsmaßnahmen um ein verstecktes Bailout handelt. Zudem gehen sie davon aus, dass durch das Vorhandensein der OLA Banken als »too-big-to-fail« deklariert werden, was ihr Rating verbessert und ihre Refinanzierungskosten senkt. Dadurch könnten Großbanken höhere Risiken eingehen, ohne dass der Markt eine allzu hohe Risikoprämie verlange. Die Begründung ist aber unhaltbar. Denn die Marktteilnehmer wussten unter dem Regulierungsrahmen der Vorkrisenzeit sehr genau, dass Lehman Brothers und AIG »too-big-to-fail« waren.

Der Financial CHOICE Act erkennt zudem, dass ein Richter in einem Insolvenzprozess nicht die Rückwirkungen auf das Finanzsystem berücksichtigen muss. Zudem werden dem Insolvenzrichter die notwendigen

Informationen zu den Rückwirkungen der Insolvenz auf das Finanzsystem fehlen. Aufsichtsbehörden, wie die FDIC, verfügen hingegen über diese Informationen. Zudem können sie sich mit ausländischen Aufsichtsbehörden abstimmen, was bei grenzüberschreitend tätigen Banken dringend geboten ist (vgl. Bernanke 2017).

Die Abschaffung der OLA durch den Financial CHOICE Act befördert die Gefahr, dass, wie im Fall von Lehman Brothers, die ungeordnete Insolvenz einer Investmentbank das Finanzsystem zum Zusammenbruch führen kann. Dies würde über die grenzüberschreitenden Verflechtungen der Banken dann auch zu Verlusten bei europäischen Banken führen.

ABSCHAFFUNG DER VOLCKER-RULE

Durch den Financial CHOICE Act soll die Volcker-Rule abgeschafft werden (vgl. HCFS 2017). Durch die Volcker-Rule wird die Finanzierung des Eigenhandels für Banken mit Einlagen, die über die FDIC versichert sind, und für Banken mit Zugang zur Liquidität der Federal Reserve, eingeschränkt.

Die Volcker-Rule kann durchaus kritisch gesehen werden. Beispielsweise, weil sich in der Praxis der Eigenhandel der Banken nicht exakt vom Handel im Auftrag der Kunden unterscheiden lässt. Dies wäre der Fall, wenn eine Bank in Vorbereitung auf einen Kundenauftrag zur Absicherung von Kursschwankungen vorerst auf eigene Rechnung handelt. Zudem unterscheidet die Volcker-Rule nicht streng genug zwischen Eigenhandel und Market-Making-Aktivitäten, bei denen eine Bank Ankaufs- und Verkaufskurse stellt.

Für die Abtrennung des Eigenhandels von den Geschäftsbankaktivitäten für Großbanken wurde in der EU auf Anraten der Liikanen-Kommission eine Gesetzesvorlage erstellt, aber nicht vom europäischen Parlament verabschiedet (vgl. EP 2017). Durch die Abschaffung der Volcker-Rule wird die Verabschiedung eines europäischen Trennbankengesetzes unwahrscheinlicher. Es besteht auch die Gefahr, dass sich der Handel von der EU in die dann möglicherweise weniger stark regulierte USA verschieben könnte. Die Risiken im Finanzsystem können dann aber nur schlecht von der EU aus überwacht werden.

RÜCKFÜHRUNG DES VERBRAUCHERSCHUTZES

Der Financial CHOICE Act schafft die Fiduciary Rule ab, die die Anbieter von Alterssicherungsprodukten darauf verpflichtet, im besten Interesse des Kunden zu arbeiten. Die Fiduciary Rule ist nicht Teil von Dodd-Frank, wurde aber gleichzeitig beschlossen. Zudem wird das Consumer Financial Protection Bureau umstrukturiert und es verliert seine Unabhängigkeit. Darüber hinaus darf es unter dem Financial Choice Act keine Verbraucherbeschwerden über Finanzprodukte oder deren Anbieter veröffentlichen (vgl. HCFS 2017).

Auch wenn die Rückführung des Verbraucherschutzes den Zugang der Haushalte zu Finanzproduk-

ten verbessern und verbilligen kann, so muss an dieser Stelle auch bedacht werden, dass in der Vorkrisenzeit der mangelhafte Verbraucherschutz in den USA eine Kreditvergabe an Haushalte ohne ausreichende Bonitätsprüfung beflügelte, was zu der Entstehung der US-amerikanischen Immobilienblase beigetragen hat. Das Platzen dieser Immobilienblase löste die größte globale Finanzkrise seit der großen Depression in den 1930er Jahren aus, der auch europäischen Banken zum Opfer fielen. Im Hinblick auf das anhaltende Niedrigzinsumfeld ist ein erneuter Kreditboom in den USA dann möglich.

DEM FINANCIAL CHOICE ACT FEHLT DIE SYSTEMSICHT

Der Financial CHOICE Act mag zwar aus der mikroprudenziellen Sicht in einigen Punkten schlüssig sein. Er vernachlässigt aber, wie auch die Finanzmarktregulierung in der Zeit vor der Großen Finanzkrise, die makroprudenzielle Sicht. Auch wenn der Dodd-Frank Act nicht in allen Punkten perfekt war, so stellt er aber einen Ordnungsrahmen dar, der makroprudenzielle Risiken eindämmen kann.

Dass die Finanzmarktregulierung von Zeit zu Zeit nachjustiert wird, ist normal. Einige Regulierungen sind nicht mehr zeitgemäß, weil sie an veralteten technischen Standards ansetzen oder mittlerweile zu locker oder zu streng definiert sind. Anstelle eines übereilten Alleingangs der Republikaner, hätten Demokraten und Republikaner besser ein »Bipartisan Bill« angestrebt, bei dem die Nachteile des Dodd-Frank Act hätten ausgebessert werden können, ohne seine Vorteile gegenüber dem Regulierungsrahmen der Vorkrisenzeit aufzugeben.

Die EU hat ihre Finanzmarktregulierung auch überarbeitet. Im Gegensatz zu den USA hat sie mit ihren öffentlichen Konsultationen, z.B. über den Aufbau einer europäischen Kapitalmarktunion oder zur Reform der Eigenkapitalregulierung (Capital Require-

ments Directive IV, Capital Requirements Regulation), der Öffentlichkeit die Möglichkeit gegeben, Stellung zu beziehen, Probleme zu adressieren und Reformvorschläge zu machen, die auch zur Realität der Finanzmärkte passen.

Die EU sollte auf die Deregulierungsschritte der US nicht mit einer Deregulierung reagieren. Eine Deregulierung in der Hoffnung, dadurch den Bankensektor wettbewerbsfähig zu halten, hat sich in der Vergangenheit nicht als vorteilhaft erwiesen und rächt sich spätestens bei der nächsten krisenhaften Entwicklung im Finanzsektor. Die Beibehaltung der hohen europäischen Standards ist notwendig, da die globale Finanzkrise die Relevanz eines makroprudenziellen Ordnungsrahmens für einen stabilen Bankensektors aufgezeigt hat. Zudem sind hohe Standards in der Bankenregulierung und Bankenaufsicht geboten, um die europäischen Banken gegen mögliche neue Risiken aus den USA zu stabilisieren.

LITERATUR

Bernanke, B. (2017), »Why Dodd-Frank's Orderly Liquidation Authority Should Be Preserved«, verfügbar unter: <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2017/02/28/why-dodd-franks-orderly-liquidation-authority-should-be-preserved/>, aufgerufen am 20. Juni 2017.

EP – Europäisches Parlament (2017), »Legislative Train Schedule«, verfügbar unter: <http://www.europarl.europa.eu/legislative-train/the-me-deeper-and-fairer-internal-market-with-a-strengthened-industrial-base-financial-services/file-banking-structural-reform>, aufgerufen am 23. Juni 2017.

HCFS – House Committee on Financial Services (2017), *The Financial CHOICE Act: Creating Hope and Opportunity for Investors, Consumers, and Entrepreneurs, A Republican Proposal to Reform the Financial Regulatory System*, verfügbar unter: https://financialservices.house.gov/Uploaded-Files/2017-04-24_Financial_CHOICE_Act_of_2017_Comprehensive_Summary_Final.pdf, aufgerufen am 23. Juni 2017.

Jordà, Ò., B. Richter, M. Schularick und A. Taylor (2017), »What Has Bank Capital Ever Done for US?«, *VoxEU*, 7. April, verfügbar unter: <http://voxeu.org/article/what-has-bank-capital-ever-done-us>, aufgerufen am 20. Juni 2017.

Pellerin, S. und J. Walter (2012), »Orderly Liquidation Authority as an Alternative to Bankruptcy«, *Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly* 98(1), 1–31.

Shleifer, A. und R. Vishny (2011), »Fire Sales in Finance and Macroeconomics«, *Journal of Economic Perspectives* 25(1), 29–48.

Iris Bethge*

Kein Wettbewerb um Deregulierung – Banking »Made in Europe« stärken

Die Finanzkrise begann im Sommer 2007 als Subprime-Krise am amerikanischen Immobilienmarkt. Durch die Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers im Herbst 2008 weitete sich die Krise zur globalen Weltwirtschaftskrise aus. Um der Krise Herr zu werden, verständigten sich die großen Industrie- und Schwellenländer als gemeinsame Reaktion auf eine expansive Geldpolitik, Konjunkturpakete sowie strengere Regeln für Banken und Finanzmärkte. Die vergangenen zehn Jahre wurden so zu einem Musterbeispiel zielgerichteter regulatorischer Zusammenarbeit. Ausgehend von den Beschlüssen der G-20-Staatschefs in Washington (November 2008), London (April 2009) und Pittsburgh (September 2009) hat vor allem der Baseler Ausschuss für Bankenaufsicht für eine stärkere Regulierung der Banken in wichtigen Bereichen gesorgt. Im Rahmen von Basel III wurden besonders die Eigenkapital- und Liquiditätsausstattung der Institute deutlich verbessert. Der regulatorische Standard ist damit inzwischen sehr hoch.

REGULATORISCHE ZUSAMMENARBEIT WIRD SCHWIERIGER

Doch inzwischen wird es immer schwieriger, sich im Baseler Ausschuss auf gemeinsame Regelungen zu verständigen. Dies zeigt sich vor allem bei den sogenannten Abschlussarbeiten zu Basel III, die unter dem Namen Basel IV diskutiert werden. Mit Basel IV sollen insbesondere die Methoden zur Berechnung der Eigenkapitalanforderungen der Banken für Kredit-, Markt- und operationelle Risiken überarbeitet werden.

Dabei prallen im Baseler Ausschuss inzwischen unterschiedliche »Aufsichtsphilosophien« aufeinander. Diskutiert wird vor allem, ob Banken im Bereich der Kredit- und Marktrisiken weiterhin bankinterne Modelle verwenden dürfen oder nicht. Die US-amerikanischen Vertreter im Baseler Ausschuss lehnen die Verwendung von bankinternen Modellen zur Risikomessung ab. Diese Modelle seien in der Finanzkrise nicht in der Lage gewesen, die Risiken der Banken angemessen abzubilden. Darüber hinaus wird bemängelt, dass die internen Berechnungen allzu unterschiedliche Ergebnisse generieren. Die meisten europäischen Mitglieder des Baseler Ausschusses, allen voran Deutschland und Frankreich, befürworten hingegen die Verwendung dieser besagten Modelle. Ihrer Meinung nach sind bankinterne Modelle im Vergleich zu einfachen Standardverfahren viel besser in der Lage, die Risiken der jeweiligen Banken zu erfassen. Zudem schaffe ihre

aufsichtliche Anerkennung Anreize, das interne Risikomanagement weiter zu verbessern. Gleichwohl erkennen die Befürworter die Notwendigkeit, die Streubreite der modellgestützten Risikomessungen zu verringern, indem bestehende regulatorische Vorgaben stärker gestrafft werden.

Je nachdem welche Sichtweise sich durchsetzt, hätte dies starke Auswirkungen auf die Eigenkapitalanforderungen der Banken in den einzelnen Ländern oder Wirtschaftsräumen. Dies ist vor allem auf unterschiedliche Finanzierungskulturen zurückzuführen. Auswirkungsstudien, die den aktuellen Verhandlungsstand zu Basel IV berücksichtigen, zeigen, dass vor allem Volkswirtschaften negativ betroffen wären, in denen sich die Unternehmen stark über Banken finanzieren – so etwa in Deutschland. Benachteiligt würde weiterhin die Finanzierung von Immobilien. Während in den USA Banken häufig die Risiken aus Wohnungsbaukrediten an staatlich geförderte Unternehmen (Fannie Mae, Freddy Mac) weitergeben, müssen Banken in Deutschland diese meist in der Bilanz berücksichtigen. Entsprechend wären deutsche Banken von dem vorgesehenen Anstieg der Kapitalanforderungen für Immobilienkredite wesentlich stärker betroffen. Deutschland droht damit als Verlierer aus den Reformen hervorzugehen: Eine Studie unseres Verbandes, die die Auswirkungen von Basel IV auf die 17 deutschen Top-Banken nachzeichnet, belegt, dass die Banken ihre risikogewichteten Aktiva um rund 30% steigern müssten.

NEUE US-REGIERUNG UND BREXIT KÖNNTEN ZU STÄRKERER DEREGULIERUNG FÜHREN

Zusätzlich belastet die Baseler Verhandlungen die Unsicherheit darüber, wie sich die USA künftig zu internationalen Regulierungsgremien positionieren. US-Präsident Trump hat bereits klar gestellt, dass er auch bei der Regulierung der Finanzmärkte amerikanische Interessen an erster Stelle sieht. Die Regulierung der Finanzmärkte habe dazu geführt, dass Banken weniger Kredite an Unternehmen und Privatkunden vergeben können. Aus diesem Grund hat Trump das US-Finanzministerium angewiesen, die Auswirkungen der bestehenden und geplanten Regelungen gründlich zu untersuchen. Auch internationale Regelungen werden im Zuge dessen auf den Prüfstand gestellt. Ziel der regulatorischen Neuordnung ist dabei ausdrücklich, die Wettbewerbsfähigkeit US-amerikanischer Unternehmen zu stärken.

In Juni 2017 schlug das US-Finanzministerium nun vor, von bereits vereinbarten internationalen Regelungen abzuweichen. Sowohl die Umsetzung der im Baseler Ausschuss bereits abgestimmten strukturellen Liquiditätsanforderungen (Net Stable Funding Ratio, NSFR) als auch die grundlegende Überarbeitung der Handelsbuchregelungen (Fundamental Review of the Trading Book, FRTB) sollen verschoben werden.

Ein weiterer Impuls für ein Auseinanderdriften der Regulierungen könnte vom Brexit, d.h. vom Austritt des



Iris Bethge

* Iris Bethge ist Hauptgeschäftsführerin des Bundesverbandes Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB.

Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union (EU), ausgehen. Um die drohende Abwanderung von Banken und anderen Finanzdienstleistern in die EU zu bremsen oder Geschäft nach London zu ziehen, besteht die Gefahr, dass der britische Gesetzgeber regulatorische Standards im eigenen Sinne senkt.

Diese Entwicklungen nähren insbesondere in der EU Befürchtungen vor einem Deregulierungswettbewerb. Wenn wichtige Finanzplätze der Welt beginnen, ihre regulatorischen Anforderungen zurückzuschrauben, droht eine regulatorische Abwärtsspirale (*race to the bottom*), die neuen Risiken im globalen Finanzsystem Tür und Tor öffnet.

WELTWEIT EINHEITLICHE STANDARDS WAHREN

Wir befürchten derzeit noch keinen unmittelbaren Deregulierungswettbewerb. Dennoch müssen wir die regulatorischen Entwicklungen in den USA und dem Vereinigten Königreich aufmerksam beobachten. Es bleibt insbesondere abzuwarten, welche Vorschläge des US-Finanzministeriums tatsächlich umgesetzt werden.

Für gleiche Geschäfte und hieraus entstehende Risiken müssen jedoch gemäß dem Grundsatz »*same business, same risk, same rules*« weltweit möglichst gleiche Anforderungen gelten. Voraussetzung hierfür ist, dass weiterhin globale Standards gesetzt und, dies ist wichtig zu betonen, auch tatsächlich angewendet werden. Die USA sollten sich darum zum Baseler Ausschuss bekennen und seine Empfehlungen umsetzen – so wie es vereinbart wurde. Es muss Überzeugungsarbeit dahingehend geleistet werden, dass Finanzstabilität ein globales Gut ist und nur auf globaler Ebene wirksam sichergestellt werden kann. Wir brauchen angemessene Regeln, um die Stabilität der globalen Finanzmärkte zu gewährleisten. Eine wirksame Finanzmarktregulierung ist Voraussetzung für robuste Banken. Nur gesunde Banken können Innovation und Wachstum finanzieren.

Befürwortern der Deregulierung muss deshalb klar sein, dass ein Zurückschrauben der Regulatorik allenfalls kurzfristige Effekte hätte. Mittel- bis langfristig birgt sie für alle Beteiligten erhebliche Risiken. Denn Krisen, die aus unzureichenden oder fehlenden Regelungen für wichtige Finanzplätze entstehen, lassen sich in einer global vernetzten Finanzwelt kaum regional begrenzen. Das hatte, wie eingangs erwähnt, die letzte weltweite Finanzmarktkrise gezeigt, die durch Fehlentwicklungen in den USA ausgelöst worden war.

EUROPA KANN SELBSTBEWUSST SEIN

Wie sollten die EU und Deutschland auf mögliche, einseitige Deregulierungsbestrebungen reagieren? Wir plädieren dafür, diese Phase der Unsicherheit über die künftige Entwicklung der internationalen Bankenaufsicht dazu zu nutzen, eine »Regulierungspause« einzulegen. Jede zusätzliche Regulierung, die für die euro-

päischen Finanzmärkte gilt, von anderen Finanzplätzen aber nicht eingehalten wird, schwächt unsere Wettbewerbssituation und damit letztlich die gesamte EU. Sowohl nationale als auch der europäische Gesetzgeber müssen deshalb neue Vorhaben noch genauer auf ihre Notwendigkeit prüfen. Bereits getroffene internationale Vereinbarungen dürfen bei der EU-Umsetzung nicht noch zusätzlich verschärft werden. Darüber hinaus gilt es, bestehende Regelungen auf den Prüfstand zu stellen. Zusätzliche Belastungen sind den europäischen Banken in dieser Gemengelage nicht mehr zuzumuten.

An einem Deregulierungswettbewerb sollte sich die EU aber auf keinen Fall beteiligen. Sollten Regulierungsstandards in anderen Ländern jedoch auf ein nicht mehr zu rechtfertigendes Niveau sinken, muss auch die bislang zwischen den wichtigen Finanzplätzen übliche gegenseitige Anerkennung der Aufsichtsregimes neu bewertet werden. Im Zweifelsfall müssten dann auch Banken aus den entsprechenden Ländern gezwungen werden, bei Tätigkeiten in der EU auch die EU-Regelungen anzuwenden und einzuhalten. Nur so wäre sichergestellt, dass sich die Wettbewerbsnachteile europäischer Banken nicht weiter vergrößern. Und wir benötigen dringend wettbewerbsfähige europäische Banken. Sie sind wichtig, um unsere Unternehmen vor Ort mit Finanzprodukten zu versorgen und die Realwirtschaft zu finanzieren. Gerade eine exportorientierte, mittelständische Wirtschaft wie die deutsche benötigt deshalb auch Produkte aus dem Investmentbanking wie Derivate zur Absicherung von Währungs- und Rohstoffpreisisiken, weitere Finanzierungsquellen wie Schuldscheindarlehen oder Anleihen als sinnvolle Ergänzung zum Bankkredit.

Letztlich muss die Regulierung immer dazu dienen, die Funktionsfähigkeit der Kreditwirtschaft zu sichern und darf diese nicht unbeabsichtigt und unnötig einschränken. Wie das Bankgeschäft darf die Regulierung nie Selbstzweck sein, sondern muss sich an klaren Zielen orientieren: stabile Kreditinstitute und Märkte. Aufseher, Gesetzgeber und Regulatoren in Europa dürfen sich deshalb nicht in Details verlieren oder sich gegenseitig überbieten – und müssen internationale Entwicklungen im Blick behalten.

Wir haben in Europa unsere eigenen Finanzierungstraditionen und eigene volkswirtschaftliche Strukturen. Unsere Kunden haben ihre besonderen Erwartungen und Anforderungen, wie sie Investitionen finanzieren oder Vermögen bilden. Und wir haben allen Grund, unser europäisches Verständnis von Bankgeschäft selbstbewusst zu formulieren und unsere eigene, von Langfristigkeit geprägte Banking-Kultur »Made in Europe« zu leben. Um diese zu erhalten, braucht es klare und verhältnismäßige Regeln – sowohl in Europa als auch weltweit.

Silvio Andrae* und Martin Hellmich** Die Suche nach dem richtigen Weg

Die europäischen Finanzmärkte haben eine achtjährige Phase der Entwicklung und Einführung neuer regulatorischer Vorschriften hinter sich. Und dieser Prozess ist noch lange nicht abgeschlossen. Mit den politischen Beschlüssen der G 20 in London und Pittsburgh wurde 2009 das Ziel formuliert, dass Finanzmärkte und deren Akteure einer global einheitlichen Regulierung unterliegen sollen. Nun muss konstatiert werden, dass die Umsetzung dieser globalen Regeln in den beiden größten Finanzzentren, den USA und der EU, schon unmittelbar nach der Finanzkrise sehr unterschiedlich erfolgte. So schaffte die US-Administration relativ schnell mit dem Dodd-Frank Act (DFA) eine gesetzliche Grundlage, die vor allem die 15 systemrelevanten »Core Banks« im Blick hatte. In der EU mussten mit der Bankenunion erst ein institutioneller Rahmen geschaffen werden. Zudem zielen die verschiedenen Gesetzesvorhaben immer auf den gesamten europäischen Finanzmarkt.

Mit den jüngsten Plänen der Trump-Administration zur Deregulierung des US-Finanzsektors und der Reform des DFA kann die Divergenz der regulatorischen Rahmenbedingungen auf beiden Seiten des Atlantiks noch weiter zunehmen. Eine Einschätzung möglicher Konsequenzen dieser Entwicklungen macht den Blick auf die Ursachen der Finanzkrise und den Status quo der Finanzmärkte erforderlich.

RISIKOTRANSFER, FINANZKRISE UND REGULIERUNG

Eine Vielzahl unterschiedlicher Faktoren wird für die Finanzkrise verantwortlich gemacht. So werden unter anderem die zu geringen Eigenkapital- und Liquiditätspolster der Banken, zu geringe Risikoprämien oder veränderte Geschäftsstrategien im Sinne des *Originate to Distribute* unter Nutzung von Kreditrisikotransferinstrumenten wie Verbriefungen und Credit Default Swaps häufig genannt.

Nicht ausreichend gewürdigt werden die strukturellen Unterschiede der Bankensysteme und Finanzmärkte auf beiden Seiten des Atlantiks. Sie haben vor der Krise zu einer für die Stabilität des globalen Finanzsystems sehr nachteiligen und schließlich krisenauslösenden Risikoallokation geführt. So hat beispielsweise die langjährige Rentabilitätsschwäche zahlreiche deutsche Banken über ihr Kreditersatzgeschäft vor der Krise zu semiprofessionellen Risikoinvestoren in strukturierte Kreditprodukte werden lassen. Dies führte unter anderem dazu, dass Subprime-Risiken ihren Weg

in deutsche Bankbilanzen fanden oder außerbilanziell von deutschen Banken in Zweckgesellschaften über regulatorisch bevorzugte Liquiditätsfazilitäten refinanziert wurden. Ohne diesen Risikotransfer über den Atlantik hätte auch die korrespondierende Blasenbildung im US-Markt nie diese Größenordnung erreichen können. Solche Fehlallokationen wurden in den bisherigen Maßnahmen zur Krisenbewältigung und -prävention noch zu wenig angegangen. Ganz im Gegenteil: Die Situation hat sich im Verlauf der Krise noch verschärft und wird durch die Pläne der US-Regierung potenziell für weiteren Sprengstoff sorgen.

In Deutschland wie auch in der übrigen EU existieren zahlreiche Bankinstitute, die kein hinreichend tragfähiges Geschäftsmodell haben und deren Profitabilität zu wünschen übrig lässt. Zu dem sehr hohen Wettbewerbsdruck (*Overbanking*) und den im Nullzinsumfeld geschrumpften Zinsmargen kommen die Digitalisierungserfordernisse der Geschäftsmodelle: Veränderte Informationsflüsse und Distributionskanäle erfordern ein Überdenken des klassischen Bankgeschäfts. Banken ohne ein tragfähiges Geschäftsmodell können jedoch nicht in ausreichendem Maße diejenigen Gewinne erwirtschaften, die sie zum Aufbau und zur Erhaltung einer ausreichenden Risikotragfähigkeit benötigen. Zudem haben die großen US-Banken insbesondere im Investmentbanking nach der Finanzkrise eine globale Dominanz gewonnen und die europäische Konkurrenz hinter sich zurückgelassen. Denn in den USA gibt es lediglich sechs Großbanken mit einem globalen Geschäftsmodell. Sie vereinen nahezu 50% der aggregierten Bilanzsumme des amerikanischen Bankensektors auf sich und agieren auf einem großen, homogenen sowie sehr weit entwickelten heimischen Kapitalmarkt. Dies ermöglicht ihnen Einnahmen, die im Vergleich zur europäischen Konkurrenz deutlich weniger von der Höhe der erzielbaren Zinsmargen abhängig sind. Dem gegenüber steht ein europäischer Bankensektor, der im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt immer noch eine deutlich höhere Bilanzsumme als die US-Konkurrenz hat. Dies gilt auch dann noch, wenn man die Unterschiede zwischen IFRS und US-GAAP berücksichtigt. Die großen Geschäftsbanken in der EU agieren auf einem stark fragmentierten heimischen Kapitalmarkt, in dem ferner eine deutlich höhere Anzahl an Banken untereinander konkurrieren und dabei im globalen, aber auch im europäischen Geschäft permanent Marktanteile an die Core Banks verlieren.

FOLGEN DER DEREGULIERUNG

Die von Präsident Trump beabsichtigte Deregulierung steckt im Financial Choice Act (FCA) und umfasst ein ganzes Bündel an Maßnahmen. Hervorzuheben ist, dass Institute mit einer Verschuldungsquote von mehr als 10% viele Kapital- und Liquiditätsregeln nicht beachten müssen (*Regulatory Off-ramp*). Geringere Verwaltungsaufwendungen, höhere und einfachere Kreditvergaben und mehr Eigenhandel wären die Folgen.



Silvio Andrae



Martin Hellmich

* Dr. Silvio Andrae ist beim Deutschen Sparkassen- und Giroverband beschäftigt.

Der Autor vertritt in diesem Beitrag seine persönliche Meinung.

** Prof. Dr. Martin Hellmich ist Inhaber der Karl Friedrich Hagenmüller Professur für Financial Risk Management an der Frankfurt School of Finance & Management.

Zudem könnten die Maßnahmen die Zinswende in den USA beschleunigen, während in Europa das gegenwärtige Niedrigzinsumfeld, mit ungünstigen Rückkopplungseffekten für Banken und institutionelle Investoren wie Versicherungen, noch länger erhalten bleibt. Damit würde die Übermacht der US-Banken noch weiter anwachsen, wenn die EU keine geeignete strategische Antwort findet.

Vor dem Hintergrund der strukturellen Ertragschwäche des deutschen Bankensektors, die vor der Finanzkrise zu einem erheblichen Aufbau von Risiken führte, ist eine Analyse der regulierungsbedingten Auswirkungen ohnehin notwendig. Sollten sämtliche direkten und indirekten Kosten die Ertragschwäche des deutschen Bankensektors nachhaltig verstärken und dies nicht durch eine entsprechende Konsolidierung aufgefangen werden, dann verkehren sich die beabsichtigten Regulierungsziele ins Gegenteil und verursachen destabilisierende Wirkungen. Sowohl die Umsetzung als auch die Einhaltung der regulatorischen Vorgaben stellen die Banken vor erhebliche finanzielle, strategische und operative Herausforderungen. Direkte Kosten entstehen durch die Umsetzung und laufende Einhaltung neuer Rechts- und Verwaltungsvorschriften. Auf der anderen Seite entstehen erhebliche indirekte bzw. Opportunitätskosten, die durch sinkende Erträge aus zuvor profitablen Geschäftsaktivitäten entstehen. Wird dadurch die Rentabilität des Bankgeschäfts dauerhaft beeinträchtigt, so besteht die Befürchtung, dass es für die Institute künftig schwieriger wird, sich neues und qualitativ hochwertiges Eigenkapital zu beschaffen. Die eigentlich erwünschte Wirkung der neuen Regularien – nämlich eine erhöhte Krisenfestigkeit des Geschäftsbankensektors – könnte dadurch langfristig sogar mehr untergraben als gefördert werden. Ein Fakt, der von Edward Kane als »Theorie der regulatorischen Dialektik« bezeichnet wurde.

International tätige Großbanken werden bei der Bewältigung der beschriebenen Herausforderungen sehr wahrscheinlich versuchen, geographisch ihre geschäftlichen Aktivitäten so zu verteilen, dass die damit einhergehenden regulatorischen Anforderungen minimiert werden. Dies lässt bei diesen Instituten ein steigendes Volumen grenzüberschreitender Transaktionen, aber auch wachsende Mittelflüsse zwischen Konzerngesellschaften in unterschiedlichen Jurisdiktionen erwarten. Daraus folgt aber, dass erhebliche geographische Differenzen in der Regelungsdichte ein signifikantes Systemrisiko darstellen. Dies führt zu dem für die Finanzkrise relevanten Faktor eines signifikanten Risikotransfers im globalen Finanzsystem.

Es ist nicht auszuschließen, dass durch politische Entwicklungen das Ziel einer globalen und alle Teile der Finanzmärkte einschließenden, einheitlichen Regulierung aufgegeben werden muss. Eine Deregulierung des US-Finanzsektors bei gleichzeitiger Verschärfung der Regulierung in der EU, z.B. durch die Umsetzung neuer Basler Vorschriften, wäre für Europa jedoch das schlechteste Szenario. Eine weiter sinkende Profitabili-

tät europäischer Banken, welche zusätzliche Marktanteile an die US-Konkurrenz verlieren, bei gleichzeitigem Anstieg der globalen Systemrisiken wäre die unvermeidbare Folge.

Ein reiner Deregulierungswettbewerb wäre aus mehreren Gründen nicht hinnehmbar und vermutlich auf europäischer Seite auch politisch nicht durchsetzbar. Neben den in einem solchen Szenario signifikant ansteigenden globalen Risiken läge dann immer noch die strukturelle Überlegenheit der US-Großbanken im Vergleich zu ihrer europäischen Konkurrenz vor. Somit wären auf europäischer Seite viele Banken auf der Suche nach profitablen Geschäftsmöglichkeiten und würden sich, bei fehlenden regulatorischen Hürden, möglicherweise wieder in riskanten Aktivitäten außerhalb ihrer Kernkompetenz engagieren. Damit wiederholen sich die Fehler, die vor der Finanzkrise begangen wurden.

Leider gibt es in einer Situation, in der die US-Regierung einseitig ihre Finanzmärkte dereguliert, keinen dritten europäischen Weg zwischen den Alternativen der Beibehaltung bzw. Verschärfung der regulatorischen Rahmenbedingungen oder einem fortschreitenden Deregulierungswettbewerb. Beide Wege implizieren nicht akzeptable Konsequenzen: Eine regional signifikant höhere Regelungsdichte führt zu Wettbewerbsnachteilen und regulatorische Arbitrage, während ein Deregulierungswettbewerb zu einem nicht kontrollierbaren Anstieg der globalen Systemrisiken ähnlich der Vorkrisensituation führt. Damit manövrieren die Aktivitäten der Trump-Administration die globale Gemeinschaft in eine hochgefährliche Situation, in der die Handlungsoptionen auf europäischer Seite sehr limitiert sind. Hinzu kommt, dass bedingt durch den Brexit, auch Großbritannien motiviert sein könnte, die Regelungsdichte zu verringern, um Banken von der Abwanderung nach Kontinentaleuropa abzuhalten.

DIE EUROPÄISCHE ANTWORT

Unabhängig davon, ob in dieser brisanten Ausgangssituation eine Lösung gefunden werden kann, sollten auf europäischer Seite die folgenden Grundsätze für die weitere Entwicklung der europäischen Finanzmärkte beachtet werden: Zum einen muss sich auf politischer Ebene die Einsicht durchsetzen, dass fragmentierte Banken- und Finanzmärkte in Europa die Risiken erhöhen und Europas Banken im globalen Wettbewerb schwächen. Kostensenkungen und Effizienzsteigerungen durch Konsolidierung sind in Europa aufgrund der Strukturen oft auf den nationalen Rahmen beschränkt. In der Vergangenheit hat der nationale Blick zu einer weiteren Aufblähung der Bankenindustrie geführt und sinnvolle Zusammenschlüsse von Großbanken verhindert. Eine überfällige Konsolidierung des europäischen Bankensektors führt zu einer Verringerung europäischer Banken. Europaweite Bankzusammenschlüsse sollten Institute schaffen, die mit chinesischen und US-amerikanischen Konkurrenten auf Augenhöhe sind.

Es muss sichergestellt sein, dass europäische Banken unter gegebenen und künftigen regulatorischen Rahmenbedingungen und trotz Wettbewerbsdruck der US-Konkurrenz eine hinreichende Stärke haben, um die für die Realwirtschaft notwendigen Dienstleistungen zu erbringen. Die Bankenunion sorgt in Europa für einen Rahmen, der eine künftige Konsolidierung auf europäischer Ebene erleichtern sollte. Insofern sollte dieses wichtige Projekt konsequent weiter entwickelt werden.

Die andere wesentliche Einsicht ist, dass allein durch Schaffung neuer regulatorische Rahmenbedingungen die Finanzmärkte nicht sicherer und effektiver werden. Dies kann man nur durch eine grundlegende Überarbeitung der Architektur der europäischen Finanzmärkte erreichen. In ihrem Grünbuch zur Schaffung einer Kapitalmarktunion stellt die EU-Kommission klar, dass die Unternehmensfinanzierung in Europa immer noch viel zu stark von den Banken und zu wenig von den Kapitalmärkten abhängt, was u.a. dazu führt, das Schwächen des Bankensektors sich ungefiltert auf die Refinanzierung der Realwirtschaft auswirken. Deshalb ist eine Diversifizierung der Finanzierungsquellen europäischer Unternehmen wünschenswert. Treten nämlich Banken vornehmlich als Endinvestoren in Kreditrisiken auf, dann führt dies zu großen und gehebelten Bankbilanzen und einer großen Konzentration von Risiken im Bankensektor.

Die Lösung des Problems stellt aber vielmehr das gegenteilige Szenario dar: Weniger Großbanken mit geringeren Bilanzsummen, dafür aber Diversifikation der Risiken auf viele Investoren mit Hilfe der Kapitalmärkte. Gleichzeitig wird in dem Grünbuch der

EU-Kommission festgestellt, dass Banken auch in normalen Phasen nicht für alle Unternehmen die richtigen Finanzierungspartner sind. Dies gilt u.a. für innovative und wissensbasierte Wachstumsbranchen, da immaterielle Vermögenswerte nicht als Sicherheiten für Banken zur Kreditvergabe verwendet werden können. Mit einem europaweit funktionierenden Markt für Private Equity und Gründungsfinanzierungen wird auch die Eigenkapitalbeschaffung für Unternehmen ohne direkten Zugang zu den Märkten erleichtert und innovatives Wachstum gefördert. Dies funktioniert umso besser, je größer und tiefer der Kapitalmarkt ist, weshalb sein Ausbau eine gesamteuropäische Aufgabe ist.

Gleichzeitig suchen institutionelle Investoren, wie z.B. Versicherungen, im Niedrigzinsumfeld nach geeigneten Anlagemöglichkeiten. Wenn Versicherungen über geeignete Kapitalmarktprodukte direkt in die bisher von Banken gehaltenen Risiken investieren, dann führt dies zur besseren Diversifikation in ihrer Kapitalanlage und zu einer Verringerung der Risikokonzentration im Bankensektor.

Die beste Antwort, die Europa auf die einseitigen Deregulierungsaktivitäten der US-Administration finden kann, ist somit die europaweite Konsolidierung der eigenen Bankenindustrie und die Schaffung eines integrierten Kapitalmarkts. Daher müssen die beiden wichtigen Projekte der Banken- und Kapitalmarktunion konsequent weiter vorangetrieben und finalisiert werden. Selbst wenn ein Deregulierungswettbewerb auf diesem Wege möglicherweise nicht vermieden werden kann, so lassen sich Ausmaß und Konsequenzen einer solchen gefährlichen Entwicklung dadurch abmildern.

Federico Foders*
**Dodd-Frank wird entschärft.
 Was soll Europa tun?
 Deregulieren oder wettbe-
 werbsfähiger werden?**



Federico Foders

Die globale Finanzkrise 2007–2008, die ihren Anfang in den USA nahm, setzte sowohl in den USA als auch weltweit eine neue Regulierungswelle in Gang. So verabschiedete der amerikanische Kongress 2010 das Dodd-Frank Act, und auf internationaler Ebene schnürte die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) 2011 das Regelpaket Basel III viel restriktiver als ursprünglich vorgesehen. Beide Initiativen haben den Spielraum für eine Destabilisierung der Finanzmärkte im Gefolge einer Finanzkrise stark eingeschränkt. Wie jede Regulierung der Finanzmärkte zielen sie darauf ab, die Risiken des Bankgeschäfts zu begrenzen und ihre Externalitäten zu internalisieren. Dass bestimmte risikoreiche Geschäftsbereiche und -modelle der Banken davon beeinträchtigt werden, ist kein Zufall, sondern Absicht. Wie bei jeder Regulierung nach einer Krise kann jedoch kaum verhindert werden, dass das Pendel etwas stärker ausschlägt als unbedingt notwendig. So überrascht es nicht, dass das amerikanische Repräsentantenhaus am 8. Juni 2017 ein neues Gesetz verabschiedet hat, das Financial Choice Act, das einige Regulierungen des Dodds-Frank Act rückgängig macht oder abschwächt (Orderly Liquidation Authority, Volcker Rule, Consumer Financial Protection Bureau usw.). Auch wenn die Wahrscheinlichkeit, dass das Gesetz im Senat angenommen wird, nicht sehr hoch ist, weil aufgrund der möglichen Filibusterei die Republikaner mindestens 60 Stimmen dafür benötigen, die sie nicht haben (sie bräuchten acht Stimmen der Opposition, um das Gesetz durchzubringen), kann nicht ausgeschlossen werden, dass das Gesetz im Rahmen eines »Kuhhandels« zwischen beiden Parteien (mit oder ohne Änderungen) doch noch beschlossen und von Präsident Trump unterschrieben wird.

Unabhängig davon, wie die Endfassung des amerikanischen Gesetzentwurfs ökonomisch zu bewerten sein wird, deutet sich bereits ein Regulierungsgefälle zwischen Europa und den USA an, das – sollte es Realität werden – für amerikanische Banken einen Wettbewerbsvorteil gegenüber ihren europäischen Konkurrenten darstellen könnte. Ob eine solche Entwicklung in Europa ebenfalls eine Deregulierungswelle auslösen könnte, ist derzeit noch nicht absehbar. Wichtig wäre für Europa, dass der holprige Weg in eine Bankenunion nicht von einem ungeordneten Deregulierungswettbewerb unterbrochen oder gar verzögert würde. Möglich wäre aber auch, dass sich das Vereinigte Königreich nach dem Brexit im März 2019 der amerikanischen

Deregulierungsinitiative anschließt und so zu einer weiteren Fragmentierung der europäischen Regulierungslandschaft beiträgt. Eine europäische Antwort auf den Deregulierungswettbewerb mit den USA müsste auch diesen Aspekt berücksichtigen, zumindest so lange wie die Londoner City ein ernstzunehmender Finanzplatz bleibt.

Regulierung und Deregulierung wechseln sich zyklisch ab. Dies ist der historisch zu beobachtende Verlauf in der Weltwirtschaft. Auf Banken Krisen folgen Anstrengungen, die Banken strenger zu regulieren, mehrere Jahre später werden Stimmen laut, die Regulierung zumindest in Teilbereichen rückgängig zu machen oder zumindest aufzulockern. Das grundlegende Problem asymmetrisch verteilter Information bleibt jedoch erhalten: Banken finanzieren die Vergabe von mittel- bis langfristigen Krediten am liebsten mit staatlich garantierten Einlagen und kurzfristigem Fremdkapital und neigen dazu, die zwar kostspielige, aber unabdingbare Risikovorsorge zu vernachlässigen. Die Unterlegung von risikobehafteten Aktiva mit ausreichendem Eigenkapital und eine limitierte Aufnahme langfristiger Schulden, Instrumente, die das Kreditvergeberisiko begrenzen helfen, bleiben bei vielen Banken auf ein Minimum reduziert, mit der Konsequenz, dass im Krisenfall weder eine mikro- noch eine makroprudenzielle Regulierung eine Liquidierung oder ein Heraushauen der in Not geratenen Banken vermeiden kann. Die Regel, insolvente Banken grundsätzlich zu liquidieren und ausschließlich vorübergehend illiquide gewordene Banken zu stützen, spielt selten eine Rolle. Vielmehr handelt es sich in vielen Fällen um rein politische Entscheidungen ohne jegliche ökonomische Vernunft, die das Kreditvergeberisiko der Banken letztlich auf den Steuerzahler abwälzen, anstatt das Management, die Eigentümer, die Gläubiger und die Aufsichtsbehörden zur Verantwortung zu ziehen.

Dieses Verhalten der Politik unterscheidet nicht zwischen privaten und staatlichen oder teilverstaatlichten Banken und auch nicht zwischen systemrelevanten und kleineren Finanzinstituten. So geschehen während der Finanzkrise in den USA 2007/2008, als die private Bank Lehman Brothers liquidiert und andere private wie staatliche Banken (u.a. etwa Fannie Mae und Freddie Mac) gerettet wurden. Zur gezielten Bankenrettung durch den Staat kam Schützenhilfe von der amerikanischen Zentralbank in Form von drastischen Zinssenkungen und der Akzeptanz von Sicherheiten zu ihrem Nominalwert dazu, die auf den Märkten allenfalls einen Restwert zu erwarten hatten. Im Euroraum folgten ähnliche Maßnahmen mit ähnlichen Auswirkungen, wobei sich das amerikanische Problem mit den Verbriefungen von Subprime-Hypotheken in Europa zu den eigenen Problemen gesellte und die Krise nicht nur Banken und Schattenbanken, sondern auch einzelne Staaten erfasste und in eine Staatsverschuldungskrise mit Risiken für die Währungsunion und die Zukunft der Europäischen Union insgesamt mündete.

* Prof. Dr. Federico Foders, ehem. Institut für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, ist Honorarprofessor an der Universität zu Köln, Präsident des Internationalen Wirtschaftssenats und Gastdozentur an der University of the Western Cape in Kapstadt.

Keine Dekade nach der Finanzkrise werden in Italien, wo eine Liquidierung von Banken historischen Seltenheitswert genießt, erneut Banken gerettet: Die 1472 gegründete Monte dei Paschi di Siena (MPS) soll notleidende Kredite in einem Maße angehäuft haben, dass der italienische Staat sich dazu genötigt sah, diese in eine Bad Bank zu verschieben. Wenngleich die MPS zu 70% verstaatlicht wurde, gelang es, die Eigentümer und Gläubiger in die Rettungsaktion einzubinden. Während aber in Spanien nach dem Geist und Buchstaben der EU-Bankenunion gehandelt und die Banco Popular von der Bank Santander für 1 Euro gekauft und mit 7 Mrd. Euro an frischem Kapital ausgestattet wurde, wurden in Italien die Banken Banca Popolare di Vicenza und die Veneto Banca nach italienischem (nicht europäischem) Insolvenzrecht aufgelöst und ihr Vermögen der Bank Intesa Sanpaolo übertragen; die faulen Aktiva beider Banken wurden wie bei der MPS in eine Bad Bank verschoben, eine Transaktion, die ohne eine (gezogene) hohe Staatsgarantie nicht hätte durchgeführt werden können.

In Deutschland werden derzeit Vorbereitungen für einen Verkauf einer staatlichen Bank (der HSH Nord Bank) getroffen. Die Bank hatte ähnlich wie andere Landesbanken Schiffskredite in erheblicher Höhe vergeben (unabhängige Schätzungen beziffern das Volumen auf mindestens 17 Mrd. Euro). Ein Verkauf der Bank bis Februar 2018 – wie von der Europäischen Kommission erwartet – ist allenfalls denkbar zusammen mit einer Lösung für die schlechten Aktiva, für die (Steuer-)Mittel der Eigentümerländer Hamburg und Schleswig-Holstein (und Mittel der Minderheitseigentümer wie die Sparkassen Schleswig-Holsteins) in Anspruch genommen werden müssten. Eine für die beteiligten Bundesländer noch teurere Alternative wäre eine Abwicklung der Bank, die nicht zuletzt aufgrund des Haftungsverbands zwischen Landesbanken und Sparkassen und der Platzierung von Anleihen der HSH Nordbank bei Privatkunden der Sparkassen sogar das gesamte Sparkassensystem in Mitleidenschaft ziehen könnte.

Wie diese Beispiele am aktuellen Rand des Geschehens im Bankensektor zeigen, hat zumindest in Europa eine strengere Regulierung nach der Finanzkrise immer noch ausreichend Spielraum bzw. Anreize für eine Inanspruchnahme des Steuerzahlers bei der Abwicklung oder Rettung notleidender Banken hinterlassen. Damit stellt sich die Frage, ob von einer Überregulierung überhaupt die Rede sein kann und welche Maßnahmen auf nationaler und europäischer Ebene geeignet sein könnten, um die Finanzmärkte in diesem Raum resilienter zu gestalten.

Um welche Risiken geht es? Während Politiker häufig die Regulierung im Sinne von »too big to fail« hauptsächlich auf die sogenannten systemisch wichtigen Banken beschränken wollen, geht es nach der Finanzkrise vielmehr um das Problem des »too many to fail«, das einen etwas anderen Blick auf den Bankensektor nahelegt. Die Akteure auf den Finanzmärkten sind stärker untereinander (und mit Akteuren

anderer Branchen) verflochten, als dies in den übrigen Branchen üblich ist. Das heißt: Eine Regulierung, die ausschließlich einzelne Unternehmen in den Blick nimmt und die andere Unternehmen der Branche ausblendet, läuft stets Gefahr, Probleme zu übersehen, die dem Finanzmarkt und der gesamten Volkswirtschaft aufgrund der engen Verflechtung der Banken im Falle einer Insolvenz drohen. In einem hochverflochtenen Finanzmarkt ist eine mikroprudenzielle Regulierung, die vor der Finanzkrise in dem meisten Ländern die unangefochtene Regel war und die sich auf die isolierte Betrachtung einzelner Unternehmen konzentriert, nicht ausreichend, um für Stabilität auf dem Finanzmarkt Sorge zu tragen. Sie muss durch eine makroprudenzielle Regulierung ergänzt werden, die sich auf das Finanzsystem als Ganzes bezieht und die insbesondere die Interdependenzen zwischen den Akteuren auf den Finanzmärkten vollständig erfasst und zum eigentlichen Gegenstand der Regulierung macht. Sie sieht in allen Regulierungsfeldern die Einhaltung hoher Standards durch alle Finanzmarktakteure vor, also nicht nur durch die systemrelevanten. Zu den Maßnahmen dieser Politik zählen u.a. höhere Eigenmittel, niedrige Verschuldungsgrenzen sowie eine höhere Qualität des Eigenkapitals und der Verschuldungsinstrumente. Darüber hinaus könnten etwa eine Kapitalversicherung, eine im Konjunkturverlauf differenzierte Kapitalquote, Mindestlaufzeiten für Verschuldungstitel und eine Einbeziehung der Schattenbanken dazukommen.

Ein zentraler Aspekt der makroprudenziellen Regulierung ist das von den Banken gehaltene Eigenkapital. Von der Höhe der Eigenmittel geht die Erwartung aus, dass das Institut besser vor einer Insolvenz geschützt werden kann, wenn es risikoreiche Aktiva mit ausreichend Eigenmitteln unterlegt und die Eigenmittel zum Auffangen von möglichen Verlusten einsetzt. Mit dieser Form von Risiko- und Insolvenzschutz bleiben die Interessen der Aktionäre, der Gläubiger und der Großanleger ebenso wie die der Steuerzahler automatisch gewahrt; die Mitglieder des Managements werden hierdurch diszipliniert. Durch das von der BIZ aufgelegte Basel III-Paket, das erst 2019 in Kraft tritt, wurden die Anforderungen an die Gesamtkapitalquote deutlich erhöht (von 8% auf 15,5%) und der erlaubte Verschuldungsgrad bei 3% gedeckelt. In der Schweiz ist man etwas weiter gegangen und hat eine Kapitalquote von 19% für Finanzinstitute festgelegt. In der wirtschaftswissenschaftlichen Forschung gehen die Meinungen über die Höhe der optimalen Kapitalquote jedoch auseinander: Während einige Forscher Quoten zwischen 15 und 23% empfehlen, errechnet die BIZ Quoten zwischen 16 und 18% für systemrelevante Finanzinstitute; andere Forscher kommen auf Werte zwischen 8 und 20%. Weit höhere Kapitalquoten werden gelegentlich auch gefordert. Den meisten Vorschlägen gemeinsam ist die Erkenntnis, dass Eigenkapitalquoten unter 15% kaum ausreichend seien, um stabile Institute und Märkte zu gewährleisten.

Würden die Banken über die Höhe der mindestens vorzuhaltenden Eigenmittel mitentscheiden dürfen, würden sie mit Sicherheit auf die Kosten einer Kapitalerhöhung hinweisen, ein Thema über das in der wirtschaftswissenschaftlichen Literatur kontrovers diskutiert wird. Wichtiger erscheint in diesem Zusammenhang zu sein, ob das Augenmerk auf die Quote oder auf die absolute Höhe des Eigenkapitals gelegt werden sollte. Wird ausschließlich eine Erhöhung der Kapitalquote gefordert, so könnte das Management in die Versuchung geraten, den Nenner der Quote, also die risikogewichteten Aktiva, zu verringern, anstatt das Kapital im Zähler der Quote zu erhöhen. Dies wäre gleichbedeutend mit einer Einschränkung des Kredit- und Wertpapiergeschäfts. Kommt es vor, dass mehrere Akteure eines Finanzsystems gleichzeitig unter den Folgen einer Krise leiden, wie in den Jahren 2007 und 2008, so kann ein solches Verhalten der Banker zu einer Kreditknappheit führen, die erhebliche Konsequenzen für das Wirtschaftswachstum haben könnte. In der empirischen Literatur werden absolute Erhöhungen des Eigenkapitals hingegen nicht mit Einschränkungen der Kreditvergabe in Verbindung gebracht. Eine reichliche Ausstattung mit Eigenmitteln hat auch weitere Vorteile: Sie erleichtert die Beschaffung von Eigen- und Fremdkapital und stärkt das Unternehmen in guten wie in schlechten Zeiten. Und: Bei einer angemessenen Kapitalausstattung aller Finanzinstitute, unabhängig von ihrer Größe, wäre die überfällige Gewichtung von Staatsanleihen mit einem positiven Risiko kaum problematisch.

Auf europäischer Ebene wird derzeit die verbindliche Einführung von Elementen einer Bankenunion diskutiert, sei es als Lösung der kurzfristig anstehenden Probleme oder als Instrument, um der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion eine Zukunftsperspektive zu verleihen. In einer höchst fragmentierten Regulierungslandschaft sind Entwicklungen, wie sie am Beispiel Deutschlands, Italiens und Spaniens oben skizziert worden sind, möglich, weil es sich die Politik unter den gegenwärtig herrschenden Rahmenbedingungen erlauben kann, bei einer drohenden Bankinsolvenz zwischen einer nationalen und einer europäischen Lösung à la Carte zu wählen. Da kaum mit einer freiwilligen Einsicht einzelner Regierungen zu rechnen sein wird, dass gerade diese Wahlfreiheit die Stabilität der Finanzmärkte aufs Spiel setzt, müsste eine einheitliche Regelung wie die geplante Bankenunion den

nationalen Spielraum sowohl in den Mitgliedsländern der Eurozone als auch in der gesamten Europäischen Union auf ein Minimum reduzieren. Obgleich die Harmonisierung des Regelwerks für Banken und Schattenbanken bereits von mehreren EU-Staaten gefordert wird, wird häufig eine Abschaffung der in Europa singulären Heterogenität der Finanzinstitute befürchtet. Wirklich befürchtet wird aber nicht so sehr die Abschaffung der institutionellen Vielfalt, sondern vielmehr die Vereinheitlichung des Abwicklungsmechanismus für Banken und die des Aufsichtsmechanismus, weil daraus eine Einschränkung der Finanzierungsmöglichkeiten für verschiedene Ebenen des Staates abgeleitet wird. Auch ein einheitliches Einlagensicherungssystem weckt den Verdacht, dass eine Haftungsgemeinschaft für Staaten mit schwachen Finanzinstituten etabliert werden soll. Diese wie viele weitere Befürchtungen, die sich oft mit einem Pessimismus im Hinblick auf Europa vermischen, übersehen, dass die Einführung einer Bankenunion die Vermeidung von Risiken zum Ziel hat und dass Risiken, die nicht vermieden werden können, auf europäischer Ebene zumindest abgeschwächt und begrenzt werden können.

Hinzu kommt, dass eine Bankenunion ähnlich wie eine Währungsunion nur dann gut funktionieren kann, wenn die Mitgliedstaaten ihre wirtschaftspolitischen Hausaufgaben machen und bereits auf nationaler Ebene an einer Vermeidung und Begrenzung von Risiken arbeiten. Denn: Eine Bankenunion löst die alten Probleme nicht. Sie ermöglicht es vielmehr, die Währungsunion zu vervollständigen und dem Europäischen Wirtschafts- und Währungsraum eine neue Perspektive in einer zunehmend fragmentierten Weltwirtschaft zu geben. Stellt sie sich den Herausforderungen einer grenzüberschreitenden makroprudenziellen Regulierung mit hohen Kapitalquoten und verschont sie konsequent den Steuerzahler, wäre eine Bankenunion die beste Antwort auf die Risiken, die im Gefolge der Deregulierung in den USA auf die globalen Finanzmärkte zukommen dürften. Eine so verstandene Bankenunion würde die im bestehenden europäischen Bankensystem vorhandenen Risiken beherrschbar machen, und zwar ohne Fehlanreize zu setzen, und so die internationale Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Banken stärken, auch gegenüber einem möglicherweise deregulierten Finanzplatz in London.

Jan Ceyskens*

Bankenmarkt: Droht ein neuer Deregulierungswettbewerb mit Risiken für die europäischen Banken?

Ein starker und solider Finanzsektor ist und bleibt eine der Grundvoraussetzungen für nachhaltiges Wachstum. Diese Einsicht hat sich mit der Finanzkrise 2007 und 2008 global deutlich in Erinnerung gerufen. In den letzten Jahren seit der Finanzkrise hat es Europa vermocht, die regulatorischen und aufseherischen Rahmenbedingungen für den Finanzsektor deutlich zu stärken. Damit wurde eine solide Grundlage für einen europäischen Finanzsektor geschaffen, der als Finanzierungspartner die europäische Wirtschaft dauerhaft unterstützen und fördern kann.

Mit der Kapitaladäquanzverordnung (CRDIV/CRR) ist etwa der Grundstock für eine deutlich bessere Kapitalausstattung europäischer Banken sowie für eine bessere Vorbereitung auf Liquiditätskrisen gelegt worden. Im Versicherungsbereich ist mit Solvency II ein ähnlich fortschrittliches risikoorientiertes Kapitalanforderungssystem eingeführt worden. Die Europäische Marktinfrastrukturverordnung EMIR hat den Derivatehandel auf transparentere und effizienter organisierte Beine gestellt. Zum Jahresanfang 2018 tritt mit MiFID2/MiFIR ein neuer umfassender Rechtsrahmen für die europäischen Kapitalmärkte in Kraft. Schließlich ist auch der Schattenbankenbereich mit verschiedenen Gesetzesvorhaben europaweit einer Regulierung unterworfen worden. Zwar bestehen im europäischen Finanzsektor weiterhin Vulnerabilitäten in einzelnen Instituten und einzelnen Mitgliedstaaten, wie etwa der hohe Überhang von sogenannten *non-performing loans*. Auch hier zeigen sich aber Fortschritte und nach teilweise anfänglichem Zögern eine klare Bereitschaft der betroffenen Institute und Mitgliedstaaten, die Probleme anzugehen, unterstützt von einem breiten Konsens der Mitgliedstaaten, wie er etwa in dem kürzlich verabschiedeten »EU-Aktionsplan für den Abbau notleidender Kredite in Europa« des ECOFIN-Ministerrats vom 11. Juli zum Ausdruck kommt.

Die neuen Regeln beruhen zu einem großen Teil auf international innerhalb der G 20, dem Financial Stability Board und sektorellen Organisationen ausgearbeiteten Standards; insgesamt hat sich hier trotz Fehlens rechtsverbindlicher internationaler Standards ein außergewöhnlich hoher Grad an internationaler Koordinierung herausgebildet.

Dabei haben es die EU-Mitgliedstaaten durch einheitliche europäische Regeln geschafft, innerhalb der EU den Spielraum für jegliche Art von Deregulierungs-

* Jan Ceyskens ist Mitglied im Kabinett von Kommissions-Vizepräsident Valdis Dombrovskis, zuständig für den Euro und den sozialen Dialog sowie für Finanzstabilität, Finanzdienstleistungen und die Kapitalmarktunion.

wettbewerb noch weiter zu verringern. In allen wesentlichen Bereichen von der Bank- zur Kapitalmarktregulierung wurden die neuen, strikteren Regeln durch einheitliche, in vielen Bereichen über Verordnungen unmittelbar im Markt anwendbare europäischen Vorgaben umgesetzt. Schließlich sind konkrete Instrumente zur Konvergenz auch der aufsichtlichen Praxis geschaffen worden, zunächst über die Gründung der Europäischen Aufsichtsbehörden (Europäische Bankaufsichtsbehörde EBA; Europäische Behörde für Versicherungs- und Betriebsrentenaufsicht EIOPA und Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA). Im Bankenbereich wurden diese später durch einen einheitliche Bankaufsichts- und Bankabwicklungsmechanismen ergänzt, die direkt Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht und dem Krisenmanagement einzelner Banken wahrnehmen.

Wo die Reformagenda noch in einzelnen Bereichen vollendet werden muss, ist Europa dieser Vollendung voll verpflichtet. So hat die EU-Kommission schon im November letzten Jahres Gesetzgebungsvorschläge zur Umsetzung internationaler Standards – z.B. zum Aufbau von Verlustabsorptionspuffern durch systemisch relevante Banken – vorgelegt.

Nach einer so umfassenden Reformagenda, wie wir sie in den vergangenen Jahren durchlaufen haben, ist es durchaus sinnvoll, die konkrete Anwendung aller Bestandteile des neuen Rahmenwerks einer umfassenden Überprüfung zu unterziehen und, wo erforderlich, Nachbesserungen vorzunehmen. Mit dem *Call for Evidence*¹ hat die EU-Kommission dies schon früh vorgenommen und die Betroffenen um detaillierte Abschätzungen gebeten. Dabei konnten eine Reihe wertvoller Hinweise erzielt werden, wie die neuen Rahmenwerke verhältnismäßiger und mit weniger Verwaltungsaufwand angewandt werden können, ohne dadurch ihre Effektivität zu beeinträchtigen. Aus dieser umfassenden Konsultation ist etwa ein kürzlich verabschiedeter Kommissionsvorschlag zum EMIR-Rahmenwerk hervorgegangen, der Berichtspflichten gerade für Unternehmen der Realwirtschaft und für kleine Finanzinstitute verringert, ohne das Schutz- und Transparenzniveau im Derivatehandel zu senken. Im Bankenbereich hat die Kommission ebenfalls verhältnismäßigere Berichts- und Governancepflichten vorgeschlagen. Und die Kommission beobachtet genau, welche Auswirkungen das neue Regelwerk auf die Liquidität in einzelnen Kapitalmarktsegmenten hat. Wo Standards etwa der Bankenregulierung auf dieser Grundlage konkrete erhebliche Beeinträchtigungen der europäischen Finanzmärkte befürchten lassen, hat die Kommission entsprechende begrenzte Anpassungen vorgenommen.

Diese Herangehensweise eines konkreten Anwendungsmonitoring, ohne die vereinbarten Regeln grundsätzlich in Frage zu stellen, hat sich jetzt auch die G 20 und das Financial Stability Board zu eigen gemacht, wie

¹ Mitteilung der Kommission KOM(2016) 855 endgültig vom 23. November 2016.



Jan Ceyskens

die kürzlich in Hamburg vereinbarten Schlussfolgerungen zeigen.²

Das ist eine gute Voraussetzung dafür, dass sich auch andere globale Finanzzentren einem ähnlichen Ansatz verschreiben und auch mit größerem zeitlichem Abstand zur Finanzkrise den Versuchungen einer Deregulierungspolitik widerstehen.

Dabei sind natürlich die Entwicklungen in den Vereinigten Staaten und in Zukunft auch in einem aus der EU ausscheidenden Großbritannien von besonderer Bedeutung. Insbesondere aus den Vereinigten Staaten sind in den ersten Monaten der Trump-Administration unterschiedliche Töne zu vernehmen gewesen. Der erste Bericht des US Treasury zum Review des Dodd-Frank Acts³ bleibt zwar noch unscharf, er lässt allerdings durchaus in vielen Bereichen einen dem EU *Call for Evidence* nicht unähnlichen Ansatz erkennen. Grundsätzlich in Frage gestellt werden die internationalen Standards im Finanzmarktbereich durch den Bericht jedenfalls nicht. Wichtig bleibt aber, dass auch die USA einer Umsetzung von vereinbarten Standards verpflichtet bleiben. Ein *cherry picking*, wonach man etwa nur die Teile des Basel-Accords umsetzt, die der heimischen Bankenbranche keine großen Opfer abverlangen, wäre sicherlich nicht akzeptabel. Auf der anderen Seite erscheint es sinnvoll und richtig, in den Bereichen, wo eine Vollendung der Reformagenda noch

aussteht – etwa bei der Vollendung von Basel III –, die kumulativen Auswirkungen zusätzlich zu den schon vereinbarten Reformen sehr genau zu beobachten und insgesamt dafür zu sorgen dass neue Standards in keiner Region der Welt zu weiteren substantiellen Erhöhungen der Kapitalanforderungen führen.

Im europäischen Rahmen gilt es sicherzustellen, dass die durch den beabsichtigten Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU hervorgerufenen Strukturveränderungen des Finanzsektors von den verbleibenden 27 Mitgliedstaaten nicht als Auftakt zu einer neuen Welle des Wettbewerbs unter Aufsehern um die attraktivsten Standortbedingungen missverstanden werden. In diesem Sinne ist die Arbeit der Europäischen Finanzaufsichtsbehörden EBA, EIOPA und ESMA von höchster Bedeutung. Auch in Bereichen, wo die Finanzmarktaufsicht weiterhin national ausgeübt wird, müssen die europäischen Behörden die Möglichkeit haben, gemeinsame Aufsichtsstandards nicht nur zu erarbeiten, sondern auch im Sinne einer Aufsichtskonvergenz europaweit durchzusetzen.

Wenn in diesen Bereichen international und auf europäischer Ebene klare Fortschritte gemacht werden, dürften die Gefahren eines neuen Deregulierungswettbewerbs im Finanzsektor kontrollierbar sein. Dafür spricht nicht zuletzt, dass auch viele Stimmen aus dem Finanzsektor selber durchaus die Vorteile eines auf klaren internationalen Standards beruhenden, global koordinierten Regulierungssystems sehen. Denn ohne ein solches System dürften international integrierte, effiziente Finanzmärkte auf Dauer kaum überlebensfähig sein.

² G20 Leaders Declaration – Hamburg Action Plan, 8. Juli 2017, S. 10.

³ A Financial System That Creates Economic Opportunities – US Treasury Report of 12 June 2017 to President Trump – Executive Order 13772 on Core Principles for Regulating the United States Financial System.

Christian Grimme

Messung der Unternehmensunsicherheit in Deutschland – das ifo Streuungsmaß

Dieser Beitrag stellt Maße vor, die die Unsicherheit der deutschen Unternehmen in der gesamten Gewerblichen Wirtschaft und innerhalb verschiedener Wirtschaftsbereiche abbilden. Die Maße werden aus den Antworten der Unternehmen im Rahmen der ifo Konjunkturumfragen berechnet und ab August 2017 monatlich zusammen mit den Ergebnissen der ifo Konjunkturumfragen veröffentlicht. Dies dient dazu, das Spektrum der regelmäßig verfügbaren Unsicherheitsmaße in Deutschland zu vergrößern. Es zeigt sich, dass Unternehmensunsicherheit bis zu 10% der Schwankungen des deutschen Bruttoinlandsprodukts erklären kann.

Während der Weltfinanzkrise der Jahre 2008 und 2009 sowie der Eurokrise war in vielen Ländern ein starker Anstieg der Unsicherheit zu beobachten. In der Folge wurde dies vielfach sowohl von der Presse als auch von politischen Entscheidungsträgern als ein wichtiger Grund für den Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Aktivität genannt.¹ Inzwischen zeigen auch zahlreiche wissenschaftliche Studien, dass Unsicherheit einen negativen Einfluss haben kann.² So fällt es Entscheidungsträgern in unsicheren Zeiten schwerer, die Zukunft präzise vorherzusagen. Dadurch werden Unternehmen und Haushalte zurückhaltender mit ihrer Entscheidungsfreudigkeit. In der Folge schieben Unternehmen Entscheidungen bezüglich Investitionen oder Neuanstellungen auf, während Haushalte Konsumententscheidungen, insbesondere über langlebige Güter, in die Zukunft verlegen.

Das grundlegende Problem bei der Messung von Unsicherheit ist, dass sie nicht direkt beobachtbar ist, sondern aus anderen beobachtbaren Größen abgeleitet werden muss. In der Literatur wird eine Vielzahl von Maßen vorgeschlagen, die Unsicherheit von Unternehmen, Haushalten, Finanzmarktakteuren, Prognostikern über Politikmaßnahmen und in der Gesamtwirtschaft abbilden.³ Neben der Aktien-

marktvolatilität und der wirtschaftspolitischen Unsicherheit wird in der (Prognose-)Praxis in Deutschland auch ein Maß für Unternehmensunsicherheit verwendet (vgl. Wollmershäuser et al. 2016). Letzteres wird aus Umfragedaten generiert und berücksichtigt somit die Erwartungen von echten Entscheidungsträgern. Bisher bezog sich dieses ausschließlich auf die Firmen des Verarbeitenden Gewerbes. Das ifo Institut wird in Zukunft dieses Maß, aber auch weitere Maße, die sich auf andere Wirtschaftsbereiche konzentrieren, sowie zwei Maße für die Gewerbliche Wirtschaft und die Gesamtwirtschaft (Gewerbliche Wirtschaft plus Dienstleistungen) jeden Monat mit den Ergebnissen der ifo Konjunkturumfragen veröffentlichen. Damit soll eine Lücke in der deutschen Indikatorenlandschaft geschlossen werden.

KONSTRUKTION DER INDIKATOREN

Um Unternehmensunsicherheit zu messen, wird auf die Mikrodaten der monatlichen ifo Konjunkturumfragen zurückgegriffen. Es werden Maße jeweils einzeln für das Verarbeitende Gewerbe, das Bauhauptgewerbe, den Einzel- und Großhandel sowie die Dienstleistungen generiert. Je nach Sektor stehen die Mikrodaten monatlich ab 1980 (Verarbeitendes Gewerbe), 1990 (Einzel- und Großhandel), 1991 (Bauhauptgewerbe) bzw. 2005 (Dienstleistungen) zur Verfügung. Dabei wird auf folgende Frage, die in sehr ähnlicher Form in allen fünf Sektoren gestellt wird, Bezug genommen:⁴

»Erwartungen für die nächsten sechs Monate: Unsere Geschäftsentwicklung wird unter Ausschaltung

det sich in Bloom (2014), Meinen und Röhe (2017) und Grimme und Stöckli (2017). Verschiedene Maße der Inflationsunsicherheit werden in Grimme, Henzel und Wieland (2013) diskutiert.

⁴ Exemplarisch wird hier die Frage und die Antwortmöglichkeiten aus der Handelsumfrage präsentiert. In den anderen vier Sektoren weicht die Fragestellung nur leicht ab.

¹ Siehe z.B. die Kommentare des damaligen Chefvolkswirts des Internationalen Währungsfonds Olivier Blanchard und des Präsidenten der Europäischen Zentralbank Mario Draghi (vgl. Blanchard 2009; Draghi 2014).

² Vgl. Baker, Bloom und Davis (2016); Born, Breuer und Elstner (2014); Bloom (2009); Bloom et al. (2012); Henzel und Rengel (im Erscheinen) sowie Jurado, Ludvigson und Ng (2015). Inzwischen gibt es auch eine Reihe von Studien, die die Effekte von Unsicherheit für Deutschland schätzen, z.B. die Auswirkungen auf Produktion und Investitionen (vgl. von Kalckreuth 2003; Popescu und Smets 2010; Bachmann, Elstner und Sims 2013; Grimme, Henzel und Bonakdar 2015; Buchholz, Tonzer und Berner 2016; Klepsch 2016; Grimme und Henzel 2017; Rieth, Michelsen und Piffer 2016), auf Zinsen (vgl. Grimme 2017), auf Preise und die Effektivität von Geldpolitik (vgl. Bachmann et al. 2013a) und auf die Effektivität von Fiskalpolitik (vgl. Berg 2015; 2016).

³ Ein Überblick über unterschiedliche Maßen von Unsicherheit fin-

rein saisonaler Schwankungen günstiger, etwa gleich bleiben, ungünstiger.«

Es gibt also drei Antwortmöglichkeiten zu dieser Frage. Das Unsicherheitsmaß generiert sich aus der Dispersion, also als Streuung dieser Erwartungen (vgl. Bachmann, Elstner und Sims 2013):

$$FDISP_t^i = \sqrt{\text{Anteil}_t^+ + \text{Anteil}_t^- - (\text{Anteil}_t^+ - \text{Anteil}_t^-)^2} * 100.$$

Anteil_t^+ steht für den Anteil der Firmen, die zum Zeitpunkt t angeben, dass sie eine Verbesserung der Geschäftslage erwarten, Anteil_t^- ist der Anteil der Firmen, die von einer Verschlechterung ausgehen. $FDISP_t^i$ ist die Streuung der Erwartungen im Sektor i zum Zeitpunkt t ($FDISP$ steht für *forecast dispersion*).^{5,6}

Darüber hinaus werden zwei Gesamtmaße berechnet: eines, bestehend aus allen fünf Sektoren (Gesamtwirtschaft), und eines, bestehend aus den vier Sektoren Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe und Einzel- und Großhandel (Gewerbliche Wirtschaft). Dazu werden die unbereinigten sektoralen Dispersionsreihen mit dem jeweiligen sektoralen Gewicht an der gesamten Wertschöpfung multipliziert.^{7,8}

$FDISP_t^i$ erreicht ein Minimum von 0, wenn alle Firmen die gleichen Erwartungen haben. Der maximale Wert des Maßes ist 100, dieser Wert wird erreicht, wenn die eine Hälfte der Firmen positive Erwartungen, die andere Hälfte negative Erwartungen haben. Tabelle 1 verdeutlicht, wie sich bei gegebenem Saldo die Streuung und damit die gemessene Unsicherheit verändern kann. Der Saldo entspricht dem Anteil der Firmen, die eine Verbesserung der Geschäftslage erwarten, abzüglich des Anteils der Firmen, die eine Verschlechterung erwarten. Im ersten Beispiel gehen 80% der Firmen davon aus, dass sich die Geschäftslage nicht verändert, nur 20% erwarten eine Verbesserung, das Dispersionsmaß zeigt einen Wert von 40 an. Im zweiten Beispiel erhöht sich der Anteil an positiven Erwartungen auf 40%, gleichzeitig steigt der Anteil an negativen Erwartungen auf 20%; das Dispersionsmaß beläuft sich jetzt auf 75. Im dritten Beispiel nimmt $FDISP$ einen Wert von 98 an, dieser entsteht dadurch, dass 60% der Firmen positive Erwartungen haben und 40% negative.

⁵ Bachmann, Elstner und Sims (2013) schlagen vor, die Streuung der Erwartungen über die eigene Produktion zu verwenden, statt den Geschäftserwartungen. Die Frage nach den Produktionserwartungen kann nicht in allen Wirtschaftsbereichen abgefragt werden. Für das Verarbeitende Gewerbe ist die Streuung der Produktionserwartungen und der Geschäftserwartungen zwischen März 1991 und Juni 2017 mit einem Koeffizienten von 0,53 korreliert.

⁶ Diese Reihe wird anschließend mit dem Saisonbereinigungsverfahren CENSUS X-13-ARIMA saisonbereinigt. Die ausgewiesenen Reihen werden aus dem gleitenden Durchschnitt über die letzten drei Monate gebildet.

⁷ Hierfür wird auf die Fachserie 18, Reihe 1.4 des Statistischen Bundesamts zurückgegriffen. Die Gewichte für die Gewerbliche Wirtschaft betragen: 61,1% (Verarbeitendes Gewerbe), 12,1% (Baugewerbe), 14,5% (Großhandel) und 12,4% (Einzelhandel). Für die Gesamtwirtschaft lauten sie: 30,2% (Verarbeitendes Gewerbe), 6,0% (Baugewerbe), 7,2% (Großhandel), 6,2% (Einzelhandel) und 50,5% (Dienstleistungen ohne Finanzdienstleistungen).

⁸ Die gewichteten Reihen werden addiert und anschließend mit dem Saisonbereinigungsverfahren CENSUS X-13-ARIMA saisonbereinigt. Die beiden Reihen werden jeweils als gleitender Durchschnitt über die letzten drei Monate veröffentlicht.

Tab. 1

Beispiele für FDISP bei gegebenem Saldo der Erwartungen

Geschäftserwartungen: Anteile			Saldo	FDISP
+	=	-		
20	80	0	20	40
40	40	20	20	75
60	0	40	20	98

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

Die Streuung der Erwartungen ist nur dann ein gutes Maß für Unsicherheit, wenn Firmenunsicherheit auch mit heterogener werdenden Erwartungen einhergeht. Man kann sich allerdings Situationen vorstellen, in denen ein größerer Teil der Firmen angibt, dass sich ihre Erwartungen nicht verändern, gerade weil sie unsicherer geworden sind und es ihnen schwerer fällt, die Zukunft präzise einzuschätzen. So könnte sich, ausgehend vom dritten Beispiel, die »echte Firmenunsicherheit« erhöhen und sich im Anschluss die Konstellation des zweiten Beispiels ergeben. Das Dispersionsmaß würde dann einen Rückgang der Unsicherheit anzeigen ($FDISP$ bewegt sich von 98 auf 75), obwohl die Firmen eigentlich unsicherer werden.⁹ Bachmann, Elstner und Sims (2013) zeigen aber, dass die Streuung der Erwartungen stark korreliert ist mit anderen Unsicherheitsmaßen auf der Firmenebene und folgern daraus, dass $FDISP_t^i$ die Unsicherheit der Unternehmen zuverlässig misst.

DESKRIPTIVE ANALYSEN

Abbildung 1 stellt das ifo Streuungsmaß für die Gewerbliche Wirtschaft für den Zeitraum von März 1991 bis Juni 2017 dar. Rezessionen in Deutschland sind mit grauen Flächen hinterlegt.¹⁰ Es ist zu erkennen, dass sich das Unsicherheitsmaß antizyklisch verhält. Insbesondere während der Großen Rezession der Jahre 2008/2009 nahm die Unsicherheit der Unternehmen sprunghaft zu. Weitere Anstiege, wenn auch in geringerem Ausmaß, folgten der Pfundkrise 1992 im Vereinigten Königreich, der Russlandkrise im August und September 1998, den Terroranschlägen vom 11. September 2001 in den USA sowie der Bombardierung von Bagdad im März 2003 und dem damit beginnenden Irakkrieg. Nach der Herabstufung der Kreditfähigkeit von Griechenland im April 2010 und der darauffolgenden Vereinbarung eines finanziellen Hilfspakets im Mai ging die Unsicherheit der Firmen in Deutschland deutlich zurück. Mit dem zweiten Hilfspaket für Griechenland und den Anträgen von Zypern und Spanien um Mittel aus dem Rettungsschirm zog die Unsicherheit vorübergehend wieder an. Im Vorfeld des Brexit-Referendums im Juni 2016 erhöhte sich die Unsicherheit, nach dem Ausgang des Referendums reduzierte sie sich aber deutlich. Im Vorfeld der Wahlen in den Niederlanden und in Frankreich

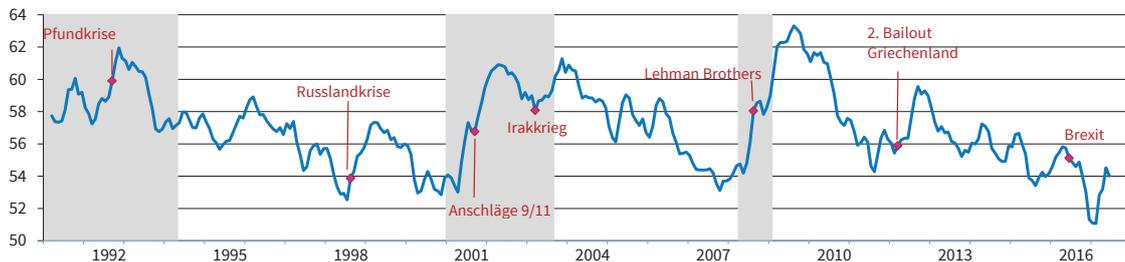
⁹ Für eine weiterführende Diskussion, vgl. Europäische Kommission (2013).

¹⁰ Die Rezessionsdaten für Deutschland sind vom Economic Cycle Research Institute (ECRI) übernommen und beziehen sich auf den Zeitraum zwischen einem Hoch- und Tiefpunkt des Konjunkturzyklus.

Abb. 1

ifo Streuungsmaß für die Gewerbliche Wirtschaft

Saisonbereinigt und mit zurückschauendem 3-Monatsdurchschnitt geglättet



Grauschattierte Bereiche: Rezessionen, datiert durch das Economic Cycle Research Institute (ECRI).
Quelle: ifo Konjunkturumfragen; ECRI; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

sowie im Zuge der anstehenden konkreten Brexit-Verhandlungen erhöhte sich die Unsicherheit am aktuellen Rand wieder.

Abbildung 2 zeigt alle sieben Maße für den Zeitraum von Januar 2007 bis Juni 2017. Die beiden Maße »Gewerbliche Wirtschaft« und »Gesamtwirtschaft« haben einen sehr starken Gleichlauf (Panel a). Darüber hinaus fällt auf, dass sich durch die Hinzunahme des Dienstleistungssektors die Streuung etwas erhöht,

insbesondere in den vergangenen vier Jahren. Das Verarbeitende Gewerbe und die Dienstleistungen sind mit einem Anteil von 30 bzw. 50% die Sektoren mit dem höchsten Gewicht im Maß »Gesamtwirtschaft«. Vergleicht man die Unsicherheit dieser beiden Sektoren getrennt (Panel b), so bestätigt sich, dass die Dienstleister in den vergangenen vier Jahren unsicherer waren als die Firmen im Verarbeitenden Gewerbe. Panel c bildet die Streuung der Erwartungen im Einzel- und Großhandel sowie im Bauhauptgewerbe

ab. Im betrachteten Zeitraum ist die Unsicherheit im Einzelhandel zumeist am höchsten, gefolgt von der im Großhandel und im Bau.

In Tabelle 2 sind die Korrelationen der sieben Maße dargestellt. Die Korrelation zwischen den beiden Gesamtmaßen fällt mit 0,85 sehr hoch aus. Das Verarbeitende Gewerbe ist nur mäßig mit den anderen Sektoren korreliert. Der Dienstleistungssektor ist recht stark mit dem Einzel- und Großhandel und dem Bauhauptgewerbe korreliert.

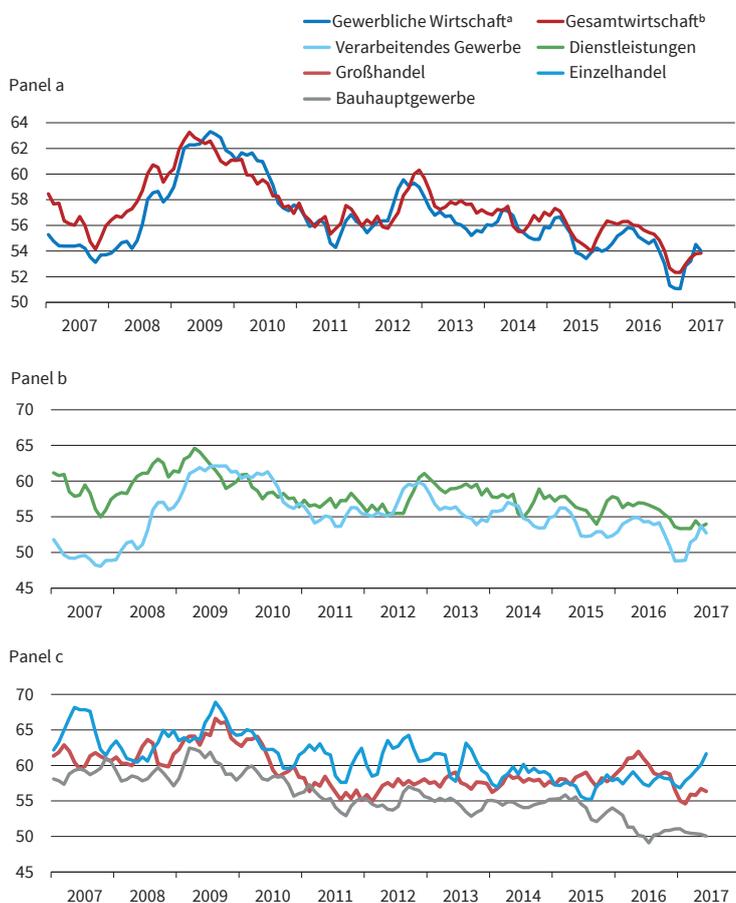
Tabelle 3 zeigt die Korrelationen der sieben Maße mit den Umsätzen in den einzelnen Sektoren.¹¹ Alle Streuungsmaße sind negativ korreliert mit allen Umsätzen, damit weist Unsicherheit kontra-zyklische Eigenschaften auf. Besonders stark negativ fällt die Korrelation zwischen der Unsicherheit im Dienstleistungssektor und dessen Umsätzen mit einem Koeffizienten von -0,44 aus. In den anderen Bereichen

¹¹ Die Umsätze im Verarbeitenden Gewerbe und im Einzel- und Großhandel liegen auf Monatsfrequenz vor. Für das Bauhauptgewerbe gibt es die Umsätze nur nominal. Die Dienstleistungen liegen auf Quartalsebene vor; diese Reihe wurde von uns linear interpoliert.

Abb. 2

Verschiedene Streuungsmaße

Saisonbereinigt und mit zurückschauenden 3-Monatsdurchschnitt geglättet



^a Gewerbliche Wirtschafte enthält: Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe und Einzel- und Großhandel.
^b Gesamtwirtschaft enthält: Gewerbliche Wirtschaft und Dienstleistungssektor.

Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

Tab. 2

Korrelationen der Streuungsmaße

	Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Einzelhandel	Großhandel	Bauhauptgewerbe	Gewerbliche Wirtschaft	Gewerbliche Wirtschaft inkl. Dienstleistungen
Verarbeitendes Gewerbe	1						
Dienstleistungen	0,38	1					
Einzelhandel	0,35	0,45	1				
Großhandel	0,06	0,55	0,45	1			
Bauhauptgewerbe	0,19	0,66	0,53	0,31	1		
Gewerbliche Wirtschaft	0,92	0,55	0,61	0,38	0,44	1	
Gewerbliche Wirtschaft inkl. Dienstleistungen	0,71	0,90	0,54	0,62	0,71	0,85	1

Die Korrelationen sind für den Zeitraum März 1991 bis Juni 2017 berechnet, mit Ausnahme des Dienstleistungssektors (März 2005 bis Juni 2017).

Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Berechnungen des ifo Instituts.

(mit Ausnahme des Großhandels) ist die jeweilige Unsicherheit mit den entsprechenden Umsätzen aber auch recht stark negativ korreliert, mit Koeffizienten zwischen $-0,21$ und $-0,38$.

AUSWIRKUNGEN VON UNTERNEHMENS-UNSIKERHEIT AUF DIE DEUTSCHE WIRTSCHAFT

Bei der Bestimmung des Einflusses von Unsicherheit auf die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland stellt sich das Problem, dass die Unsicherheit selbst von der konjunkturellen Lage beeinflusst werden könnte. Um die Auswirkung eines Anstiegs der Unsicherheit auf die Wirtschaftsaktivität zu quantifizieren, muss also berücksichtigt werden, dass sich der beobachtete Unsicherheitsanstieg möglicherweise zu Teilen durch Änderungen in der wirtschaftlichen Aktivität ergeben hat. So kann es in wirtschaftlichen Abschwüngen rentabler sein, neue Produktideen auszuprobieren; Firmen leiten mehr Ressourcen in Richtung Forschung und Entwicklung um, was die Unsicherheit auf der Firmenebene erhöhen kann (vgl. Bachmann und Moscarini 2012). Um die Effekte von Unsicherheit zu analysieren, müssen also Änderungen in der Unsicherheit betrachtet werden, die unabhängig von der Wirtschaftsaktivität auftreten. Mit Hilfe eines vektorautoregressiven Modells (VAR) können solche unabhängigen Änderungen in der Unsicherheit identifiziert werden. Es wird für jeden Wirtschaftsbereich jeweils ein VAR geschätzt. Dieses enthält jeweils vier Variablen:

unser Maß für Firmenunsicherheit für den betreffenden Wirtschaftsbereich, den Umsatz im jeweiligen Wirtschaftsbereich als Maß für die Aktivität¹², den EONIA-Zins als Maß für die Geldpolitik und einen Index für die Produzentenpreise (PPI).¹³

Im Folgenden betrachten wir die Effekte eines exogenen¹⁴ Anstiegs der Firmenunsicherheit im jeweiligen Wirtschaftsbereich um ein Prozent auf den Umsatz im entsprechenden Bereich. Zum Vergleich: die Unsicherheit ist von ihrem Tiefpunkt vor dem Ausbruch der Finanzkrise im Juli 2007 bis zum Hochpunkt im August 2009 um 25% gestiegen. Hierbei muss aber

¹² In dieser Studie werden die Umsätze statt, wie üblicherweise, der Produktion als Aktivitätsmaß verwendet. Da wir uns die Reaktion des jeweiligen Wirtschaftsbereichs auf Unsicherheitsanstiege anschauen, möchten wir ein Aktivitätsmaß verwenden, das für alle Bereiche verfügbar ist. Für die Umsätze für das Verarbeitende Gewerbe, den Einzel- und Großhandel sowie den Dienstleistungssektor gibt es saisonbereinigte Reihen von offizieller Seite; die Umsätze im Bauhauptgewerbe wurden von uns mit X12-ARIMA saisonbereinigt.

¹³ Unsicherheit, Umsätze und Preise gehen in Logarithmen ein. Das VAR wird mit zwölf Verzögerungen für den Zeitraum von März 2005 bis Januar 2017 mit Hilfe von Bayesianischen Methoden geschätzt. Der recht kurze Zeitraum ist der Datenverfügbarkeit im Dienstleistungsbereich geschuldet. In der Notation von Banbura et al. (2010) wird der prior belief δ_{unc} für Unsicherheit auf 0 gesetzt und die prior beliefs δ_i für die restlichen Variablen i auf 1. Der Hyperparameter λ wird auf 0.25 gesetzt.

¹⁴ Die exogene Veränderung wird mit Hilfe einer rekursiven Anordnung der Variablen (Cholesky Zerlegung) identifiziert. Die Reihenfolge der Variablen lautet: Unsicherheit, Umsätze, Preise und Zinsen. Die Anordnung ergibt sich daraus, dass die zur Berechnung der Unsicherheit zugrunde liegenden Umfragedaten bis zur Mitte eines Monats abgefragt werden, so dass die Firmen noch keine vollständigen Informationen über die Umsätze, Preise und Zinsen im laufenden Monat haben (vgl. Leduc und Liu 2016; Grimme 2017). Das führt dazu, dass die restlichen Variablen kontemporär auf einen unerwarteten Anstieg der Unsicherheit reagieren.

Tab. 3

Korrelationen der Streuungsmaße mit den Umsätzen

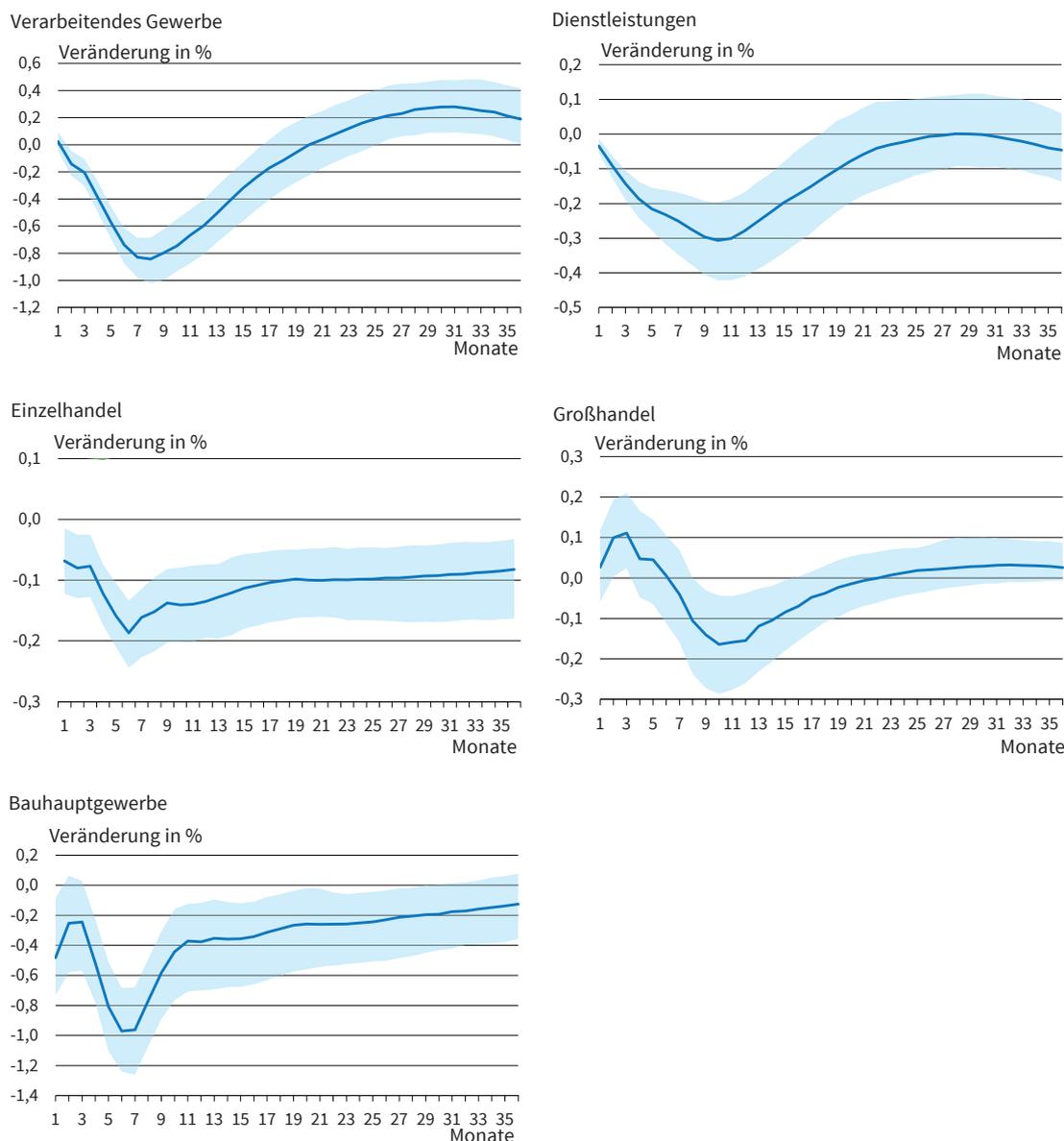
		Streuungsmaß						
		Verarbeitendes Gewerbe	Dienstleistungen	Einzelhandel	Großhandel	Bauhauptgewerbe	Gewerbliche Wirtschaft	
Umsatz	Verarbeitendes Gewerbe	-0,38	-0,24	-0,24	-0,11	-0,18	-0,40	-0,33
	Dienstleistungen	-0,63	-0,44	-0,31	-0,40	-0,34	-0,67	-0,64
	Einzelhandel	-0,19	-0,23	-0,28	-0,02	-0,26	-0,23	-0,29
	Großhandel	-0,40	-0,01	-0,17	-0,04	-0,11	-0,36	-0,17
	Bauhauptgewerbe	-0,22	-0,24	-0,04	0,12	-0,21	-0,18	-0,28

Soweit es die Datenverfügbarkeit bei den Umsatzreihen zulässt, sind die Korrelationen für den Zeitraum März 1991 bis April 2017 berechnet. Die Umsätze gehen in Veränderungsraten gegenüber dem Vorjahr ein.

Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Statistisches Bundesamt; Berechnungen des ifo Instituts.

Abb. 3

Reaktion der Umsätze auf einen Anstieg der firmenspezifischen Unsicherheit



Die Linie stellt die Medianantwort des jeweiligen Umsatzes auf einen unerwarteten Unsicherheitsanstieg im entsprechenden Wirtschaftszweig in Höhe von einem Prozent dar. Die blauen Flächen entsprechen den 68%-Fehlerbändern. Die Impulsantworten werden aus 5 000 Ziehungen generiert.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

berücksichtigt werden, dass ein beträchtlicher Teil dieses Anstieges *endogen*, also verursacht durch andere Faktoren, erklärt werden kann (vgl. Born, Breuer und Elstner 2014). Die Reaktion der Umsätze in den einzelnen Wirtschaftsbereichen wird in Abbildung 3 dargestellt. Die Linie stellt jeweils die Medianantwort dar. Die blau schattierten Flächen sind die 68%-Fehlerbänder. Die Umsätze im Verarbeitenden Gewerbe, im Einzelhandel und im Bau fallen kontinuierlich für ein halbes Jahr nach einem exogenen Anstieg der Unsicherheit. Die Bewegung zurück auf den jeweiligen Pfad vor dem Schock fällt recht langsam aus: für das Verarbeitende Gewerbe ist sie nach etwa eineinhalb Jahren abgeschlossen, für den Bau nach ungefähr drei Jahren, im Einzelhandel bleiben die Umsätze persistent darunter. Nach einem Unsicherheitsschock gehen die Umsätze

im Großhandel und bei den Dienstleistern sogar fast ein Jahr lang immer weiter zurück. Zu beachten ist hierbei, dass sich der Umsatz im Großhandel das erste halbe Jahr fast gar nicht verändert, erst in den sechs Monaten danach kommt es zu einem signifikanten Rückgang. Sowohl im Großhandel als auch im Dienstleistungssektor dauert die Bewegung zurück zum alten Pfad ein weiteres Jahr. Quantitativ fallen die maximalen Rückgänge der Umsätze im Verarbeitenden Gewerbe und im Bau am stärksten aus. Hier fallen die Umsätze bis zu einem Prozent. Der maximale Rückgang der Umsätze bei den Dienstleistern beträgt 0,3%, beim Einzel- und Großhandel jeweils 0,2%.

Um zu verdeutlichen, wie quantitativ bedeutsam Firmenunsicherheit ist, Fluktuationen in den Umsätzen zu erklären, wird eine Prognosefehler-Varianz-

Tab. 4

Beiträge von exogenen Änderungen der firmenspezifischen Unsicherheit (im jeweiligen Wirtschaftsbereich zur Erklärung von Schwankungen der Umsätze im entsprechenden Wirtschaftsbereich)

	Verarbeitendes Gewerbe	Einzelhandel	Großhandel	Bauhauptgewerbe	Dienstleistungen
1 Monat	0,1	1,2	0,1	1,6	2,4
3 Monate	3,7	3,4	1,5	2,0	9,5
6 Monate	30,0	14,0	1,2	11,1	17,5
12 Monate	60,3	23,3	4,4	19,5	26,4
36 Monate	46,6	29,3	5,4	22,2	21,2

Anmerkung: Beiträge von Unsicherheitschocks im jeweiligen Wirtschaftsbereich zur gesamten Prognosefehlervarianz der Umsätze des entsprechenden Wirtschaftsbereiches. Angaben sind in Prozent. Es werden die Medianbeiträge für verschiedene Prognosehorizonte präsentiert.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

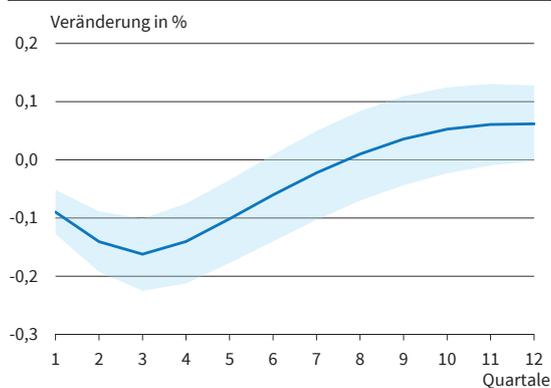
zerlegung für verschiedene Prognosehorizonte durchgeführt. Tabelle 4 zeigt, dass unerwartete Änderungen in der Firmenunsicherheit im Verarbeitenden Gewerbe zum Teil über 60% der Umsatzenschwankungen erklären können. Unsicherheit bei den Dienstleistern macht bis zu einem Viertel der Fluktuationen der Umsätze im Dienstleistungssektor aus. Im Bau hat Unsicherheit einen Erklärungsbeitrag von bis zu 20%, im Einzelhandel bis zu 30%. Lediglich im Großhandel fällt der Beitrag der Unsicherheit zur Varianz der Großhandelsumsätze mit maximal 5% etwas geringer aus.

Abschließend wird ein weiteres VAR geschätzt, um eine Aussage darüber treffen zu können, wie stark das deutsche Bruttoinlandsprodukt (BIP) von einem plötzlichen Anstieg der Unsicherheit betroffen ist. Das Modell enthält die folgenden vier Variablen: Firmenunsicherheit in der Gewerblichen Wirtschaft, BIP, BIP-Deflator und den EONIA-Zins.¹⁵ Abbildung 4 zeigt die Ver-

¹⁵ Unsicherheit, BIP und BIP-Deflator gehen in Logarithmen ein. Die monatliche Unsicherheitsreihe wird auf Quartalsfrequenz als Durchschnitt der drei Monate aggregiert. Das VAR wird mit vier Verzögerungen für den Zeitraum vom ersten Quartal 1991 bis zum ersten Quartal 2017 mit Hilfe von Bayesianischen Methoden geschätzt. Die exogene Veränderung der Unsicherheit wird mit Hilfe einer rekursiven Anordnung der Variablen (Cholesky Zerlegung) identifiziert. Die Reihenfolge der Variablen lautet: Unsicherheit, Bruttoinlandsprodukt, Preise und Zinsen.

Abb. 4

Reaktion des Bruttoinlandsprodukts auf einen Anstieg der firmenspezifischen Unsicherheit



Die Linie stellt die Medianantwort des Bruttoinlandsprodukts auf einen unerwarteten Unsicherheitsanstieg in der Gewerblichen Wirtschaft in Höhe von einem Prozent dar. Die blaue Fläche entspricht den 68%-Fehlerbändern. Die Impulsantworten werden aus 5 000 Ziehungen generiert.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

änderung des BIP nach einem unerwarteten Anstieg der Unsicherheit um 1%. Das BIP fällt drei Quartale kontinuierlich; der maximale Rückgang beträgt 0,15%. Nach etwa zwei Jahren ist das BIP dann wieder auf dem Pfad, der vor dem Schock bestand. Eine Varianzzerlegung ergibt, dass Unsicherheit bis zu 10% der Schwankungen im BIP erklären kann.

SCHLUSSFOLGERUNGEN

In dieser Studie wurden Maße der Firmenunsicherheit vorgestellt, die die Unsicherheit in einzelnen Wirtschaftsbereichen abbilden. Mit ihnen kann auch die Unsicherheit in der Gesamtwirtschaft gemessen werden. Unsicherheit auf der Firmenebene kann einen beträchtlichen Teil der Schwankungen der Umsätze und des Bruttoinlandsprodukts in Deutschland erklären. In Zukunft werden die Maße regelmäßig jeden Monat im Rahmen der Ergebnisse der ifo Konjunkturumfragen veröffentlicht.

LITERATUR

Bachmann, R., B. Born, St. Elstner und Chr. Grimme (2013), »Time-Varying Business Volatility, Price Setting, and the Real Effects of Monetary Policy«, CEPR Discussion Paper Nr. 9702.

Bachmann, R., St. Elstner und E. R. Sims (2013), »Uncertainty and economic activity: Evidence from business survey«, *American Economic Journal: Macroeconomics* 5, 217–249.

Bachmann, R. und G. Moscarini (2012), »Business Cycles and Endogenous Uncertainty«, Working Paper.

Baker, S., N. Bloom und S. Davis (2016), »Measuring Economic Policy Uncertainty«, *The Quarterly Journal of Economics* 131(4), 1593–1636.

Banbura, M., D. Giannone und L. Reichlin (2010), »Large Bayesian Vector Auto Regressions«, *Journal of Applied Econometrics* 25(1), 71–92.

Berg, T. (2015), »Time Varying Fiscal Multipliers in Germany«, *Review of Economics* 66, 13–46.

Berg, T. (2016), »Business Uncertainty and the Effectiveness of Fiscal Policy in Germany«, MPRA Paper Nr. 69162.

Blanchard, O. (2009), »(Nearly) nothing to fear but fear itself«, *The Economist* 29, Januar.

Bloom, N. (2009), »The Impact of Uncertainty Shocks«, *Econometrica* 77(3), 623–685.

Bloom, N. (2014), »Fluctuations in Uncertainty«, *Journal of Economic Perspectives* 28(2), 153–176.

Bloom N., M. Floetotto, N. Jaimovich, I. Saporta-Eksten und S. J. Terry (2012), »Really Uncertain Business Cycles«, NBER Working Paper Nr. 18245.

Born, B., S. Breuer und St. Elstner (2014), »Uncertainty and the Great Recession«, Working Paper 04/2014 German Council of Economic Experts.

Buchholz, M., L. Tonzer und J. Berner (2016), »Asymmetric Investment Responses to Firm-specific Uncertainty«, IWH Discussion Papers Nr. 7.

Draghi, M. (2014), »Unemployment in the euro area«, Speech at the Annual Central Bank Symposium in Jackson Hole.

Europäische Kommission (2013), »Highlight: Using Survey Data for Measuring Uncertainty«, *European Business Cycle Indicators*, 7–18.

Grimme, Chr. (2017), »Uncertainty and the Cost of Bank vs. Bond Finance«, MPRA Working Paper 79852.

Grimme, Chr. und St. Henzel (2017), »Non-Linear Effects of Uncertainty and Real Fluctuations«, unveröffentlichtes Manuskript, ifo Institut.

- Grimme, Chr., St. Henzel und S. Bonakdar (2015), »Zum Einfluss von Unsicherheit auf die deutsche und österreichische Konjunktur«, *Wirtschaftspolitische Blätter* 62(4), 655–667.
- Grimme, Chr., St. Henzel und E. Wieland (2014), »Inflation Uncertainty Revisited: A Proposal for Robust Measurement«, *Empirical Economics* 47(4), 1497–1523.
- Grimme, Chr. und M. Stöckli (2017), »Makroökonomische Unsicherheit in Deutschland«, *ifo Schnelldienst* 70(6), 41–50.
- Henzel, St. und M. Rengel (im Erscheinen), »Dimensions of Macroeconomic Uncertainty: A Common Factor Analysis«, *Economic Inquiry*.
- Jurado, K., S. C. Ludvigson und S. Ng (2015), »Measuring Uncertainty«, *American Economic Review* 105, 1177–1216.
- Kalkkreuth, U. von (2003), »Exploring the role of uncertainty for corporate investment decisions in Germany«, *Swiss Journal of Economics* 139(2), 173–206.
- Klepsch, C. (2016), »How Asset Irreversibility Influences the Investment-Uncertainty Relationship«, Working Paper LMU München.
- Leduc, S. und Z. Liu (2016), »Uncertainty Shocks are Aggregate Demand Shocks«, *Journal of Monetary Economics* 82, 2–35.
- Meinen, P. und O. Röhe (im Erscheinen), »On Measuring Uncertainty and its Impact on Investment: Cross-country Evidence from the Euro Area«, *European Economic Review*.
- Popescu, A. und F. Smets (2010), »Uncertainty, Risk-taking, and the Business Cycle in Germany«, *CESifo Economic Studies* 56(4), 596–626.
- Rieth, M., C. Michelsen und M. Piffer (2016), »Unsicherheitsschock durch Brexit-Votum verringert Investitionstätigkeit und Bruttoinlandsprodukt im Euroraum und Deutschland«, *DIW Wochenbericht* 32+33, 695–703.
- Wollmershäuser, T., W. Nierhaus, N. Hristov, D. Boumans, J. Garnitz, M. Göttert, Chr. Grimme, St. Lauterbacher, R. Lehmann, W. Meister, M. Reif, F. Schröter, A. Steiner, M. Stöckli, K. Wohlrabe und A. Wolf (2016), »ifo Konjunkturprognose 2016–2018: Robuste deutsche Konjunktur vor einem Jahr ungewisser internationaler Wirtschaftspolitik«, *ifo Schnelldienst* 69(24), 28–73.

Klaus Wohlrabe und Timo Wollmershäuser

Zur Konstruktion einer gesamtwirtschaftlichen ifo Kapazitätsauslastung

In diesem Beitrag wird aus den Konjunkturumfragen des ifo Instituts eine gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung konstruiert. Sie deutet darauf hin, dass sich die deutsche Volkswirtschaft seit 2013 in einem Aufschwung befindet, da der Auslastungsgrad stetig zunimmt. Außerdem sind die Produktionskapazitäten mittlerweile überdurchschnittlich ausgelastet. Im Vergleich zu Produktionslückenschätzungen, die auf Basis theoretischer und empirischer Modelle abgeleitet werden, weist die umfragebasierte ifo Kapazitätsauslastung eine Reihe von Vorteilen auf.

Die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung ist eine wichtige Größe in der Konjunkturanalyse. Sie beschreibt den Nutzungsgrad der Produktionsanlagen einer Volkswirtschaft. Auch in vielen ökonomischen Theorien spielt die Kapazitätsauslastung einer Volkswirtschaft eine wichtige Rolle. So weisen überausgelastete Kapazitäten auf zunehmenden Investitionsbedarf hin. Infolge knapper werdender Produktionsfaktoren dürften zudem Löhne, und damit Preise, schneller steigen. Schließlich wird die Kapazitätsauslastung bei der Bestimmung der Trendrate des technischen Fortschritts im Rahmen der Potenzialschätzung der EU-Kommission verwendet.

Allerdings erhebt die amtliche Statistik keine Daten zur Kapazitätsauslastung. Deshalb wird in der Regel auf Befragungsdaten zurückgegriffen. In Deutschland sind die Unternehmensbefragungen des ifo Instituts dafür maßgeblich. In der praktischen Anwendung wird meist die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe verwendet, auch weil dieser Wirtschaftsbereich oft als »Zyklusmacher« definiert wird. Die Ergebnisse der Unternehmensbefragungen im Verarbeitenden Gewerbe werden dann oft stellvertretend für die Gesamtwirtschaft verwendet. Wünschenswert wäre natürlich eine gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung, die insbesondere auch den Dienstleistungssektor berücksichtigt, der den größten Beitrag zur Bruttowertschöpfung leistet. Bei Dienstleistungen ist eine direkte Abfrage nach der Kapazitätsauslastung schwieriger als in der Industrie, da meist keine klassischen Produktionsanlagen vorliegen. Deshalb ermittelt das ifo Institut seit 2011 für diesen Sektor indirekt eine Kapa-

zitätsauslastung. Die Unternehmen werden einmal im Quartal gefragt, ob sie gegenwärtig eine zunehmende Nachfrage mit den vorhandenen Kapazitäten bedienen könnten. Ist die Antwort »Nein«, dann wird die Kapazitätsauslastung für diese Unternehmen mit 100% angegeben. Antworten die Unternehmen mit »Ja«, sollen sie angeben, um wie viel Prozent die Geschäftstätigkeit ausgeweitet werden könnte (GT). Die individuelle Kapazitätsauslastung in Prozent (KA) wird dann mit $KA = 100 / (1 + GT/100)$ berechnet.

Für gesamtwirtschaftliche Analysen ist die Zeitreihe der Kapazitätsauslastung im Dienstleistungssektor jedoch zu kurz, da sie aus heutiger Sicht noch nicht einmal einen gesamten Konjunkturzyklus umfasst. Um Abhilfe zu schaffen, wird hier eine Zurückschätzung in die Vergangenheit (ein sog. *Backcast*) über ein Regressionsmodell vorgeschlagen. In diesem wird die Kapazitätsauslastung im Dienstleistungssektor durch die ifo Geschäftslage in diesem Sektor (GL), einer Konstanten (C) und einem linearen Trend (T) erklärt. Die Ergebnisse der Schätzung, für die Daten vom zweiten Quartal 2011 bis zum zweiten Quartal 2017 verwendet werden, zeigen einen positiven und signifikanten Zusammenhang zwischen der Geschäftslage und der Kapazitätsauslastung (vgl. Tab. 1). Demnach geht

Tab. 1

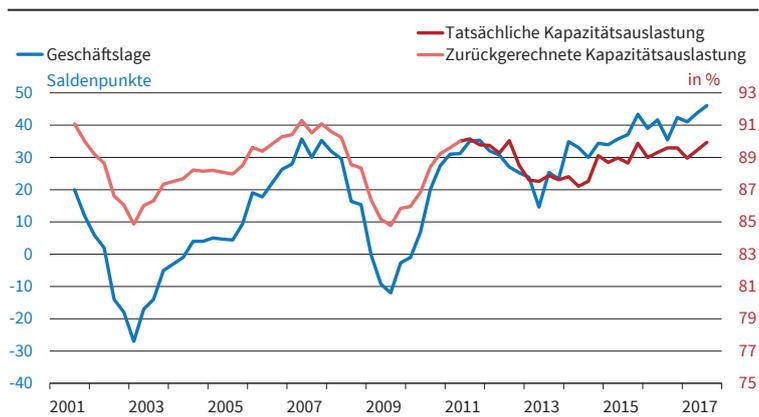
Zurückschätzung der Kapazitätsauslastung

	Zeitraum	GL	C	T	R ²
Dienstleistungssektor	2011/II–2017/III	0,12 (0,01)	89,1 (0,86)	- 0,07 (0,02)	0,53
Verarbeitendes Gewerbe	2000/I–2017/III	0,16 (0,02)	87,1 (0,90)	- 0,07 (0,02)	0,85
Bauhauptgewerbe	2000/I–2017/III	0,19 (0,02)	69,2 (1,91)	0,05 (0,02)	0,95

Anmerkung: Die Werte in Klammern geben die Standardfehler der geschätzten Koeffizienten an, die um den Einfluss von Autokorrelation und Heteroskedastizität korrigiert wurden (vgl. Newey und West 1987).

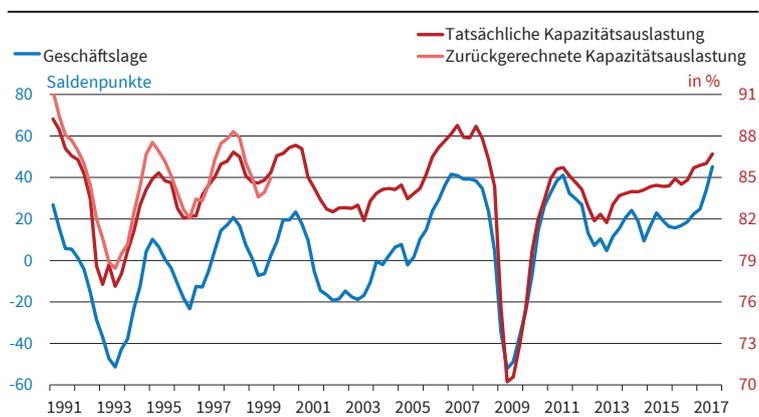
Quelle: Schätzungen des ifo Instituts.

Abb. 1
Zurückschätzung der Kapazitätsauslastung im Dienstleistungssektor



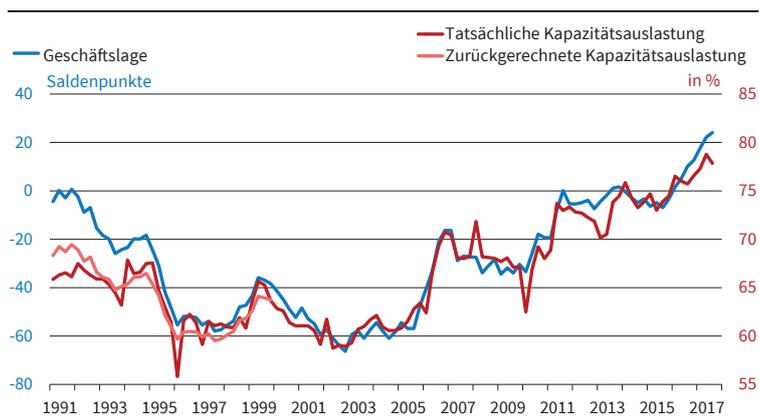
Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Schätzungen des ifo Instituts. © ifo Institut

Abb. 2
Zurückschätzung der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe



Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Schätzungen des ifo Instituts. © ifo Institut

Abb. 3
Zurückschätzung der Kapazitätsauslastung im Bauhauptgewerbe



Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Schätzungen des ifo Instituts. © ifo Institut

eine Verbesserung der Geschäftslage um einen Saldenpunkt mit einem Anstieg der Kapazitätsauslastung um 0,12 Prozentpunkte einher. Auf Basis dieser Schätzgleichung erfolgt die Rückrechnung der Kapazitätsauslastung bis zum Jahr 2001; in diesem Jahr wurde die ifo Unternehmensbefragung im Dienstleistungssektor eingeführt (vgl. Abb. 1).

Die Plausibilität der Rückrechnung wird durch eine analoge Schätzung für das Verarbeitende Gewerbe und das Bauhauptgewerbe überprüft, für die sowohl die Kapazitätsauslastung als auch die Geschäftslage seit 1991 vorliegen (vgl. Tab. 1). Der Schätzzeitraum erstreckt sich vom ersten Quartal 2000 bis zum zweiten Quartal 2017. Damit können die tatsächliche Kapazitätsauslastung und die sich aus der Zurückschätzung ergebende Kapazitätsauslastung zwischen 1991 und 1999 miteinander verglichen werden. In beiden Wirtschaftsbereichen zeigt sich ein hoher Gleichlauf zwischen beiden Reihen (vgl. Abb. 2 und 3). Im Verarbeitenden Gewerbe liegt der Korrelationskoeffizient bei 0,94, im Bauhauptgewerbe bei 0,87. Diese Ergebnisse zeigen, dass eine Rückrechnung mit Hilfe der Geschäftslage im Dienstleistungssektor sinnvoll ist, auch wenn die Schätzergebnisse einen geringeren Erklärungsgehalt aufweisen (vgl. Tab. 1).

Eine gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung wird als gewichteter Durchschnitt aus den Befragungsergebnissen des Verarbeitenden Gewerbes, des Bauhauptgewerbes und des Dienstleistungssektors errechnet. Die Aggregation erfolgt in Analogie zur Vorgehensweise beim ifo Geschäftsklimaindex oder beim ifo Beschäftigungsbarometer, wo die Gewichtung anhand der durchschnittlichen Bruttowertschöpfungsanteile der Wirtschaftsbereiche der Jahre 2005 und 2010 bestimmt wird. Demnach erhält das Verarbeitende Gewerbe ein Gewicht von 35%, das Bauhauptgewerbe 7% und der Dienstleistungssektor 58%. In Abbildung 4 sind die Kapazitätsauslastungen in den drei Sektoren sowie in der Gesamtwirtschaft dargestellt.

Es zeigt sich, dass der Auslastungsgrad im Dienstleistungssektor und im Verarbeitenden Gewerbe sehr ähnlich verläuft (kontemporäre Korrelation 0,76). Allerdings lasten die Dienstleister im Durchschnitt ihre bestehenden Kapazitäten immer stärker aus als die Industriefirmen. Während der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2009 ging die Kapazitätsaus-

Abb. 4
ifo Kapazitätsauslastungen im Vergleich

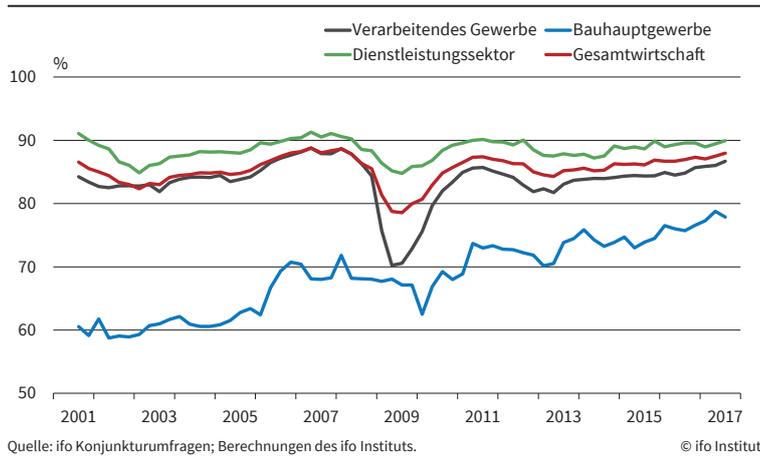


Abb. 5
Unter- bzw. Überauslastung im Vergleich

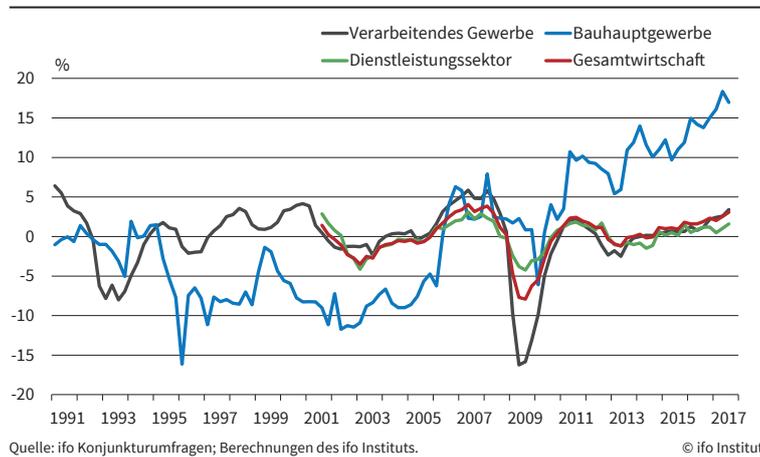
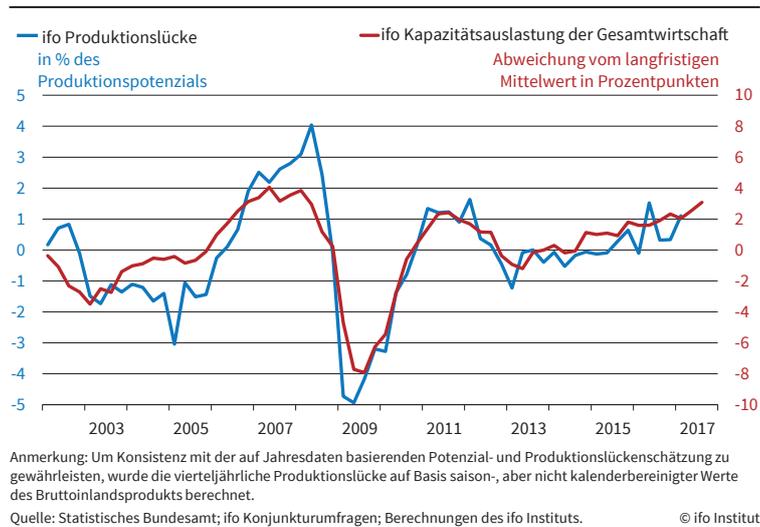


Abb. 6
Indikatoren zum Auslastungsgrad der deutschen Wirtschaft



lastung im Dienstleistungssektor merklich weniger zurück als im Verarbeitenden Gewerbe. Im Bauhauptgewerbe deutet der steigende Auslastungsgrad der

vergangenen Jahre einerseits auf den Abbau von Überkapazitäten, die u.a. auf die Wiedervereinigung zurückgehen, und andererseits auf eine sehr gute Baukonjunktur hin. Der Auslastungsgrad in der Gesamtwirtschaft ist dem der Dienstleister sehr ähnlich (kontemporäre Korrelation 0,91), da diese den höchsten Wertschöpfungsanteil haben.

Aussagen zur gesamtwirtschaftlichen Über- oder Unterauslastung werden immer auf Basis eines Vergleichs der Kapazitätsauslastung mit dem langfristigen Durchschnitt abgeleitet. So gilt eine Volkswirtschaft als überausgelastet, wenn die Kapazitätsauslastung über ihrem langfristigen Durchschnitt liegt. Entsprechend ist sie unterausgelastet, wenn die Kapazitätsauslastung niedriger als ihr Durchschnittswert ist. In Abbildung 5 sind die Abweichungen vom jeweils langfristigen Mittelwert für die drei Wirtschaftsbereiche dargestellt. Es zeigt sich, dass der Bau merklich überausgelastet ist. Die Ergebnisse sind jedoch mit Vorsicht zu interpretieren, da hier auch der bereits erwähnte strukturelle Wandel die Zahlen wahrscheinlich nach oben verzerrt. Die Dienstleister und die Industrie bewegen sich in die gleiche Richtung und befinden sich oberhalb ihres langfristigen Durchschnitts.

Die gesamtwirtschaftliche Über- bzw. Unterauslastung setzt sich aus den entsprechenden Maßen der einzelnen Wirtschaftsbereiche zusammen, die wiederum anhand ihrer Wertschöpfungsanteile gewichtet werden. Dabei werden für das Verarbeitende Gewerbe und das Bauhauptgewerbe die jeweiligen Mittelwerte der Kapazitätsauslastung seit 1991 und für den Dienstleistungssektor seit 2001 berechnet. Die Über- bzw. Unterauslastung in den einzelnen Wirtschaftsbereichen sowie in der Gesamtwirtschaft errechnen sich

schließlich als Abweichungen vom jeweiligen Mittelwert in Prozentpunkten.

In Abbildung 6 wird die Abweichung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitätsauslastung von der durchschnittlichen Kapazitätsauslastung mit einer im Rahmen der ifo Konjunkturprognose vom Sommer 2017 ermittelten Produktionslücke verglichen (vgl. Wollmershäuser et al. 2017). Die Produktionslücke ist ein alternatives Maß für den Auslastungsgrad einer Volkswirtschaft und misst die prozentuale Abweichung des realen Bruttoinlandsprodukts vom Produktionspotenzial, also der Produktion, die sich bei Normalauslastung aller Produktionsfaktoren ergeben würde. Während das Bruttoinlandsprodukt von der amtlichen Statistik quartalsweise veröffentlicht wird, ist das Produktionspotenzial unbeobachtbar und muss unter Zuhilfenahme theoretischer und empirischer Modelle geschätzt werden. Es zeigt sich ein sehr ähnlicher zeitlicher Verlauf zwischen der geschätzten Produktionslücke und der aus Befragungsdaten gewonnenen Kapazitätsauslastung. Beide Indikatoren deuten darauf hin, dass sich die deutsche Volkswirtschaft seit 2013 in einem Aufschwung befindet, da die Kapazitätsauslastung stetig zunimmt. Außerdem sind die Produktionskapazitäten mittlerweile überdurchschnittlich ausgelastet. Das Bruttoinlandsprodukt überstieg im ersten Quartal 2017 das Produktionspotenzial um 1,1%. Zu diesem Zeitpunkt lag die gesamtwirtschaftliche Kapazitätsauslastung um 2 Prozentpunkte über der durchschnittlichen Kapazitätsauslastung. Bis Juli dieses Jahres hat diese Überauslastung weiter zugenommen und liegt mittlerweile bei 3,1 Prozentpunkten.

Potenzialschätzungen und daraus abgeleitete Produktionslücken sind generell mit Unsicherheit behaftet. Diese resultieren vor allem aus der Vielzahl der möglichen theoretischen und empirischen Herangehensweisen zur Bestimmung des Produktionspotenzials. So weisen die derzeitigen Schätzungen der Produktionslücken für den Jahresdurchschnitt 2017 eine sehr hohe Spannweite aus. Die Bundesregierung und die EU-Kommission gehen von einer Unterauslastung

Abb. 7
Verarbeitendes Gewerbe
1991/I–2017/III

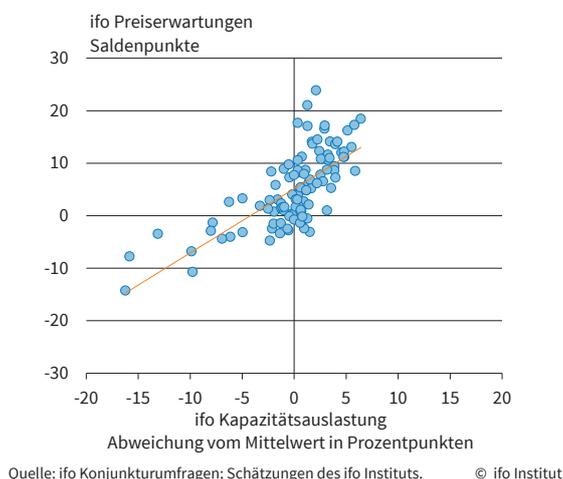
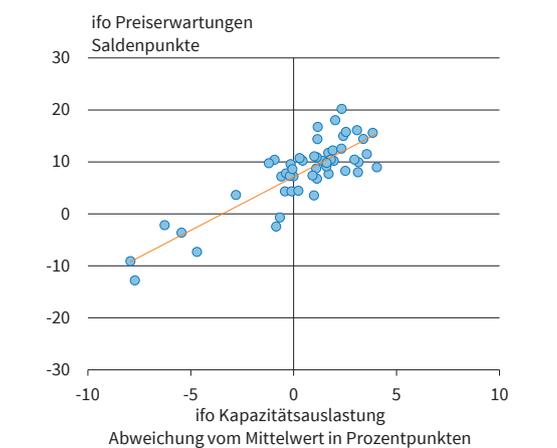


Abb. 8
Gesamtwirtschaft ohne Handel
1991/I–2017/III



Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Schätzungen des ifo Instituts. © ifo Institut

in Höhe von - 0,2% des Produktionspotenzials aus. Die OECD hingegen prognostiziert eine Überauslastung in Höhe von 1,8% (vgl. Unabhängiger Beirat des Stabilitätsrats 2017). Vor diesem Hintergrund ist ein umfragebasiertes Maß, wie das hier vorgestellte, im Vorteil. Es ist transparent und leicht nachvollziehbar. Es unterliegt so gut wie keiner nachträglichen Revision (sowohl methodisch als auch von der Datenseite). Und schließlich ist es jederzeit verfügbar, während die Schätzungen der Produktionslücken der Institutionen oft in großen zeitlichen Abständen erfolgen.

Schließlich kann auch der eingangs erwähnte Zusammenhang zwischen dem Auslastungsgrad einer Volkswirtschaft und dem Preissetzungsverhalten seiner Unternehmen gezeigt werden. Mit den sogenannten ifo Preiserwartungen erhebt das ifo Institut im Rahmen seiner Konjunkturumfragen die Preisänderungsabsichten der deutschen Unternehmen. Dabei wird auf die Frage nach den erwarteten Inlandsverkaufspreisen in den kommenden drei Monaten zurückgegriffen, die den Unternehmen im Verarbeitenden Gewerbe, im Bauhauptgewerbe und im Dienstleistungssektor monatlich gestellt wird. Bei dieser Frage können die Unternehmer eine der drei Antwortkategorien »steigen«, »etwa gleich bleiben« und »fallen« wählen. Das Befragungsergebnis eines Monats wird dabei als Saldo des prozentualen Anteils der Unternehmen, die steigende Preise erwarten, und des prozentualen Anteils der Unternehmen, die fallende Preise erwarten, ausgedrückt. Die in den Abbildungen 7 und 8 dargestellten Punktwolken verdeutlichen, dass mit steigender Kapazitätsauslastung der Unternehmen der Anteil der Unternehmen zunimmt, der in den kommenden Monaten seine Preise anheben will. Da zwischen den ifo Preiserwartungen und der tatsächlichen gesamtwirtschaftlichen Preisentwicklung ein enger Zusammenhang besteht (vgl. Lehmann und Wollmershäuser 2017), dürfte sich die zunehmende Überauslastung der Produktionskapazitäten deutscher Unternehmen allmählich in höheren Inflationsraten niederschlagen.

LITERATUR

Lehmann, R. und T. Wollmershäuser (2017), »Die Inflation kommt zurück! Immer mehr Firmen in Deutschland wollen ihre Preise anheben«, *ifo Schnelldienst* 70(5), 16–21.

Newey, W.K. und K.D. West (1987), »A simple, positive semi-definite, heteroskedasticity and autocorrelation consistent covariance matrix«, *Econometrica* 55(3), 703–708.

Unabhängiger Beirat des Stabilitätsrats (2017), »Siebte Stellungnahme zur Einhaltung der Obergrenze für das strukturelle gesamtstaatliche Finanzierungsdefizit nach § 51 Absatz 2 HGrG«, 12. Juni.

Wollmershäuser, T., W. Nierhaus, N. Hristov, D. Boumans, M. Göttert, Chr. Grimme, St. Lauterbacher, R. Lehmann, W. Meister, A. Peichl, M. Reif, F. Schröter, T. Schuler, M. Stöckli, K. Wohlrabe, A. Wolf und Chr. Zeiner (2017), »ifo Konjunkturprognose 2017/2018: Deutsche Wirtschaft stark und stabil«, *ifo Schnelldienst* 70(12), 30–83.

Florian Dorn, Stefanie Gäbler, Björn Kauder, Manuela Krause, Luisa Lorenz und Niklas Potrafke*

Einkommensteuer in Deutschland – besteht eine Reformnotwendigkeit?

In der Umfrage des Ökonomenpanels von ifo und FAZ im April 2017 wurden Professoren für Volkswirtschaftslehre an deutschen Universitäten zur Einkommensteuer und möglichen Reformoptionen befragt. In Deutschland ist die Einkommensteuer die wichtigste Einnahmequelle des Staates: Im Jahr 2015 lag das erzielte Aufkommen deutlich über 230 Mrd. Euro. In Diskussionen um eine mögliche Reform der Einkommensteuer stehen insbesondere Aspekte der Gerechtigkeit in der Lastenverteilung sowie Spar- und Leistungsanreize im Vordergrund. Auch Aspekte im Zusammenhang mit der Kalten Progression und dem Solidaritätszuschlag (»Soli«) werden häufig debattiert. Die im Rahmen des Ökonomenpanels befragten Teilnehmer sprechen sich mehrheitlich gegen eine grundsätzliche Reformierung des gegenwärtigen Einkommensteuersystems aus. Allerdings befürworten die Ökonomen umfassende Entlastungen der Steuerzahler bei der Einkommensteuer – insbesondere für mittlere Einkommen –, die Abschaffung des »Soli« sowie Anpassungsmaßnahmen zum Ausgleich der Kalten Progression.

Dank der guten wirtschaftlichen Entwicklung steigen die Steuereinnahmen seit einigen Jahren kontinuierlich an. Der Staatshaushalt erfreut sich dabei nicht nur an ständig wachsenden Mehreinnahmen, sondern vereinnahmt sogar einen steigenden Anteil des Erwirtschafteten für sich selbst. Dieser Umstand wird durch die seit Ende der Finanzkrise stetig wachsende Steuerquote verdeutlicht. Sie erreichte im vergangenen Jahr mit rund 22,5% ihren höchsten Stand seit der Wiedervereinigung und soll bis 2021 auf über 23% anwachsen (vgl. Göttert 2017). Die steigenden Lohn- und Einkommensteuereinnahmen haben an dieser Entwicklung einen erheblichen Anteil.

Angesichts dieser Entwicklung dürfte im Bundestagswahlkampf die Einkommensteuer zu einem wichtigen Thema werden: Die CDU um Bundesfinanzminister Wolfgang Schäuble sprach sich bereits konkret für Steuererleichterungen aus und stellte einen Entlastungsspielraum in Höhe von jährlich 15 Mrd. Euro in Aussicht. Der CDU-Wirtschaftsrat sowie die Spitzen von CSU und FDP visieren für die nächste Legislaturperiode teils sogar höhere Entlastungen an (vgl. CSU 2017). Hier ist von Steuererleichterungen von bis zu 30 Mrd. Euro die Rede, um insbesondere mittlere Einkommen zu entlasten (vgl. *Zeit Online* 2017a). Neben einer Anpassung im Steuertarif zur Abflachung der Steuerprogression im Mittelstandsbauch werden dabei konkret auch die Abschaffung des Solidaritätszuschlags (»Soli«) und der Kalten Progression benannt.

Die SPD hat Entlastungen für geringe und mittlere Einkommen bereits angekündigt; diese sollen jedoch zulasten höherer Einkommen finanziert werden. So plant die SPD, die Steuerlast von Beziehern mit kleineren und mittleren Einkommen um 15 Mrd. Euro zu verringern. Der Solidaritätsbeitrag soll nicht komplett, sondern nur für Einkommen unter 52 000 Euro abgeschafft werden, während er für höhere Einkommen später beseitigt wird. Der Spitzensteuersatz wird zwar erhöht, greift dafür aber erst später als bisher. Zur Gegenfinanzierung soll auch der Reichensteuersatz steigen (vgl. *Zeit Online* 2017b). Die Grünen sehen in ihrem Bundestagswahlprogramm eine Anhebung des Grundfreibetrages vor, um geringe und mittlere Einkommen zu entlasten. Zur Gegenfinanzierung schlagen sie unter anderem eine Erhöhung des Spitzensteuersatzes für ein zu versteuerndes Einkommen von über 100 000 Euro sowie eine verstärkte Besteuerung von Vermögen vor (vgl. Die Grünen 2017). Auch die Linkspartei fordert in ihrem Wahlprogramm vor allem eine stärkere Belastung höherer Einkommen – z.B. durch die Erhöhung des Spitzensteuersatzes, einer gesonderten Reichensteuer und einer Vermögensteuer. Entlastungen für niedrigere Einkommensgruppen sind unter anderem durch eine Erhöhung des Grundfreibetrages vorgesehen (vgl. Die Linke 2017).

In der Umfrage des Ökonomenpanels von ifo und FAZ im April 2017 wurden Professoren an deutschen Universitäten zur Steuerlastverteilung bei der Einkommensteuer sowie konkret zur Reformnotwendigkeit und verschiedenen Reformoptionen befragt.

* Die Autoren danken Matthias Hänsel für wertvolle unterstützende Tätigkeiten bei der Erstellung des Artikels.

STEUERLASTVERTEILUNG – ZU HOHE STEUERLAST FÜR MITTLERE EINKOMMEN

Im Zusammenhang mit möglichen steuerlichen Be- oder Entlastungen der Steuerzahler im Rahmen der Einkommensteuer stellt sich zunächst grundsätzlich die Frage, welche Einkommensgruppen dabei besonders im Fokus stehen sollten. Gemäß einer Definition der Bundesregierung lassen sich drei verschiedene Einkommensgruppen unterscheiden:

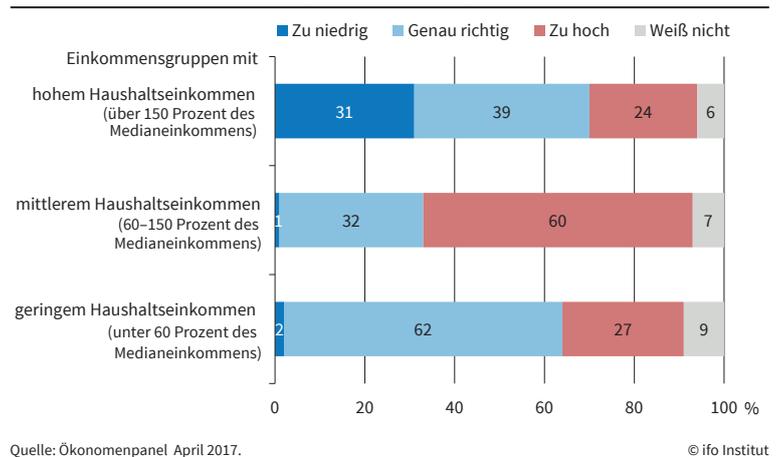
- Zur *niedrigen Einkommensgruppe* gehören diejenigen, deren Einkommen 60% des Nettoäquivalenzeinkommens bezogen auf den gesellschaftlichen Mittelwert unterschreitet.
- Zur *mittleren Einkommensgruppe* gehören diejenigen, deren Einkommen zwischen 60 und 150% des Nettoäquivalenzeinkommens bezogen auf den gesellschaftlichen Mittelwert beträgt.
- Zur *hohen Einkommensgruppe* gehören diejenigen, deren Einkommen 150% des Nettoäquivalenzeinkommens bezogen auf den gesellschaftlichen Mittelwert übersteigt.

Im Rahmen einer Bewertung der gegenwärtigen Steuerlast der einzelnen Gruppen vertritt eine klare Mehrheit der teilnehmenden Professoren für Volkswirtschaftslehre die Meinung, dass die Belastungen in der niedrigen Einkommensgruppe genau richtig sind (62%, Abb.1). Knapp 27% der Teilnehmer sind der Ansicht, die Steuerbelastung sei zu hoch, während nur 2% sie für zu niedrig halten. Ein ähnlich klares, im Ergebnis jedoch unterschiedliches Bild ergibt sich im Hinblick auf die mittlere Einkommensgruppe: 60% der teilnehmenden Professoren halten deren Steuerlast für zu groß, während lediglich 32% diese für angemessen halten. 1% der Befragten hält die Belastung für zu niedrig. Deutlich gespalten war die Meinung der Professoren im Hinblick auf die hohe Einkommensgruppe. Eine relative Mehrheit von 39% sehen deren Steuerlast als genau richtig an, während 31% der Teilnehmer diese für zu gering halten. Vergleichsweise wenige Ökonomen bewerten die gegenwärtige Steuerlast für hohe Einkommensgruppen als zu hoch (24%).

MEHRHEIT FÜR ALLGEMEINE ENTLASTUNG DER STEUERZAHLER

Unabhängig von der Belastung einzelner Einkommensgruppen

Abb. 1
Steuerlast einzelner Einkommensgruppen
Wie beurteilen Sie die Steuerlast der folgenden Einkommensgruppen?

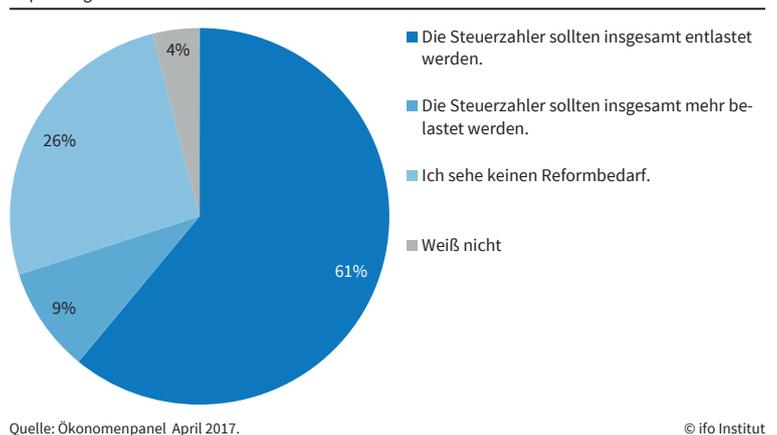


stellt sich aber auch die Frage, ob das Einkommensteueraufkommen in Deutschland insgesamt angemessen ist oder ob es erhöht bzw. gesenkt werden sollte. Das Verhältnis aus Einkommensteueraufkommen und Bruttoinlandsprodukt nahm in Deutschland seit Ende der Finanzkrise kontinuierlich zu und erreichte 2016 sogar den Höchststand seit der Wiedervereinigung.

Befragt dazu, ob es ihrer Ansicht nach insgesamt Anpassungsbedarf am Einkommensteueraufkommen gibt, sind die Teilnehmer mehrheitlich der Meinung, dass dieses reduziert werden könnte: 61% der Volkswirte sprechen sich für eine allgemeine Entlastung der Steuerzahler aus, während 26% der Teilnehmer keinen Reformbedarf sehen (vgl. Abb. 2). Eine Minderheit von 9% fordert dagegen eine Erhöhung des Steueraufkommens durch eine Mehrbelastung der Steuerzahler. 4% der Teilnehmer enthielten sich.

Professoren, die sich zuvor für eine höhere oder niedrigere Belastung der Steuerzahler ausgesprochen hatten, wurden in einer weiteren Frage gebeten, Angaben zur Höhe der von ihnen geforderten Be- bzw. Entlastungen zu machen.

Abb. 2
Anpassungsbedarfe beim Einkommensteueraufkommen
Wenn Sie das gesamte Einkommensteueraufkommen betrachten, gibt es Ihrer Meinung nach Anpassungsbedarf?



Eine relative Mehrheit der Entlastungsbefürworter (30%) hält demnach ein Gesamtentlastungsvolumen von 20 bis 30 Mrd. Euro für gerechtfertigt. Geringere Entlastungen von 10 bis 20 Mrd. Euro oder 0 bis 10 Mrd. Euro halten 27% bzw. 14% der Ökonomen für angemessen. 12% der Teilnehmer befürworteten Entlastungen in einem Umfang von mehr als 30 Mrd. Euro, während 17% keine Angaben machten.

In der kleinen Gruppe der Befürworter von zusätzlichen Belastungen im Rahmen der Einkommensteuer (9% aller Befragten) favorisiert eine absolute Mehrheit dieser Teilgruppe hohe Zusatzlasten von über 30 Mrd. Euro (50%). Geringere Belastungen im Umfang von bis zu 10 Mrd. Euro bzw. von 20 bis 30 Mrd. Euro befürworteten nur wenige Befragte (jeweils 10%). Ein relativ großer Teil von 30% machte hingegen keine genauen Angaben über das zusätzliche Belastungsvolumen.

VARIANTEN ZUR ABFLACHUNG DES MITTELSTANDSBAUCHS

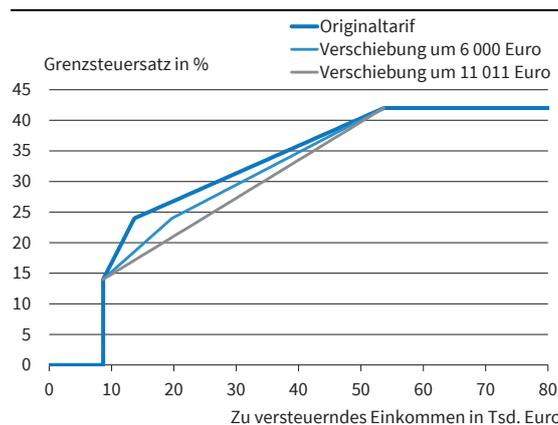
Die steuerliche Entlastung der Mittelschicht wird von der Politik besonders oft als Ziel möglicher Einkommensteuerreformen genannt. Hierbei zielen konkrete Vorschläge meist auf eine Abflachung des sogenannten Mittelstandsbauchs ab, der bei geringen und mittleren Einkommen zu schnell steigenden Grenzsteuersätzen führt. Als Resultat wird der Mittelstand deshalb häufig als der Teil der Gesellschaft angesehen, der einen besonders großen Teil der staatlichen Abgaben trägt.

Im Rahmen der Umfrage wurden den Ökonomen drei verschiedene Reformvorschläge mit unterschiedlichen Tarifierfassungen zur Abflachung des Mittelstandsbauchs präsentiert:

In der ersten Variante wird die untere Grenze der zweiten linear-progressiven Zone des Steuertarifs nach rechts verschoben. Die Einkommensgrenze für den Eingangs-, Spitzen- und Reichensteuersatz bliebe bei dieser Variante konstant (vgl. Abb. 3.1). Im gegenwärtig geltenden Tarif wird ein zusätzlich verdienender Euro ab einem zu versteuernden Einkommen von 13 770 Euro mit einem Grenzsteuersatz von 24% belastet. Eine Rechtsverschiebung dieses Einkommenseckwertes würde zwar alle Einkommensbezieher oberhalb dieses Schwellwertes entlasten; vergleichsweise werden dadurch allerdings insbesondere mittlere Einkommen mit einem Jahresbruttoeinkommen zwischen 32 000 und 62 000 Euro relativ am stärksten entlastet (vgl. Dorn et al. 2016a). Während eine Rechtsverschiebung um 1 000 Euro eine aggregierte Entlastungswirkung für die Steuerzahler in Höhe von etwa 3,4 Mrd. Euro bewirken würde, käme eine vollständige Abflachung dieses Eckwertes einer Entlastung der Steuerzahler von etwa 31,4 Mrd. Euro gleich (vgl. Dorn et al. 2016a; Dorn et al. 2017).

Ein zweiter Vorschlag zur Tarifierfassung beinhaltet eine Rechtsverschiebung der oberen Grenze der zweiten linear-progressiven Zone, während Ein-

Abb. 3.1
Tarifierfassung Variante I

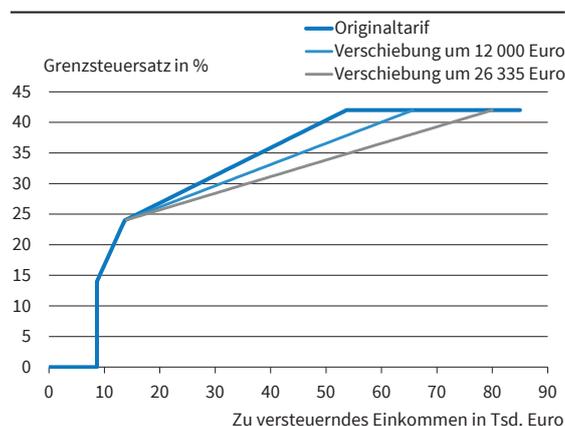


Quelle: Darstellung der Autoren mit beispielhaften Verschiebungen, ohne Darstellung der fünften Steuertarifzone. © ifo Institut

gangs- und Spitzensteuersatz sowie der Grundfreibetrag konstant bleiben. Diese Verschiebung bewirkt eine Abflachung des Mittelstandsbauchs im oberen Abschnitt: Gegenwärtig wird jeder zu versteuernde Euro über der Einkommensschwelle von 54 058 Euro mit dem Spitzengrenzsteuersatz von 42% besteuert. Während durch die Tarifierfassung der Spitzensteuersatz erst ab einem höheren zu versteuernden Einkommen als bisher fällig werden würde, würden gleichzeitig die Grenzsteuersätze für alle Einkommen der zweiten linear-progressiven Zone, d.h. oberhalb der Einkommensschwelle von 13 770 Euro, reduziert. Die Grenzsteuersätze im Einkommensbereich unter 13 770 Euro blieben hierbei unverändert (vgl. Abb. 3.2).

Die Entlastungen, die entstehen, wenn der Spitzensteuersatz erst bei höheren Einkommen greift, fallen geringer aus als jene für Reformoption I. Würde der Spitzensteuersatz von 42% beispielsweise erst ab einem zu versteuernden Einkommen von 80 000 Euro greifen, würde das den Staat knapp über 15 Mrd. Euro kosten (vgl. Dorn et al. 2016a; Dorn et al. 2017). Diese Unterschiede gegenüber der ersten Option lassen sich durch die geringere Anzahl der Steuerfälle in den höhe-

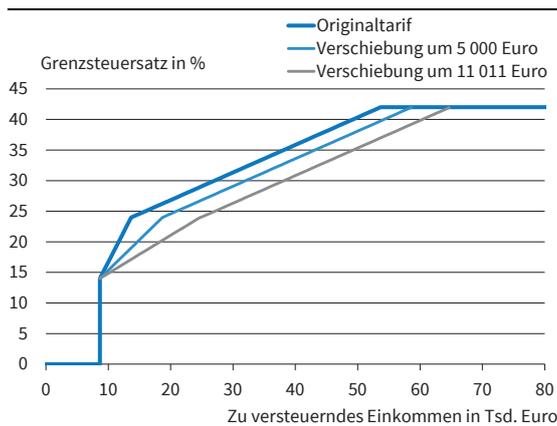
Abb. 3.2
Tarifierfassung Variante II



Quelle: Darstellung der Autoren mit beispielhaften Verschiebungen, ohne Darstellung der fünften Steuertarifzone. © ifo Institut

Abb. 3.3

Tarifanpassung Variante III



Quelle: Darstellung der Autoren mit beispielhaften Verschiebungen, ohne Darstellung der fünften Steuertarifzone. © ifo Institut

ren Einkommensbereichen erklären: Während unter der ersten Reformoption vor allem auch die kleineren Einkommen und somit die zahlenmäßig größte Gruppe der Steuerzahler entlastet wird, profitiert unter der zweiten Reformoption vor allem die einkommensstärkere Mittelschicht sowie Einkommen oberhalb des Spitzensteuersatzes. Nach Berechnungen von Dorn et al. (2016a) wären insbesondere Steuerzahler mit einem zu versteuernden Einkommen zwischen 62 000 Euro und 206 000 Euro relativ gesehen die größten Profiteure einer solchen Tarifanpassung.

Die dritte Variante umfasst eine gleichzeitige Verschiebung beider Enden der zweiten linear-progressiven Zone bis hin zu einer kompletten Abflachung des Mittelstandsbauchs und stellt somit eine Kombination der beiden vorhergehenden Varianten dar. Wieder verbleiben Eingangssteuersatz, Spitzensteuersatz sowie der Grundfreibetrag auf dem gegenwärtig festgelegten Niveau. Dies hat zur Folge, dass die Einkommensgrenze für den Beginn der zweiten Progressionszone sowie für den Spitzensteuersatz etwas erhöht werden würde. Wie bei Reformoption I sinken durch die Rechtsverschiebung des ersten Eckwertes die Grenzsteuersätze für gegebene Einkommen in der ersten Progressionszone. Dies gilt ebenso für Einkommen, die in die zweite Progressionszone fallen, wobei hier die Steigung der Grenzsteuersatzfunktion konstant bleibt (vgl. Abb. 3.3). Die Verschiebung führt zu breitflächigen Entlastungen über alle Einkommensgruppen.

Die Entlastungen, die unter der dritten Reformvariante entstehen, fallen höher aus als unter den beiden ersten Szenarien. Eine Rechtsverschiebung beider Eckwerte um 6 000 Euro würde mit Steuermindereinnahmen in Höhe von 22,3 Mrd. Euro einhergehen.

Auf individueller Ebene gestalten sich die Entlastungen für die unteren Einkommensgruppen identisch zur ersten Reformoption, da die Tarifverschiebung in diesem Bereich derjenigen unter der ersten Reformoption entspricht. Haushalte mit einem Bruttoeinkommen in Höhe von 80 000 Euro profitieren von einer solchen Tarifanpassung relativ gesehen am meisten.

Auf die Frage, welcher Reformvorschlag aus ihrer Sicht zu bevorzugen ist, befürwortet eine Mehrheit von 35% die dritte Option mit einer Parallelverschiebung der zweiten linear-progressiven Zone (vgl. Abb. 4). Für eine alleinige Rechtsverschiebung der unteren Grenze (Option I) sprechen sich noch 32% der Teilnehmer aus. Eine entsprechende alleinige Verschiebung der oberen Grenze (Option II) favorisieren dagegen lediglich 13% der befragten Teilnehmer. Alternativ hatten die Professoren auch die Möglichkeit, einen eigenen Reformvorschlag zu benennen. 12% der teilnehmenden Ökonomen nannten dabei andere eigene Vorschläge. Häufiger wurde dabei die Beibehaltung des Status quo, aber auch eine Erhöhung des Spitzensteuersatzes aufgeführt.

MEHRHEIT FÜR GEGENWÄRTIGE FORM DER ABGELTUNGSTEUER AUF KAPITALERTRÄGE

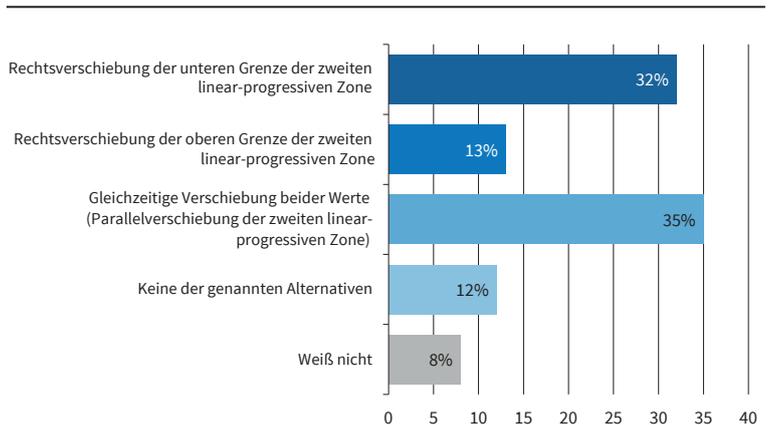
Im Rahmen von möglichen Steuerreformen wurde in den vergangenen Jahren ebenfalls diskutiert, Änderungen an der Abgeltungsteuer für Kapitalerträge vorzunehmen. So schlug beispielsweise Bundesfinanzminister Schäuble Ende 2015 vor, Kapitaleinkünfte wie alle anderen Einnahmen zu versteuern. Eine Abschaffung der Abgeltungsteuer ist auch Bestandteil der Bundestagswahlprogramme von SPD und Linken.

Eine Integration der Abgeltungsteuer in den Einkommensteuertarif favorisiert allerdings nur eine Minderheit von 34% der befragten Ökonomen. Eine absolute Mehrheit von 58% spricht sich dagegen für eine Beibehaltung der Steuer in ihrer gegenwärtigen Form aus. 7% der Umfrageteilnehmer machten bei dieser Frage keine Angabe.

Abb. 4

Reformvarianten zur Abflachung des Mittelstandsbauchs

Welche Variante der Tarifanpassung bevorzugen Sie zur Abflachung des Mittelstandsbauchs?



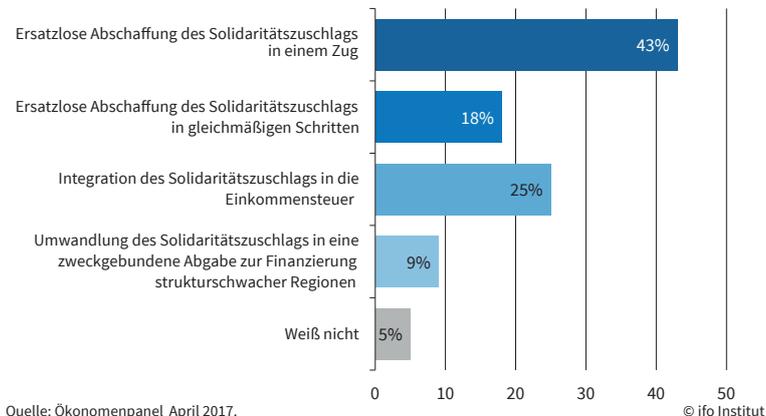
Quelle: Ökonomenpanel April 2017.

© ifo Institut

Abb. 5

Zur Zukunft des Solidaritätszuschlags

Wie sollte Ihrer Meinung nach in Zukunft mit dem Solidaritätszuschlag verfahren werden?



Quelle: Ökonomenpanel April 2017.

ERSATZLOSE ABSCHAFFUNG DES SOLIDARITÄTSZUSCHLAGS WIRD VON ÖKONOMEN FAVORISIERT

Ebenfalls deutlich medienwirksam wird in letzter Zeit auch über die Zukunft des »Soli« diskutiert. Im Zusammenhang mit der guten Lage der öffentlichen Haushalte und dem Auslaufen des Solidarpakts II im Jahr 2019 wird regelmäßig die Abschaffung dieses im Jahr 1991 eingeführten Steuerzuschlags gefordert. Auch Bundesfinanzminister Schäuble schloss sich im letzten Jahr dieser Ansicht an und schlug vor, den Solidaritätszuschlag ab 2020 schrittweise bis zum Jahr 2030 abzuschaffen.¹

Befragt zu ihrer Meinung bezüglich der Zukunft des »Soli«, spricht sich eine relative Mehrheit der Teilnehmer für eine ersatzlose Abschaffung des Zuschlags in einem Zug aus (43%, vgl. Abb. 5). 18% der Teilnehmer befürworten den Vorschlag Schäubles mit einer schrittweisen Abschaffung des Solidaritätszuschlags. Eine Integration des »Soli« in die Einkommensteuer ist dagegen aus Sicht von 25% der Teilnehmer wünschenswert. 9% befürworten indes die Umwandlung des Zuschlags in eine zweckgebundene Abgabe zur Finanzierung strukturschwacher Regionen, während 5% der Ökonomen kein Urteil abgeben wollten.

HÖHE UND SCHWELLENWERTE FÜR SPITZEN- UND REICHENSTEUERSATZ UNTERSCHIEDLICH BEWERTET

Sowohl im Zuge der Diskussionen zur Einkommensteuerbelastung als auch zur Einkommensungleichheit werden häufig die gegenwärtig gültigen Spitzen- und Reichensteuersätze in Deutschland in Frage gestellt, die 42% bzw. 45% (jeweils ohne Solidaritätszuschlag) betragen (ab einem Einkommen von 54 058 bzw. 256 304 Euro). So wird gelegentlich argumentiert, dass höhere Spitzen- und Reichensteuersätze der Einkommensungleichheit in Deutschland entgegenwirken könnten. Andererseits könnten höhere Steuersätze Leistungsanreizen entgegenwirken.

¹ Für beispielhafte Berechnungen von Einkommensteuerreformen inklusive einer Abschaffung des Solidaritätszuschlags vgl. u.a. Fuest et al. (2017).

zen- und Reichensteuersätze in Deutschland in Frage gestellt, die 42% bzw. 45% (jeweils ohne Solidaritätszuschlag) betragen (ab einem Einkommen von 54 058 bzw. 256 304 Euro). So wird gelegentlich argumentiert, dass höhere Spitzen- und Reichensteuersätze der Einkommensungleichheit in Deutschland entgegenwirken könnten. Andererseits könnten höhere Steuersätze Leistungsanreizen entgegenwirken.

Befragt zur Angemessenheit der Höhe des gegenwärtigen Spitzensteuersatzes (Grenzsteuersatz von 42%) beurteilt eine relative Mehrheit von 46% der teilnehmenden Professoren diesen für genau richtig; 32% der Teilnehmer halten den Spitzensteuersatz für zu niedrig und 16% für zu hoch (vgl. Abb. 6). Die Höhe des Reichensteuersatzes (Grenzsteuersatz von 45%) erachten 45% der Teilnehmer als angemessen. Für 28% der teilnehmenden Ökonomen ist der gegenwärtige Satz zu niedrig, während ihn 21% als zu hoch einstufen.

Anders fallen die Ergebnisse im Hinblick auf eine Beurteilung der für die beiden Steuersätze relevanten Einkommensschwelle aus. Die Schwelle des zu versteuernden Einkommens für den Spitzensteuersatz von 54 058 Euro hält eine klare Mehrheit von 69% der befragten Ökonomen für zu niedrig. Lediglich 20% bzw. 5% halten diese Schwelle für angemessen bzw. zu hoch. In Bezug auf die Schwelle des zu versteuernden Einkommens für den Reichensteuersatz von 256 304 Euro beurteilt eine relative Mehrheit von 47% der Teilnehmer diese als angemessen. 21% stufen die Schwelle als zu niedrig und 20% als zu hoch ein.²

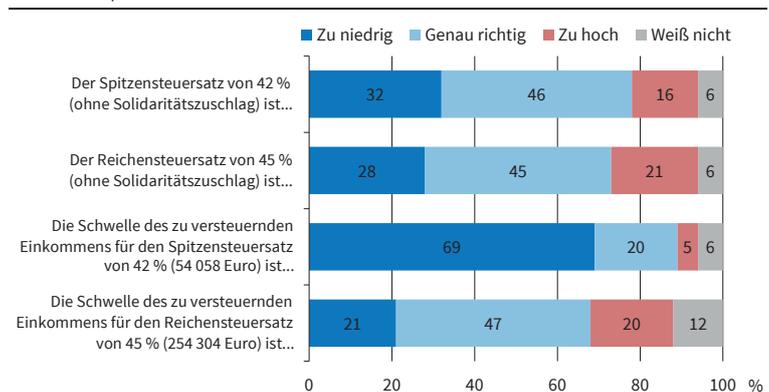
Die Schwelle des zu versteuernden Einkommens für den Reichensteuersatz von 256 304 Euro beurteilt eine relative Mehrheit von 47% der Teilnehmer diese als angemessen. 21% stufen die Schwelle als zu niedrig und 20% als zu hoch ein.²

² Dorn et al. (2017) berechnen die fiskalischen Effekte, die sich bei einem graduellen Anstieg des Grenzsteuersatzes im Bereich zwischen Spitzen- und Reichensteuersatz ergeben würden.

Abb. 6

Spitzen- und Reichensteuersatz

Wie beurteilen Sie die folgenden im Zusammenhang mit dem Spitzen- und Reichensteuersatz relevanten Aspekte?



Quelle: Ökonomenpanel April 2017.

© ifo Institut

AUSGLEICH DER KALTEN PROGRESSION

Regelmäßige mediale Aufmerksamkeit erfuhr in den letzten Jahre ebenfalls das Thema der Kalten Progression. Die Kalte Progression (im engeren Sinne) ist definiert als eine Steuermehrbelastung, die im zeitlichen Verlauf entsteht, wenn die Eckwerte des progressiven Steuertarifs nicht an die Preissteigerungsrate angepasst werden. Allerdings kann es auch in Abwesenheit eines steigenden Preisniveaus infolge eines realen Einkommenswachstums dazu kommen, dass der Staat durch die Progressivität des Steuertarifs einen zunehmend größeren Teil der privaten Einkünfte absorbiert und die Steuerpflichtigen in höhere Grenzsteuersätze »hineinrutschen« (Kalte Progression im weiteren Sinne).³

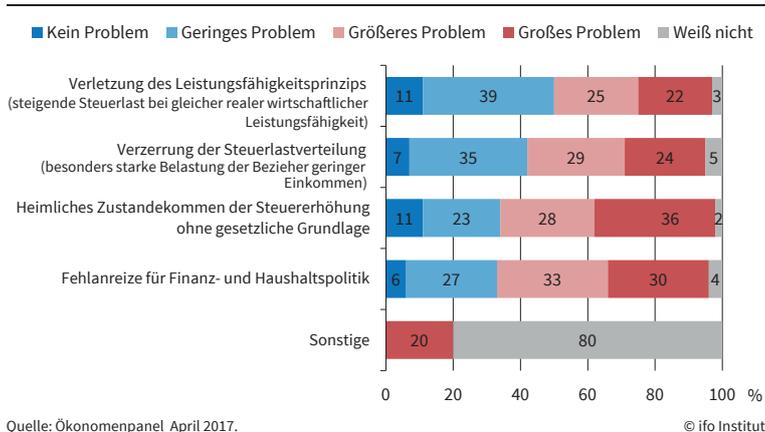
Im Ökonomenpanel wurden die Teilnehmer um eine Einschätzung der mit der Kalten Progression einhergehenden Probleme gebeten. Es zeigt sich, dass nach Ansicht der teilnehmenden Ökonomen insbesondere das heimliche Zustandekommen der Steuererhöhung ohne gesetzliche Grundlage als größtes Problem angesehen wird (vgl. Abb. 7). Auch die im Zusammenhang mit der Kalten Progression entstehenden Fehlanreize für die Finanz- und Haushaltspolitik stellen ein nicht zu vernachlässigendes Problem dar. Die mit der Kalten Progression verbundene Verzerrung der Steuerlastverteilung (d.h. die besonders starke Belastung von Beziehern geringer Einkommen) sowie eine vermeintliche Verletzung des Leistungsfähigkeitsprinzips (steigende Steuerlast bei gleicher realer wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit) sind nach Ansicht der teilnehmenden Ökonomen vornehmlich geringere Probleme.

Zum Ausgleich der Kalten Progression passte die Bundesregierung bisher die Tarifeckwerte sowie einzelne Steuerabzugsposten nur sporadisch an. Eine von Ökonomen vielfach empfohlene Lösung des Problems ist die Indexierung des Steuertarifs als Einkommensteuertarif »auf Rädern«. Hierbei werden die Tarifeckwerte sowie alle Freibeträge und steuerrechtlich abzugsfähigen Posten regelmäßig an das Preisniveau und gegebenenfalls die Realeinkommensentwicklung angepasst.

³ Dorn et al. (2016b) schätzen die kumulierte Belastung dieser »heimlichen Steuererhöhungen« zwischen 2011 und 2016 auf 33,5 (Kalte Progression im engeren Sinne) bzw. 70,1 Mrd. Euro (Kalte Progression im weiteren Sinne).

Abb. 7
Probleme der Kalten Progression

Wie groß sind Ihrer Meinung nach die folgenden im Zusammenhang mit der Kalten Progression immer wieder genannten Probleme?



Befragt zum präferierten Rhythmus der Anpassungen beim Einkommensteuertarif zum Ausgleich der Kalten Progression spricht sich eine absolute Mehrheit von 76% der Teilnehmer für einen »Tarif auf Rädern« und damit für die automatische jährliche Anpassung der Tarifeckwerte und Abzugsposten aus (vgl. Abb. 8). Den Status quo mit sporadischen Anpassungen befürworten 20% der Teilnehmer. Eine automatische Anpassung wird damit aus Sicht der Ökonomen klar befürwortet. Insbesondere in der gegenwärtigen ökonomischen Situation Deutschlands wären die Voraussetzungen für eine solche Anpassung günstig. So meint beispielsweise David Stadelmann von der Universität Bayreuth: »Es sollte mittlerweile gar keine Diskussion mehr sein, dass bei der Einkommensteuer die Folgen der kalten Progression periodisch und automatisch ausgeglichen werden müssen! Das ist einfach guter, ökonomischer Sachverstand. Die derzeit historisch niedrige Inflation würde es auch erlauben, eine solche Anpassung der Folgen der kalten Progression für den Staatshaushalt zu relativ attraktiven Bedingungen und damit mit politisch geringen Kosten durch eine verbindliche Regel festzuschreiben.«

Abb. 8
Rhythmus der Anpassungen beim Einkommensteuertarif

In welchem Rhythmus sollte der Einkommensteuertarif Ihrer Meinung nach zum Ausgleich der Kalten Progression korrigiert werden?

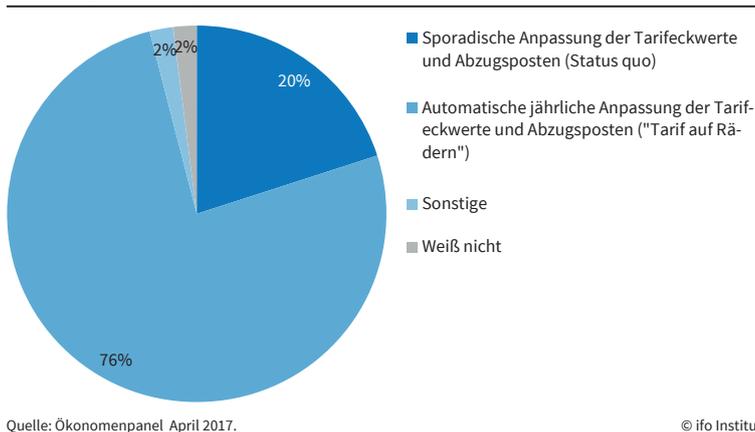
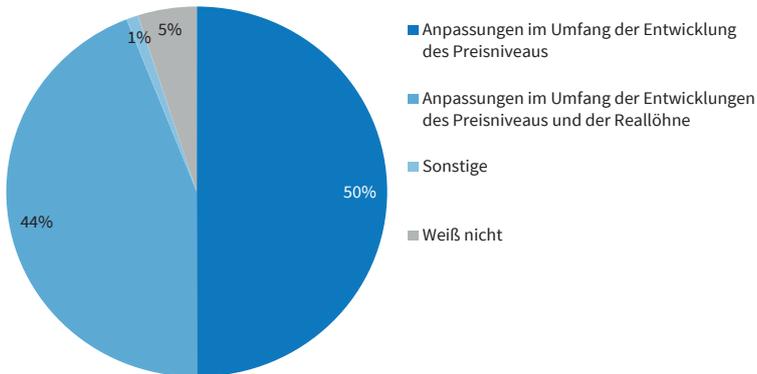


Abb. 9

Umfang der Anpassungen beim Einkommensteuertarif

In welchem Umfang sollte der Einkommensteuertarif Ihrer Meinung nach zum Ausgleich der Kalten Progression korrigiert werden?



Quelle: Ökonomenpanel April 2017.

© ifo Institut

Bezüglich des Umfangs der Anpassungen im Rahmen eines potenziellen »Tarifs auf Rädern« sind die befragten Ökonomen allerdings gespaltener Meinung (vgl. Abb. 9). 50% der Teilnehmer sprechen sich für Anpassungen an die Entwicklung des Preisniveaus aus, während 44% darüber hinaus noch eine zusätzliche Anpassung an die Reallohnentwicklung befürworten. 5% der Teilnehmer äußerten sich nicht zu der Frage.

GRUNDLEGENDE REFORM DES EINKOMMENSTEUERSYSTEMS

Grundsätzlich gibt es verschiedene Möglichkeiten zur tariflichen Ausgestaltung eines Einkommensteuersystems. So wären anstatt des gegenwärtig in Deutschland verwendeten Tarifs mit mehreren linear-progressiven Zonen auch ein Stufentarif mit treppenförmig verlaufendem Grenzsteuersatz oder eine Einheitssteuer (»Flat Tax«) denkbar.

Befragt dazu, welche einkommensteuerliche Tarifausgestaltung sie bevorzugen würden, spricht sich eine absolute Mehrheit der teilnehmenden Professoren für das bisherige linear-progressive System aus (58%). 27% der Teilnehmer präferieren einen Stufentarif, während nur 12% eine »Flat Tax« bevorzugen würden. 3% der Teilnehmer machen keine Angabe.

Gegenwärtig steht die Einkommensteuer in der Bundesrepublik für rund 36,5% des gesamten Steueraufkommens und nimmt somit aus haushaltspolitischer Sicht eine gewichtige Rolle ein. In einem möglichen Reformszenario könnte die Bedeutung der Einkommensteuer durch eine Erhöhung des Aufkommens noch weiter gestärkt werden. Als Ausgleichsmaßnahme würde dagegen eine gleichzeitige Senkung anderer Steuern erfolgen. Befragt dazu, ob sie eine solche Steuerreform befürworten würden, spricht sich eine absolute Mehrheit von 72% der Teilnehmer dagegen aus. Lediglich 18% der Teilnehmer würden eine derartige Reform befürworten, wobei häufig eine Senkung der Mehrwertsteuer vorgeschlagen wurde. 10% machten bei dieser Frage keine Angaben.

Insgesamt sprechen sich die Ökonomen somit vornehmlich gegen eine grundlegende Reformierung des gegenwärtigen Einkommensteuersystems aus. Allerdings geben einige Teilnehmer zu bedenken, dass zukünftig nicht nur das Einkommensteuersystem allein betrachtet werden sollte, sondern auch die Sozialabgaben mitberücksichtigt werden sollten. So meint etwa Andreas Peichl von der Ludwig-Maximilians-Universität München und ifo Institut, dass »[die] Abgabenlast für untere und mittlere Einkommen (...) viel zu hoch [ist]«, weshalb er auch vorschlägt, ein »integriertes System

aus Transfers, Abgaben und [einer Einkommensteuer]« zu implementieren. Auch Fabian Herweg von der Universität Bayreuth ist der Ansicht, dass »bei einer Steuerreform (...) die Sozialabgaben mit auf den Prüfstand [sollten]. Unter diesen leiden niedrige Einkommen und sie sorgen für eine relative Geringbelastung von Spitzeneinkommen (gemäß heutiger Ausgestaltung).« Es bleibt abzuwarten, inwiefern es nach der Bundestagswahl 2017 zu einer entsprechenden Reformierung des Einkommensteuersystems kommt.

LITERATUR

CSU (2017), *Der Bayernplan – Klar für unser Land*, 17. Juli, verfügbar unter: http://www.csu.de/common/download/Beschluss_Bayernplan.pdf.

Die Grünen (2017), *Zukunft wird aus Mut gemacht – Bundestagswahlprogramm 2017*, 17. Juli, verfügbar unter: https://www.gruene.de/fileadmin/user_upload/Dokumente/Gruener_Bundestagswahlprogramm-entwurf_2017.pdf.

Die Linke (2017), *Die Zukunft, für die wir kämpfen – SOZIAL. GERECHT. FÜR ALLE, Leittrag zum Wahlprogramm*, verfügbar unter: https://www.die-linke.de/fileadmin/download/wahlen2017/leittrag_entwurf_bundestagswahlprogramm_2017_neu.pdf.

Dorn, F., C. Fuest, F. Häring, B. Kauder, L. Lorenz und M. Mosler (2017), »Die Beseitigung des Mittelstandsbauchs – Reformoptionen zur Einkommensteuer und ihre fiskalischen Kosten«, *ifo Schnelldienst* 70(9), 31–38.

Dorn, F., C. Fuest, B. Kauder, L. Lorenz und M. Mosler (2016a), *Die Beseitigung des Mittelstandsbauchs – Varianten und Kosten*, ifo Forschungsberichte 77, ifo Institut, München.

Dorn, F., C. Fuest, B. Kauder, L. Lorenz, M. Mosler und N. Potrafke (2016b), *Heimliche Steuererhöhungen – Belastungswirkungen der Kalten Progression und Entlastungswirkungen eines Einkommensteuertarifs auf Rädern*, ifo Forschungsberichte 76, ifo Institut, München.

Fuest, C., S. Gäbler, B. Kauder, L. Lorenz und M. Mosler (2017), *Reform der Einkommensteuer: Vorschläge für einen »Niedersachsen-Tarif«*, Studie im Auftrag des Landes Niedersachsen, vertreten durch das Niedersächsische Finanzministerium, ifo Institut, München.

Götttert, M. (2017), »Steuernehreinnahmen und Steuerquote wachsen weiter. Zu den Ergebnissen der Steuerschätzung vom Mai 2017«, *ifo Schnelldienst* 70(11), 55–58.

Zeit Online (2017a), »Merkel schließt zusätzliche Steuerentlastungen aus«, 12. Mai, verfügbar unter: <http://www.zeit.de/politik/deutschland/2017-05/angela-merkel-steuern-15-milliarden-euro-entlastung-mittelschicht>.

Zeit Online (2017b), »SPD plant Reichensteuer ab 250 000 Euro«, 19. Juni, verfügbar unter: <http://www.zeit.de/politik/deutschland/2017-06/wahlprogramm-spd-reichensteuer-martin-schulz>.

Christa Hainz, Artem Marjenko und Susanne Wildgruber*

Die Auswirkungen der Niedrigzinspolitik der EZB auf Unternehmen

Ergebnisse der Sonderfrage der ifo Konjunkturumfrage zu Negativzinsen auf Einlagen

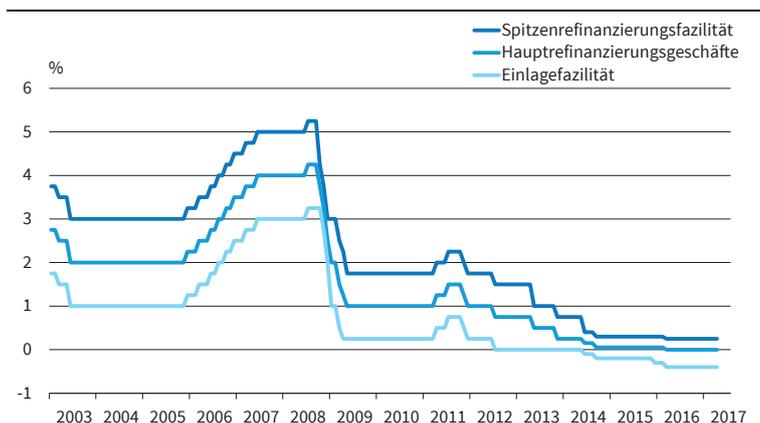
Im Rahmen der Konjunkturumfrage wurden im Juni 2017 die Unternehmen nach ihren Erfahrungen mit Negativzinsen gefragt. Die Auswertung der Sonderfrage zeigt, dass jedes fünfte Unternehmen von einer Bank mit Negativzinsen auf Einlagen konfrontiert wurde. Mittlere und große Unternehmen waren deutlich häufiger betroffen als kleine Unternehmen. Die betroffenen Unternehmen versuchen mehrheitlich, die Negativzinsen zu umgehen. Die häufigsten Reaktionen hierbei sind Verhandlungen mit der Bank sowie ein Wechsel zu einer Bank, die noch keine negativen Zinsen auf Einlagen erhebt. Auch Umschichtungen zwischen Finanzanlagen oder Unternehmensbereichen sowie eine Erhöhung der Investitionstätigkeit waren häufig genannte Antworten. Insbesondere letztere Reaktion ist aus volkswirtschaftlicher Perspektive interessant, da sie nicht nur monetäre, sondern auch realwirtschaftliche Auswirkungen hat.

Der Ausbruch der Finanzkrise liegt nun schon fast zehn Jahre zurück. Im Rahmen der Krisenbewältigung wurde die Geldpolitik stark gelockert, und die Notenbanken griffen zu außergewöhnlichen Maßnahmen. So senkte die EZB im Juli 2014 ihren Einlagesatz erstmals auf ein negatives Niveau (vgl. Abb. 1). Hintergrund dieser ungewöhnlichen geldpolitischen Maßnahme war die anhaltend geringe Inflation im Euroraum und die stagnierende Kreditvergabe an Unternehmen. Der negative Zinssatz für die Einlagefazilität verursacht Kosten bei den Banken, die überschüssige Liquidität bei der Zentralbank halten. Zusammen mit den geringen Zinserträgen aus dem Kreditgeschäft belastet dies die Profitabilität der Banken.

Die Negativzinsen, die sie für Einlagen bei der EZB bezahlen, geben manche Banken an ihre Geschäftskunden weiter, wie der Verlauf des Effektivzinssatzes für Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften bei Banken in Deutschland verdeutlicht. Abbildung 2 zeigt, dass der Effektivzins für Neugeschäfte mit einer vereinbarten Laufzeit von weniger als einem Jahr im vergangenen Jahr erstmals unter die Nullgrenze fiel. Aktuell (Stand: Mai 2017) liegt dieser Zinssatz bei $-0,05\%$. Die nachfolgende Graphik zeigt außerdem die Entwicklung des Effektivzinsses für Einlagen von Unternehmen mit täglicher Fälligkeit, der aktuell mit $-0,01\%$ ebenfalls im negativen Bereich liegt, sowie die Werte für Einlagen mit vereinbarter Laufzeit von mehr

als zwei Jahren. Auch hier ergeben sich historisch niedrige Werte mit einem Effektivzinssatz von aktuell $0,3\%$.

Abb. 1
Zinssätze der Europäischen Zentralbank



Quelle: Deutsche Bundesbank, Zeitreihen-Datenbank EZB-Zinssätze.

© ifo Institut

SONDERFRAGE DER IFO KONJUNKTURUMFRAGE ZU NEGATIVZINSEN

Im Juni 2017 wurde im Rahmen der ifo Konjunkturumfrage die Sonderfrage gestellt, ob Unternehmen von Negativzinsen auf Einlagen betroffen sind und falls ja, welche Maßnahmen sie dagegen ergrei-

* Susanne Wildgruber ist Doktorandin am Center for Economic Studies (CES) an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

Sonderfrage zu Negativzinsen

a) Wurden Sie von mindestens einer Ihrer Banken mit Negativzinsen auf Einlagen konfrontiert?

- Ja
- Nein (weiter mit d.)

Wenn ja:

b) Welche Maßnahmen haben Sie ergriffen, um die Zahlung von Negativzinsen zu vermeiden?

(Mehrfachnennungen möglich)

- Keine Maßnahmen ergriffen – Negativzins akzeptiert
- Verhandlung mit der Bank
- Wechsel zu einer anderen Bank, die (noch) keine Negativzinsen verlangt
- Erhöhung der Bargeldhaltung
- Umschichtung in andere Finanzanlagen sowie Rückzahlung von Krediten
- Umschichtung des Guthabens innerhalb der Unternehmensbereiche
- Durchführen oder Vorziehen von (zusätzlichen) Investitionen
- Andere, bitte spezifizieren:

c) Alles in allem belastet die Negativzinsproblematik unsere Ertragslage

- stark
- weniger stark
- unwesentlich oder gar nicht

d) Wie viele Banken bezeichnen Sie insgesamt als Ihre Hausbank(en)?

- 0
- 1
- 2
- 3
- 4
- mehr als 4

Anmerkungen:

Frage d) dient primär wissenschaftlichen Zwecken (Kontrollvariable) und hat mit der Negativzinsproblematik nicht unmittelbar etwas zu tun.

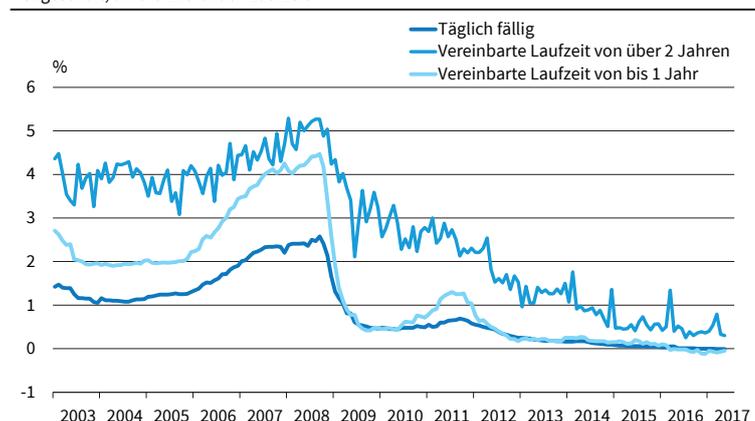
fen. Die Sonderfrage war Bestandteil der Online-Version der ifo Konjunkturumfrage und wurde von etwa 4 000 Unternehmen aus den Sektoren Verarbeiten des Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Handel und Dienstleistungen beantwortet. Knapp jedes fünfte befragte Unternehmen (18,9%) gab dabei an, von mindestens einer seiner Banken mit Negativzinsen konfrontiert worden zu sein. Die Höhe der von den Banken erhobenen Negativzinsen schwankt. In den Medien wird häufig ein Zinssatz von 0,4% genannt. Geht man davon aus, dass ein Fünftel der Unternehmen Negativzinsen bezahlt und die anderen Unternehmen keine Zinsen auf ihre Einlagen erhalten, würde dies bei einem durchschnittlichen Einlagenzinssatz für Neueinlagen von Unternehmen in Höhe von – 0,05% (wie er von der Bundesbank veröffentlicht wurde) bedeuten, dass

der für Neueinlagen vereinbarte Negativzins im Durchschnitt 0,25% beträgt.

Wurde ein Unternehmen mit Negativzinsen konfrontiert, war die häufigste Reaktion, Verhandlungen mit der Bank zu führen. Knapp die Hälfte der betroffe-

Abb. 2

Effektivzinssätze für Einlagen nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften
Neugeschäft, differenziert nach Laufzeit



Quelle: Deutsche Bundesbank, Zeitreihen-Datenbank, MFI-Zinsstatistik.

© ifo Institut

Abb. 3
Maßnahmen der Unternehmen zur Vermeidung von Negativzinsen

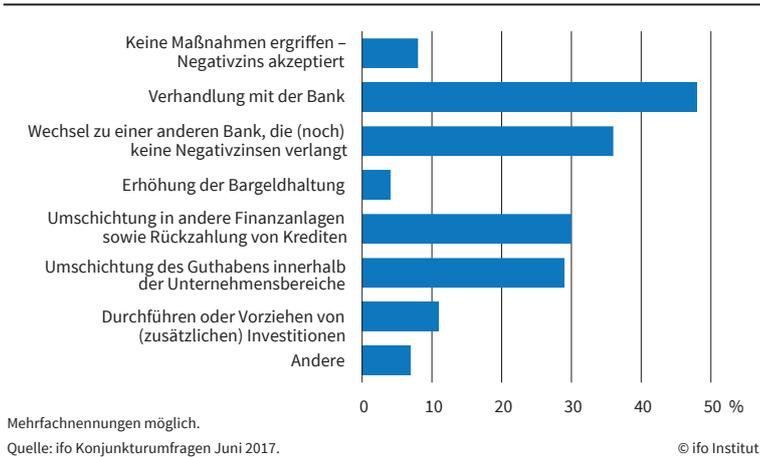


Abb. 4
Anteil der von Negativzinsen betroffenen Unternehmen
Nach Bundesländern

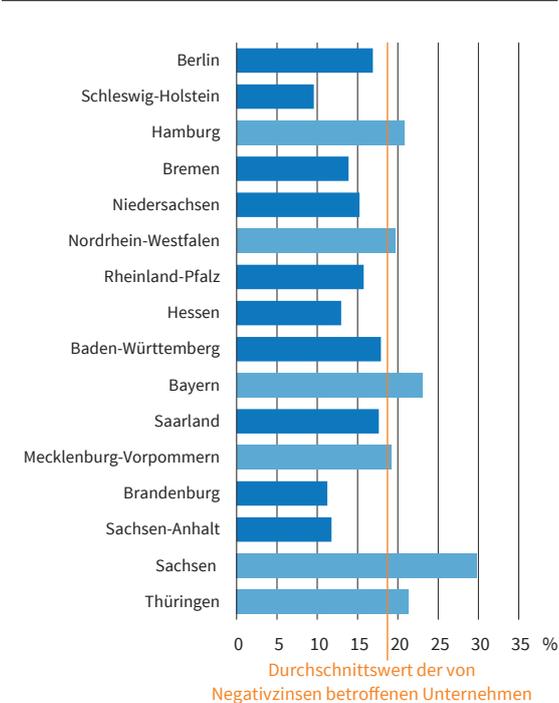
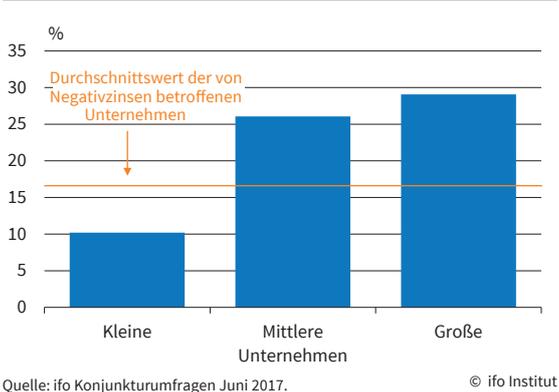


Abb. 5
Anteil der von Negativzinsen betroffenen Unternehmen
Nach Unternehmensgröße



nen Unternehmen (48%) hat dies getan. Insgesamt 36% der betroffenen Unternehmen haben zu anderen Banken gewechselt, die (noch) keine Negativzinsen verlangen. Auch mit einer teilweise Umschichtung zu anderen Banken können Negativzinsen umgangen werden, wenn dadurch die Höhe der Einlagen unter den Schwellenschwert sinkt, ab dem Negativzinsen anfallen. Mit 30% und 29% waren Umschichtungen bei den Finanzanlagen bzw. innerhalb der Unternehmensbereiche weitere, häufig ergriffene Maßnahmen. Da Negativzinsen nur für

täglich verfügbare Einlagen anfallen, trägt auch eine Umschichtung in Anlagen mit vereinbarter Laufzeit zu ihrer Vermeidung bei. Eine erhöhte bzw. vorgezogene Investitionstätigkeit wurde von 11% der Unternehmen bejaht. Dies impliziert nicht nur monetäre, sondern auch direkte realwirtschaftliche Effekte. 8% der Unternehmen haben Negativzinsen akzeptiert. Erhöhung der Bargeldhaltung war eine selten genannte Antwort (4%), die Kategorie »Andere« wurde von 7% der Unternehmen angekreuzt.

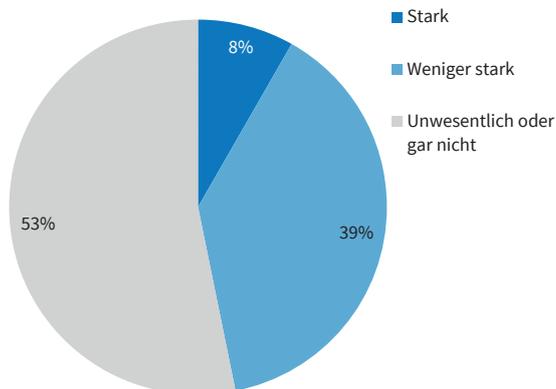
Die meisten Unternehmen haben ein Bündel an Maßnahmen ergriffen. So hat knapp ein Drittel der Unternehmen, die mit der Bank verhandelt haben, auch die Bank gewechselt. Dies lässt darauf schließen, dass die Verhandlungen mit der Bank in diesen Fällen nicht zu einem beidseitig akzeptierten Kompromiss führten.

UNTERSCHIEDE ZWISCHEN BUNDESLÄNDERN UND UNTERNEHMENSGRÖSSEN

Im Durchschnitt waren knapp 19% der befragten Unternehmen von Negativzinsen seitens ihrer Banken betroffen. Abbildung 4 weist den Anteil der betroffenen Unternehmen differenziert nach Bundesländern aus. Für Hamburg, Nordrhein-Westfalen, Bayern, Mecklenburg-Vorpommern, Sachsen und Thüringen zeigt sich dabei ein überdurchschnittlich hoher Anteil an betroffenen Unternehmen. So gaben in Sachsen knapp 30% der befragten Unternehmen an, von Negativzinsen betroffen zu sein.

Auch bezüglich der Unternehmensgröße lassen sich Unterschiede feststellen. Von den von uns befragten kleinen Unternehmen mit weniger als 50 Mitarbeitern gaben 10% an, von Negativzinsen betroffen zu sein. Bei den mittleren Unternehmen lag dieser Wert bei 26% und bei großen Unternehmen mit mindestens 250 Mitarbeitern bei 29%. Da Banken Negativzinsen erst für Guthaben erheben, die über einem gewissen Schwellenwert liegen, ist dieses Ergebnis durchaus plausibel. Größere und scheinbar auch mittlere Unternehmen überschreiten bei ihren Einlagen den Schwellenwert häufiger als kleinere Unternehmen.

Abb. 6
Belastung der Ertragslage durch Negativzinsen



Quelle: ifo Konjunkturumfragen Juni 2017.

© ifo Institut

AUSWIRKUNGEN AUF DIE ERTRAGSLAGE

8% der betroffenen Unternehmen sahen ihre Ertragslage durch die Negativzinsen stark belastet. Eine weniger starke Belastung empfanden 39% der Befragten. Für 53% der Unternehmen war die Belastung unwesentlich oder nicht vorhanden.

Unternehmen, deren Ertragslage durch die Negativzinsen stark belastet war, reagierten auf die Situation besonders häufig mit Verhandlungen mit der Bank (60%) und/oder der Umschichtung des Guthabens innerhalb des Unternehmens. Diese Unterneh-

men passten zudem überdurchschnittlich oft ihr Investitionsverhalten an: Über 20% der stark belasteten Unternehmen gaben an, Investitionen vorzuziehen oder zusätzliche Investitionen durchzuführen. Bei den Unternehmen, deren Ertragslage nicht oder unwesentlich belastet war, lag dieser Anteil bei 10%. Verhandlungen mit der Bank führten bei den nicht oder unwesentlich Belasteten allerdings auch 45% der Unternehmen, was darauf hindeutet, dass ein signifikanter Teil der Unternehmen nicht bereit ist, Negativzinsen ohne weiteres zu akzeptieren, selbst wenn die Ertragslage dadurch nicht beeinträchtigt wird.

FAZIT

Die Auswertung der Sonderfrage zeigt, dass jedes fünfte Unternehmen von einer Bank mit Negativzinsen auf Einlagen konfrontiert wurde. Sind Unternehmen betroffen, so versuchen sie mehrheitlich, die Negativzinsen zu umgehen. Die häufigsten Reaktionen hierbei sind Verhandlungen mit der Bank sowie ein Wechsel zu einer Bank, die noch keine negativen Zinsen auf Einlagen erhebt. Auch Umschichtungen zwischen Finanzanlagen oder Unternehmensbereichen sowie eine Erhöhung der Investitionstätigkeit waren häufig genannte Antworten. Insbesondere letztere Reaktion ist aus volkswirtschaftlicher Perspektive interessant, da sie nicht nur monetäre, sondern auch realwirtschaftliche Auswirkungen hat.

Klaus Wohlrabe und Timo Wollmershäuser

Über die richtige Interpretation des ifo Geschäftsklimas als konjunktureller Frühindikator

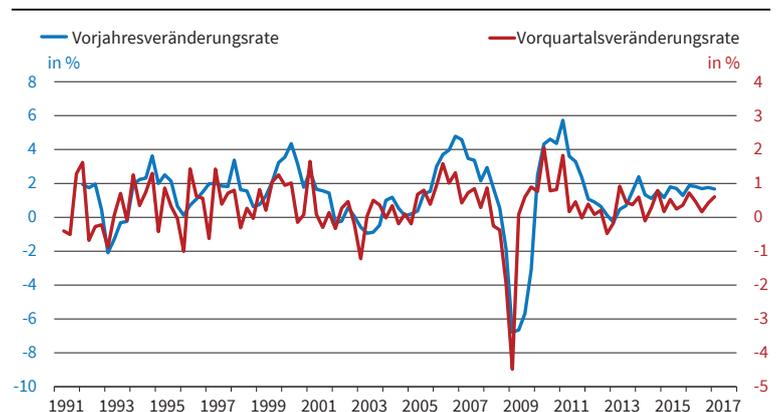
Aufgrund der Rekordjagd des ifo Geschäftsklimaindex in den vergangenen Monaten wurde vereinzelt die Aussagekraft des Konjunkturindikators in Frage gestellt. Der Artikel gibt einen kurzen und einfachen Überblick, wie dieser richtig zu interpretieren ist. Es zeigt sich, dass vor allem die Veränderung des ifo Geschäftsklimaindex betrachtet werden muss, wenn eine Aussage über den Verlauf des Bruttoinlandsprodukts getroffen werden soll.

Der ifo Geschäftsklimaindex für die gewerbliche Wirtschaft erreichte in den vergangenen Monaten drei neue Rekorde in Folge. Viel wird deshalb dieser Tage über den Zusammenhang zwischen dem ifo Geschäftsklimaindex und der tatsächlichen Konjunktur berichtet. Und nicht wenige kommen zu dem Schluss, dass die euphorische Stimmung nicht mehr die wirtschaftliche Realität widerspiegelt. Ein besonders prominentes Beispiel ist Hüfner (2017): »Nach den Stimmungsindikatoren gerechnet könnte das Wirtschaftswachstum rein statistisch gesehen bei 4% bis 5% liegen.« Allerdings, so Hüfner, »mehr als 2% reales Wachstum sind in Deutschland derzeit nicht drin, so gut der ifo-Index auch sein mag.« Als Begründung führt er schließlich an: »Objektiv gesehen sind Stimmungsindikatoren keine Facts, also richtige Konjunktur, sondern Fakes, also Vortäuschungen der Konjunktur.« Auch die *Süddeutsche Zeitung* vom 26. Juli 2017 nahm diese Diskussion unter dem Titel »Fakt oder Fake? Das ifo Geschäftsklima scheint besser zu sein als die Lage« (S. 18) auf. Es ist naheliegend, dass das ifo Institut hierzu Stellung nehmen muss. In dem Beitrag wird gezeigt, dass nicht das Niveau des ifo Geschäftsklimaindex, sondern seine Veränderung betrachtet werden muss, wenn auf seiner Basis Aussagen über die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland getroffen werden sollen.

Dafür muss zunächst einmal geklärt werden, welche Größe zur Beschreibung der Konjunktur verwendet werden soll. Weitgehende Einigkeit besteht unter den Konjunkturanalysten darüber, dass das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) ein geeignetes Maß für die wirtschaftliche Leistung einer Volkswirtschaft ist. Aller-

dings ist das reale BIP selbst eine sogenannte nicht stationäre Größe, die einem unbestimmten, meist aufwärts gerichteten Trend folgt. Unter Konjunktur wird hingegen ein stationärer Prozess verstanden, bei dem das BIP über die Zeit hinweg um den Trend herum schwankt. Idealtypisch und im Lehrbuch folgt es einer Sinusschwingung. In der Praxis wird die konjunkturelle Entwicklung häufig in Form der Veränderungsrate des realen BIP dargestellt, die von der idealtypischen Schwingung abweicht und wesentlich ungleichmäßiger verläuft. Da das Statistische Bundesamt internationalen Standards folgt und das BIP im Rahmen der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen vierteljährlich veröffentlicht, stehen die Veränderungsrate der Quartalsdaten des realen BIP im Mittelpunkt der Konjunkturbeobachtung. Während bei der graphischen Veranschaulichung der Konjunktur meist die Vorjahresveränderungsrate des realen BIP gezeigt wird, steht jedoch die Verlaufsrate im Mittelpunkt einer jeden Konjunkturprognose. Die Verlaufsrate errechnet sich als prozentuale Veränderungen gegen-

Abb. 1
Veränderung des realen BIP



Quelle: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

Abb. 2

Niveau und Veränderung des realen BIP



Quelle: Statistisches Bundesamt; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

über dem Vorquartal und nicht – wie bei der Vorjahresveränderungsrate – gegenüber dem Vorjahresquartal. Die Betrachtung von Vorjahresveränderungsraten hat den Vorteil, dass sie einen glatteren Verlauf aufweist (vgl. Abb. 1). Diese Eigenschaft beruht auf der Tatsache, dass sich die Vorjahresveränderungsrate in einem bestimmten Quartal näherungsweise als Summe der vier Verlaufsraten des betrachteten Jahreszeitraums errechnet (vgl. Abb. 2). Dadurch werden die Schwankungen, die die Verlaufsraten von einem aufs andere Quartal aufweist, geglättet. Allerdings wird gerade aufgrund dieser Summenbildung die Information, die eine Verlaufsraten am aktuellen Rand liefert, mit Informationen aus den vorangegangenen Quartalen vermengt. Konjunkturell informativer ist deshalb die Verlaufsraten des BIP (vgl. Nierhaus 1999). Abbildung 1 zeigt jedoch auch, dass diese aufgrund ihrer höheren Volatilität schwieriger zu prognostizieren ist (vgl. Abberger 2007).

Der ifo Geschäftsklimaindex ist einer der wichtigsten Konjunkturindikatoren der deutschen Wirtschaft. Zum einen soll er eine Aussage darüber treffen, in welcher konjunkturellen Verfassung sich die Wirtschaft aktuell befindet. Damit füllt er eine wichtige Informationslücke, da die amtliche Statistik eine erste Schnellschätzung für das BIP in einem bestimmten Quartal erst 45 Tage nach dessen Ende veröffentlicht. Zum anderen soll er Hinweise darauf geben, mit welcher Tendenz in den nächsten Monaten zu rechnen ist. Damit eignet er sich als Instrument für die Prognose der konjunkturellen Entwicklung. Der ifo Geschäftsklimaindex wurde in sehr vielen wissenschaftlichen Studien auf seine Prognosekraft hin untersucht und schnitt dabei oft sehr gut ab. Die Aufsätze von Abberger und Wohlrabe (2006) sowie Seiler und Wohlrabe (2013) geben einen Überblick. Ein wichtiger Vorteil des ifo Geschäftsklimaindex ist die monatliche und zeitnahe Verfügbarkeit. Er basiert auf etwa 7 000 monatlichen Meldungen von Unternehmen der Gewerblichen Wirtschaft, also des Verarbeitenden Gewerbes, des Bauhauptgewerbes, des Großhandels und des Einzelhandels. Die Unternehmen werden gebeten, ihre gegenwärtige Geschäftslage zu beurteilen und ihre Erwartungen für die nächsten sechs

Monate mitzuteilen. Sie können ihre Lage mit »gut«, »befriedigend« oder »schlecht« und ihre Geschäftserwartungen für die nächsten sechs Monate als »günstiger«, »gleich bleibend« oder »ungünstiger« kennzeichnen. Der Saldowert der gegenwärtigen Geschäftslage ist die Differenz der Prozentanteile der Antworten »gut« und »schlecht«, der Saldowert der Erwartungen ist die Differenz der Prozentanteile der Antworten »günstiger« und »ungünstiger«. Das Geschäftsklima ist ein Mittelwert aus den Salden der Geschäftslage und der Erwartungen. In der Regel wird es als Index ausgewiesen, bei dem der durchschnittliche Saldenwert des Jahres 2005 auf 100 normiert wird.

Natürlich ist eine Befragung keine Vollerhebung. Deshalb ist die Güte eines umfragebasierten Indikators immer abhängig von der Auswahl des Befragungskreises. Ein wichtiger Aspekt hierbei ist, dass die Befragung des ifo Instituts auf einem Panel und keiner klassischen Zufallsstichprobe basiert. Letztere könnte nur gezogen werden, wenn ein öffentliches Unternehmensregister für die deutsche Wirtschaft zur Verfügung stehen würde. Die Befragungsteilnehmer werden vielmehr anhand einer weitgehend stabilen Adressdatenbank zusammengestellt und als geschichtete Stichprobe aufgebaut. Im Hinblick auf die Wertschöpfungsanteile der einzelnen Wirtschaftszweige der deutschen Wirtschaft wird damit eine sehr gute Repräsentativität des Panels gewährleistet, auch wenn nicht in allen insbesondere niedrigen Gliederungsstufen ausreichend Teilnehmer zur Verfügung stehen. Im Fall des ifo Geschäftsklimas kommt noch hinzu, dass es sich um einen qualitativen Indikator handelt, der nur Tendenzen und im Gegensatz zu den Konjunkturvariablen der amtlichen Statistik keine quantitativen Informationen (wie z.B. den Umsatz eines Unternehmens in Euro) erhebt. Aus diesen Gründen ist es notwendig, regelmäßig den Zusammenhang zwischen dem ifo Geschäftsklimaindex und dem realen BIP zu untersuchen.

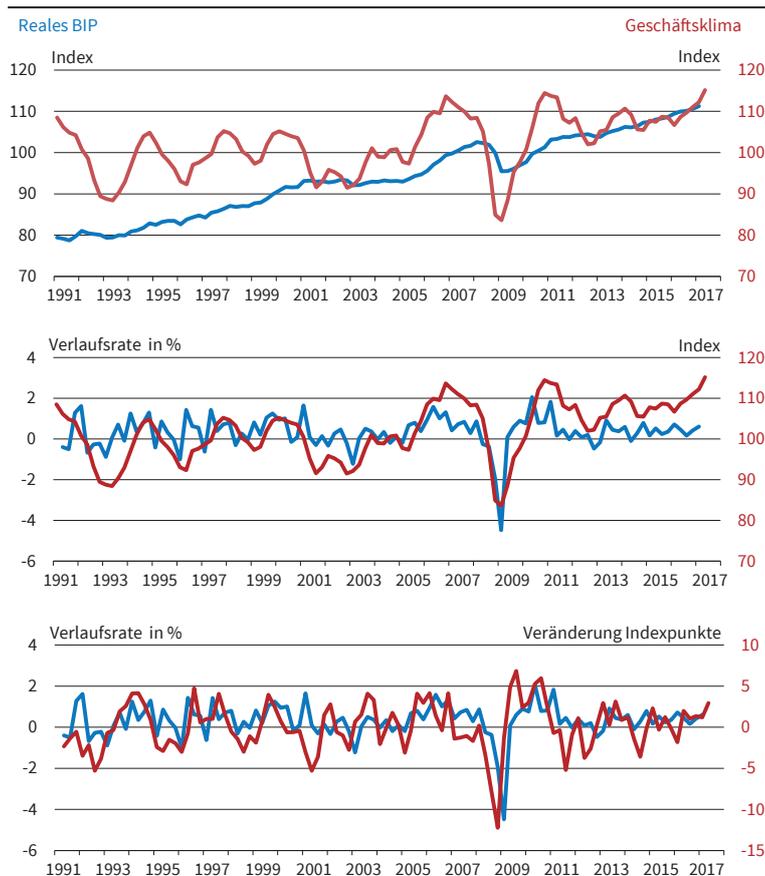
EIN GRAPHISCHER VERGLEICH

Die einfachste, aber auch ungenaueste Art und Weise, die Güte eines Konjunkturindikators zu beurteilen, ist ein graphischer Vergleich mit der Zielzeitreihe. Diese Methode wird im Englischen manchmal mit *eyeball econometrics* (also Augapfelökonomie) bezeichnet. In Abbildung 3 wird der ifo Geschäftsklimaindex für die Gewerbliche Wirtschaft mit dem realen BIP verglichen.¹ Im oberen Panel werden die Niveaus beider Reihen gezeigt. Da das BIP einen positiven Trend aufweist und der ifo Geschäftsklimaindex eine stationäre Größe ist, erweist sich ein derartiger Vergleich als schwierig. Deshalb wird das BIP im mittleren Panel in eine stationäre Größe transformiert und als Verlaufsraten abgebildet. Der grundsätzliche Gleichlauf zwischen beiden Reihen ist erkennbar. Allerdings wird bei der gewählten Darstellungsform auch deutlich, dass sich der

¹ Der monatliche ifo Geschäftsklimaindex wird in derselben Frequenz wie das reale BIP als Quartalsdurchschnitt abgebildet.

Abb. 3

Reales Bruttoinlandsprodukt und ifo Geschäftsklima



Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Statistisches Bundesamt; Berechnungen des ifo Instituts. © ifo Institut

ifo Geschäftsklimaindex am aktuellen Rand scheinbar von der Entwicklung des BIP entkoppelt.² Im unteren Panel wird schließlich der Zusammenhang zwischen der Verlaufsrate des BIP und der Veränderung des ifo Geschäftsklimaindex gegenüber dem Vorquartal (die sogenannte erste Differenz) dargestellt. Während der Gleichlauf zwischen beiden Reihen wieder erkennbar ist, verschwindet bei dieser Darstellungsform die Entkopplung am aktuellen Rand.

KORRELATIONSANALYSE

Um den optischen Eindruck bei der graphischen Analyse zu quantifizieren, werden in einem zweiten Schritt Kreuzkorrelationen berechnet. Dabei werden die einzelnen Beobachtungen der Verlaufsrate des Bruttoinlandsprodukts zu den Zeitpunkten t den Beobachtungen des ifo Geschäftsklimaindex bzw. dessen Veränderungen zu den nachfolgenden Zeitpunkten $t + n$ oder zu den vorhergehenden Zeitpunkten $t - n$ gegenübergestellt.

² Die optische Wahrnehmung dieser vermeintlichen Entkopplung hängt auch stark davon ab, wie die rechte Achse im Schaubild gesetzt wird. Sie würde sich verringern, wenn man den ifo Geschäftsklimaindex über einen Wertebereich von 80 bis 130 Indexpunkten zeigen würde.

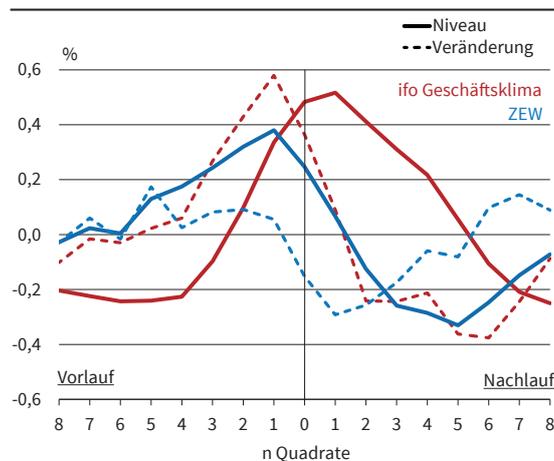
lauf des ifo Geschäftsklimaindex in Relation zum Verlauf des realen BIP identifiziert werden. Wie bei einer einfachen Korrelationsanalyse können die Korrelationskoeffizienten in einem Bereich zwischen -1 und $+1$ liegen, wobei bei zunehmenden Koeffizienten der statistische Zusammenhang zwischen dem ifo Geschäftsklimaindex und der Verlaufsrate des realen BIP steigt.

Abbildung 4 zeigt die Kreuzkorrelationskoeffizienten zwischen der Verlaufsrate des BIP auf der einen Seite und dem ifo Geschäftsklimaindex bzw. seiner Veränderung auf der anderen Seite. Bei der Veränderung des ifo Geschäftsklimaindex liegt der maximale Korrelationskoeffizient mit $0,58$ höher als beim Niveau des ifo Geschäftsklimaindex, dessen Korrelationskoeffizient mit der Verlaufsrate des BIP bei höchstens $0,52$ liegt. In beiden Fällen ist der statistische Zusammenhang positiv, und mit einem höheren ifo Geschäftsklimaindex nimmt auch die Verlaufsrate des realen BIP zu. Da der Korrelationskoeffizient im Zusammenhang mit der Veränderung des ifo Geschäftsklimaindex

bereits ein Quartal vor der Beobachtung der Verlaufsrate des realen BIP seinen höchsten Wert aufweist, ist

Abb. 4

Kreuzkorrelation mit der Veränderungsrate des realen BIP



Anmerkung: Der Vor- bzw. Nachlauf des Konjunkturindikators wurde über eine Kreuzkorrelationsanalyse bestimmt. Der Kreuzkorrelationskoeffizient wurde berechnet als Korrelationskoeffizient zwischen der Vorquartalsveränderungsrate des realen BIP und dem Niveau bzw. der Vorquartalsveränderung des Konjunkturindikators, der n Quartale vorher bzw. nachher erhoben wurde. Die verwendeten Daten erstrecken sich über den Zeitraum von erstem Quartal 1991 (1992 im Falle des ZEW-Indikators) bis zum ersten Quartal 2017.

Quelle: ZEW; Statistisches Bundesamt; ifo Konjunkturumfragen; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

Tab. 1

Regressionsmodelle für die Verlaufsrate des realen BIP (ΔY_t)

Modell 1	C	ΔY_{t-1}	IFO_t	R^2
1991QIII – 2017QI	-5,19 (-4,35)	0,05 (0,53)	0,05 (4,56)	0,24
Modell 2	C	ΔY_{t-1}	$D(IFO_{t-1})$	R^2
1991QIII – 2017QI	0,30 (-4,23)	0,10 (1,10)	0,15 (6,31)	0,35

Anmerkung: Die Werte in Klammern sind die t-Statistiken. Bei Werten von kleiner -1,96 oder größer +1,96 wird häufig von statistischer Signifikanz gesprochen.

Quelle: Schätzungen des ifo Instituts.

die Veränderung des ifo Geschäftsklimaindex wesentlich besser geeignet als konjunktureller Frühindikator als das Niveau des ifo Geschäftsklimaindex, das eher einen Gleichlauf mit der Entwicklung des BIP nahelegt. In Echtzeit erhöht sich der faktische Vorlauf des ifo Geschäftsklimas sogar noch, da die erste Schnellschätzung des BIP nach Ablauf des Quartals mit 45 Tagen Verzögerung vorliegt. Die Güte des ifo Geschäftsklimaindex als Konjunkturindikator zeigt sich auch bei einem direkten Vergleich mit seinem wichtigsten Konkurrenten, den ZEW-Konjunkturerwartungen.³ Zwar weist das Niveau des ZEW-Index ebenfalls einen Vorlauf von einem Quartal gegenüber der Verlaufsrate des realen BIP auf. Allerdings ist der Korrelationskoeffizient mit 0,38 um etwa ein Drittel niedriger als beim ifo Geschäftsklimaindex. Der statistische Zusammenhang zwischen der Veränderung des ZEW-Index und dem Verlauf des realen BIP ist eher gering.

Insgesamt legen somit die Ergebnisse der Korrelationsanalyse aufgrund des höheren statistischen Zusammenhangs und des größeren Vorlaufs nahe, dass die Veränderung des ifo Geschäftsklimaindex besser dazu geeignet ist, den Verlauf des realen BIP vorherzusagen als das Niveau des ifo Geschäftsklimaindex.

REGRESSIONSANALYSE

Zwar ist eine hohe Korrelation zwischen der Indikatorzeitreihe und der Zielzeitreihe eine notwendige Voraussetzung für die Eignung des Konjunkturindikators als Prognoseinstrument. Allerdings kann auf Basis des Korrelationskoeffizienten allein noch keine Aussage hinsichtlich der quantitativen Bedeutung des statistischen Zusammenhangs zwischen den beiden Größen gemacht werden. Deshalb werden abschließend zwei sehr

³ Dabei handelt es sich um eine monatliche Befragung von bis zu 300 Expertinnen und Experten von Banken, Versicherungen und Finanzabteilungen ausgewählter Großunternehmen. Die ZEW-Konjunkturerwartungen ergeben sich als Saldo der prozentualen positiven und negativen Antworten der Umfrageteilnehmer/innen auf die Frage nach der Konjunkturentwicklung in sechs Monaten.

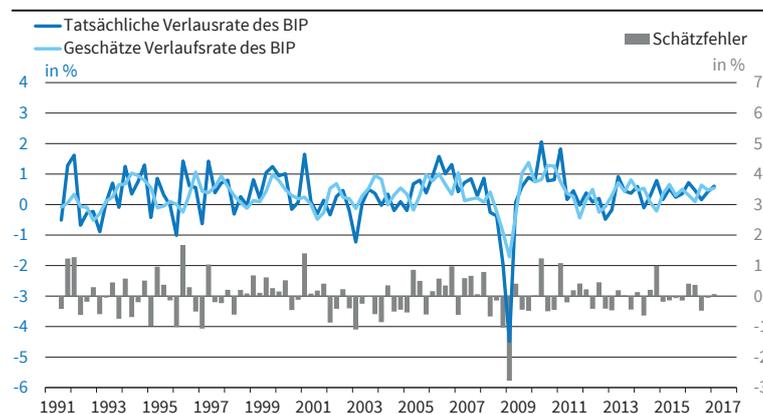
einfache Regressionsmodelle für die Verlaufsrate des realen BIP (ΔY_t) betrachtet. Als Prädiktoren (erklärende Variablen) werden eine Konstante, die um ein Quartal verzögerte Verlaufsrate des realen BIP (ΔY_{t-1}) und der ifo Geschäftsklimaindex verwendet. Im ersten Modell geht der ifo Geschäftsklimaindex als Niveau (IFO_t) ein, im zweiten Modell als Veränderung gegenüber dem Vorquartal

mit einer Verzögerung um ein Quartal ($D(IFO_{t-1})$).⁴ In Tabelle 1 sind die Ergebnisse für beide Modelle zusammengefasst. Es zeigt sich, dass der ifo Geschäftsklimaindex in beiden Modellen signifikant zur Erklärung der Verlaufsrate des realen BIP beiträgt. Allerdings kann das Modell mit der Veränderung des ifo Geschäftsklimaindex als Prädiktor einen deutlich größeren Anteil der Variation der Verlaufsrate des realen BIP erklären, was sich an dem höheren Bestimmtheitsmaß (R^2) zeigt. Dies bestätigt noch einmal das Ergebnis der Korrelationsanalyse. Nach diesem bevorzugten Modell 2 führt eine Verbesserung des ifo Geschäftsklimas um einen Indexpunkt im laufenden Quartal zu einem Anstieg der Verlaufsrate des realen BIP im darauffolgenden Quartal um 0,15 Prozentpunkte. Danach weitet sich die gesamtwirtschaftliche Produktion wieder mit ihrer durchschnittlichen Zuwachsrates aus.

In Abbildung 5 wird schließlich der Schätzfehler gezeigt, der sich für die Verlaufsrate des realen BIP ergibt, wenn es mit Hilfe des ifo Geschäftsklimaindex auf Basis des zweiten Modells abgeleitet wird. Gerade die Zuwächse des realen BIP in den beiden Quartalen des Winterhalbjahrs 2016/17 in Höhe von 0,4 und 0,6% wurden vom Modell fast fehlerfrei vorhergesagt. Eine Entkopplung der weichen Umfragedaten von den harten Konjunkturkennziffern ist somit bis dato nicht zu erkennen.

⁴ Diese Verzögerung des Prädiktors um ein Quartal entspricht dem aus der Kreuzkorrelationsanalyse abgeleiteten Vorlauf der Veränderung des Geschäftsklimaindex vor der Verlaufsrate des realen BIP.

Abb. 5
Schätzfehler von Regressionsmodell 2



Quelle: Schätzungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

Um die eingangs von Hufner erwähnte annualisierte Vorquartalsveränderungsrate⁵ des realen BIP in Höhe von 4 bis 5% zu erreichen, müsste nach dieser Schätzung der ifo Geschäftsklimaindex der gewerblichen Wirtschaft um 5 Indexpunkte gegenüber dem Vorquartal steigen. Das ist zwar nicht ausgeschlossen und durchaus in der Vergangenheit so aufgetreten.⁶ Allerdings wäre ein solcher Anstieg deutlich größer, als derzeit beobachtet wird. So hat sich das ifo Geschäftsklima von durchschnittlich 112,2 Indexpunkten im ersten Vierteljahr 2017 auf 115,2 im zweiten verbessert. Eine Konjunkturprognose, die ausschließlich auf Basis von Modell 2 abgeleitet werden würde, ergäbe eine Verlaufsrate des realen BIP in Höhe von 0,5% (annualisiert: 2,0%) im zweiten Quartal und 0,8% (annualisiert: 3,4%) im dritten Quartal.

FAZIT

Dieser Beitrag dient nicht dazu, eine direkte Prognose für den weiteren Verlauf des realen BIP abzuleiten. Zwar sind die hier vorgestellten Modelle elementarer Bestandteil des ifo Prognosekastens. Allerdings kommen in der Praxis sowohl großzügiger spezifizierte Modelle (d.h. Modelle mit einer größeren Anzahl von Verzögerungen der Zielvariablen und des Konjunktur-

⁵ Die in Prozent ausgedrückte annualisierte, also auf Jahresrate hochgerechnete, Verlaufsrate berechnet sich aus der prozentualen Vorquartalsveränderungsrate wie folgt:

$$\left[\left(1 + \frac{y}{100\%} \right)^4 - 1 \right] \cdot 100\%$$

⁶ Seit 1991 gab es genau drei Quartale, in denen die Veränderung des ifo Geschäftsklimaindex gegenüber dem Vorquartal 5 Indexpunkte oder mehr betrug: 2009QIII (+ 6,8), 2010QII (+ 5,3) und 2010QIII (+ 6,0).

indicators) als auch eine Vielzahl weiterer Konjunkturindikatoren zum Einsatz (vgl. Carstensen 2009). Vielmehr dient dieser Beitrag der Klarstellung. Es wird gezeigt, dass nicht das Niveau des ifo Geschäftsklimaindex, sondern seine Veränderung betrachtet werden muss, wenn auf seiner Basis Aussagen über die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland getroffen werden sollen. Für die aktuelle Debatte bedeutet dies, dass eine Entkoppelung der weichen Umfragedaten von den harten Konjunkturkennziffern bis dato nicht zu erkennen ist. Der starke Anstieg des ifo Geschäftsklimaindex in den vergangenen Monaten spiegelt sich bereits in einer starken Ausweitung der Produktion im produzierenden Gewerbe wider und dürfte auch zu überdurchschnittlichen Zuwächsen beim realen BIP im Sommerhalbjahr führen.

LITERATUR

Abberger, K. (2007), »Forecasting Quarter-on-Quarter Changes of German GDP with Monthly Business Tendency Survey Results«, ifo Working Paper Nr. 40.

Abberger, K. und K. Wohlrabe (2006), »Einige Prognoseeigenschaften des ifo Geschäftsklimas – ein Überblick über die neuere wissenschaftliche Literatur«, *ifo Schnelldienst* 59(22), 19–26.

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

Hufner, M. (2017), »Können wir dem ifo-Index noch trauen?«, *Börse online*, verfügbar unter: <http://www.boerse-online.de/nachrichten/meinungen/Koennen-wir-dem-ifo-Index-noch-trauen-1002170752/1>, aufgerufen am 17. Juli 2017.

Nierhaus, W. (1999), »Aus dem Instrumentenkasten der Konjunkturanalyse: Veränderungen im Vergleich«, *ifo Schnelldienst* 52(27), 11–19.

Seiler, Chr. und K. Wohlrabe (2013), »Das ifo Geschäftsklima und die deutsche Konjunktur«, *ifo Schnelldienst* 66(18), 17–21.

Klaus Wohlrabe

ifo Konjunkturumfragen im Juli 2017 auf einen Blick: Die deutsche Wirtschaft steht unter Volldampf¹

Der ifo Geschäftsklimaindex stieg im Juli von 115,2 (durch Saisonbereinigung korrigiert) auf 116,0 Punkte. Dies ist der dritte Rekordwert in Folge. Die Unternehmen waren seit der Wiedervereinigung noch nie zufriedener mit ihrer aktuellen Geschäftslage. Auch der Ausblick auf die kommenden Monate verbesserte sich. Die deutsche Wirtschaft steht unter Volldampf.

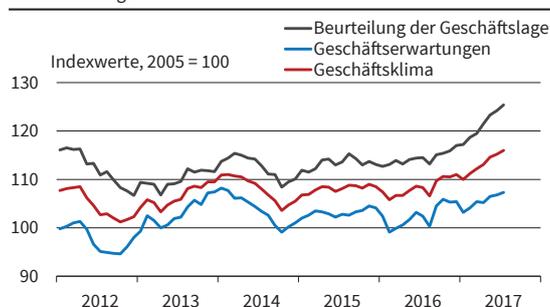
Im Verarbeitenden Gewerbe ist der Index auf einen neuen Rekord gestiegen. Der Indikator der Geschäftslage erklimm noch nie erreichte Höhen. Der Optimismus für das kommende halbe Jahr nahm nochmals zu. Die Kapazitätsauslastung stieg deutlich um 0,7 Prozentpunkte auf 86,7%. Im Großhandel hat sich das

Geschäftsklima erneut verbessert. Dies war auf merklich optimistischere Geschäftserwartungen zurückzuführen. Die Rekordeinschätzungen zur aktuellen Lage aus dem Vormonat konnten hingegen nicht gehalten werden. Im Einzelhandel sank der Index. Die Einzelhändler waren deutlich weniger zufrieden mit ihren laufenden Geschäften. Auch die optimistischen Erwartungen wurden zurückgenommen. Beide Komponenten liegen jedoch weiterhin auf einem sehr hohen Niveau. Im Bauhauptgewerbe ist der Index auf ein neues Rekordniveau gestiegen. Die Firmen beurteilten die aktuelle Lage unverändert als sehr gut. Sie erwarten eine weitere Verbesserung ihrer Geschäfte in den kommenden Monaten.

Die Stimmung bei den deutschen Dienstleistern hat sich merklich verbessert. Der Geschäftsklima-

¹ Die ausführlichen Ergebnisse der ifo Konjunkturumfragen werden in den »ifo Konjunkturperspektiven« veröffentlicht. Die Zeitschrift kann zum Preis von 75,- EUR/Jahr abonniert werden.

Abb. 1
ifo Geschäftsklima in der Gewerblichen Wirtschaft^a
Saisonbereinigt

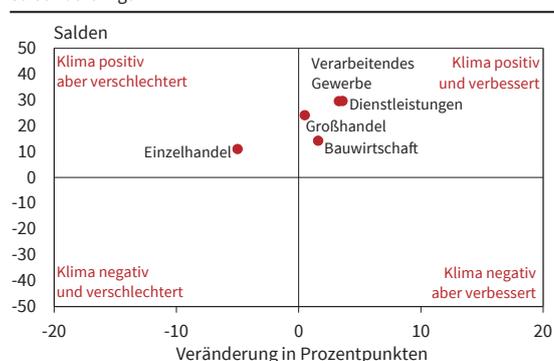


^a Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel.

Quelle: ifo Konjunkturumfragen, Juli 2017.

© ifo Institut

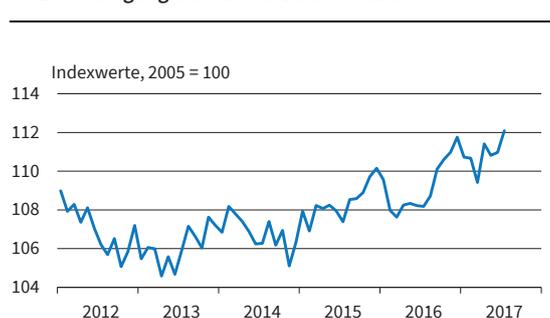
Abb. 2
Geschäftsklima nach Wirtschaftsbereichen
Saisonbereinigt



Quelle: ifo Konjunkturumfragen, Juli 2017.

© ifo Institut

Abb. 3
ifo Beschäftigungsbarometer Deutschland^a

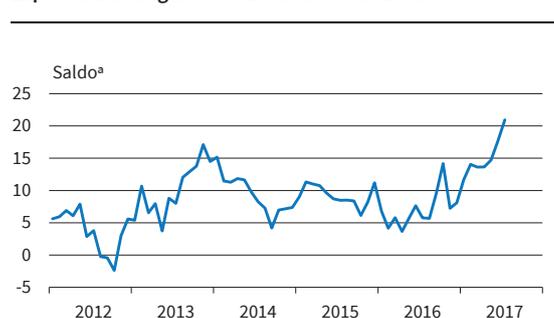


^a Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel, Dienstleistungssektor.

Quelle: ifo Konjunkturumfragen, Juli 2017.

© ifo Institut

Abb. 4
Exportserwartungen – Verarbeitendes Gewerbe

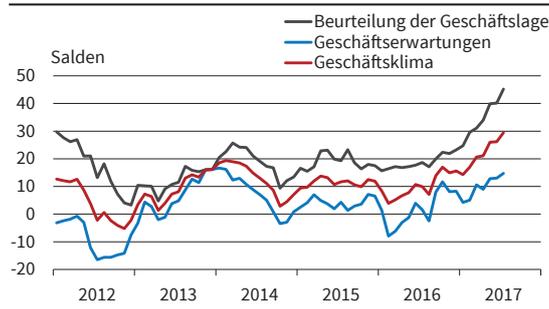


^a Aus den Prozentsätzen der Meldungen über zu- und abnehmende Exportgeschäfte.

Quelle: ifo Konjunkturumfragen, Juli 2017.

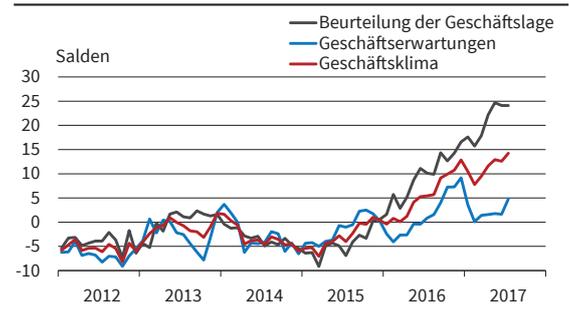
© ifo Institut

Abb. 5
ifo Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe
 Saisonbereinigt



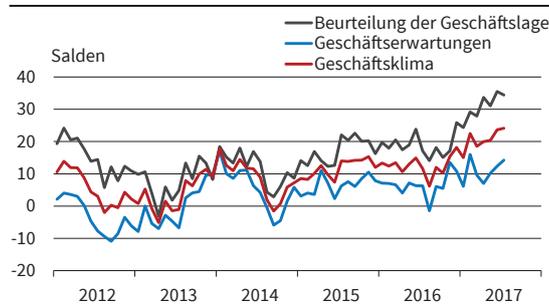
Quelle: ifo Konjunkturumfragen, Juli 2017. © ifo Institut

Abb. 6
ifo Geschäftsklima im Bauhauptgewerbe
 Saisonbereinigt



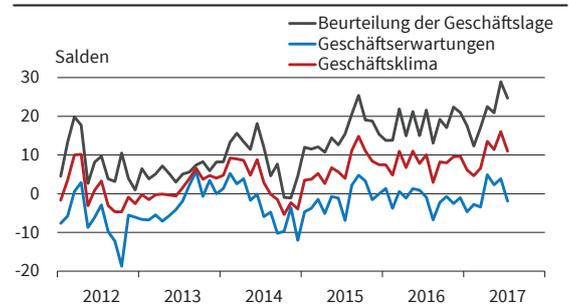
Quelle: ifo Konjunkturumfragen, Juli 2017. © ifo Institut

Abb. 7
ifo Geschäftsklima im Großhandel
 Saisonbereinigt



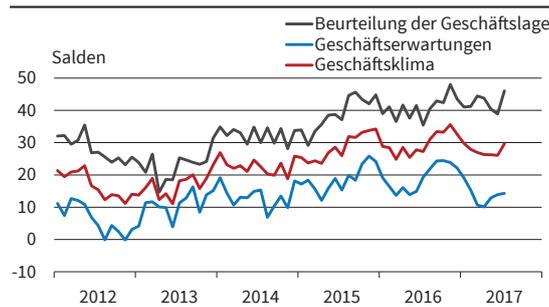
Quelle: ifo Konjunkturumfragen, Juli 2017. © ifo Institut

Abb. 8
ifo Geschäftsklima im Einzelhandel
 Saisonbereinigt



Quelle: ifo Konjunkturumfragen, Juli 2017. © ifo Institut

Abb. 9
ifo Geschäftsklima im Dienstleistungssektor^a
 Saisonbereinigt



^a Ohne Handel, Kreditgewerbe, Leasing, Versicherungen und Staat.

Quelle: ifo Konjunkturumfragen, Juli 2017. © ifo Institut

index stieg im Juli von 108,0 auf 109,7 Punkte. Die Unternehmen waren deutlich zufriedener mit ihrer aktuellen Lage. Für die kommenden Monate wurden sie etwas optimistischer. Die Umsatzentwicklung schätzten sie als sehr gut ein. Die Logistik- und Speditionsfirmen berichteten von einer deutlich verbesserten Geschäftslage. Jedoch gehen weniger Unternehmen davon aus, dass es in den kommenden Monaten noch weiter nach oben geht. Die aktuelle Lage bei den Architekturbüros ist sehr gut. Eine weitere Steigerung erwarten sie allerdings nicht. Der Geschäftsklimaindikator

bei Rechts- und Steuerberatern sowie Wirtschaftsprüfern ist gestiegen. Dies war vor allem auf deutlich optimistischere Erwartungen zurückzuführen. Die Firmen beurteilten die aktuelle Lage hingegen etwas weniger gut. Gleiches gilt für die Unternehmensberater.

Die Einstellungsbereitschaft der deutschen Firmen war noch nie so hoch. Das Beschäftigungsbarometer stieg im Juli auf 112,1 Punkte von 111,0 Punkten im Vormonat. Dies ist der höchste Wert seit dem Beginn der Erhebung im Jahr 2002. In allen vier Sektoren ist das Barometer gestiegen. Die starke deutsche Wirtschaft braucht kontinuierlich neue Arbeitskräfte. In der Industrie bleibt die Einstellungsbereitschaft aufwärtsgerichtet. Viele Industriezweige suchen neue Mitarbeiter. Der boomende Bausektor plant, seinen Mitarbeiterstamm weiter auszubauen, berichtet jedoch auch von steigendem Arbeitskräftemangel. Im Handel bleibt die Einstellungsbereitschaft verhalten expansiv ausgerichtet. Die Dienstleister korrigierten ihre Personalplanungen deutlich nach oben. Hier ist von einem deutlichen Beschäftigungszuwachs auszugehen.

