

FORSCHUNGSERGEBNISSE

Gibt es einen Wochentageffekt
in der ifo Konjunkturumfrage?

*Jonas Hennrich und
Klaus Wohlrabe*

DATEN UND PROGNOSEN

Unternehmensperspektiven
zur 4-Tage-Woche

Jonas Hennrich und Daria Schaller

Geopolitik und Handel:
Experteneinschätzungen zu
den Abhängigkeiten von China

*Niklas Potrafke, Marcel Schlepper,
Ramona Schmid und Gesa Woyke*

BRANCHEN UND SEKTOREN

Europäisches Bauvolumen
schrumpft 2024 um 2,7% –
durchwachsender Ausblick

Ludwig Dorffmeister

ZUR DISKUSSION GESTELLT

Die Zukunft des europäischen Finanz- systems – zwischen Risiken und mangelnder Wettbewerbsfähigkeit?

*Thorsten Beck, Karlheinz Walch und Benjamin Weigert,
Hans-Peter Burghof, Sascha Steffen, Dorothea Schäfer,
Markus Demary und Niklas Taft, Aurora Li und Michael Peters,
Melina Ludolph und Lena Tonzer, Harald Hau, Tim-Ole Radach
und Marcel Thum*



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: Annette Marquardt, Dr. Cornelia Geißler.
Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dr. h.c. Clemens Fuest, Prof. Dr. Chang Woon Nam.
Vertrieb: ifo Institut.

Erscheinungsweise: monatlich + zwei Sonderausgaben.
Bezugspreis jährlich: EUR 150,-
Preis des Einzelheftes: EUR 12,-
jeweils zuzüglich Versandkosten.
Layout: Kochan & Partner GmbH.
Satz: ifo Institut.
Druck: Aumüller Druck GmbH & Co. KG, Regensburg.
Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):
nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

im Internet:
<https://www.ifo.de>

Gefördert durch:



aufgrund eines Beschlusses
des Deutschen Bundestages



7/2024

ifo SCHNELLDIENST

Die Zukunft des europäischen Finanzsystems – zwischen Risiken und mangelnder Wettbewerbsfähigkeit?

In ihrem aktuellen Finanzstabilitätsbericht erklärt die EZB, dass sich die Stabilität im Finanzsystem verbessert habe. Auch die Stellungnahme des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) hat die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems anerkannt. Die Turbulenzen um die Silicon Valley Bank und die Credit Suisse hatten im vergangenen Sommer noch Bedenken geschürt. Aktuell bleiben erhöhte Risiken – u.a. durch die geopolitische Unsicherheit oder die Entwicklungen auf den Immobilienmärkten. In dieser Ausgabe diskutieren unsere Autor*innen die Stabilität und Wettbewerbsfähigkeit des europäischen Bankensektors aus verschiedenen Blickwinkeln.

Eine wirksame Regulierung und Aufsicht muss sich an veränderte Umstände und Geschäftsmodelle anpassen, schreiben sie. Allerdings wurde es in den vergangenen Jahrzehnten versäumt, ein nach dem tatsächlichen Systemrisiko differenzierendes Aufsichtssystem zu schaffen. Der Blick richtet sich auch auf kleine Institute, die durch die Aufsicht relativ zu ihrem Geschäftsvolumen sehr viel stärker belastet werden als große. Insgesamt haben die Reformen der vergangenen Jahre das Bankensystem gestärkt. Eine Finalisierung der Bankenunion und eine Vertiefung der Kapitalmarktunion sehen unsere Expert*innen als wünschenswert an. So könnten mehr Integration und höhere Resilienz dafür sorgen, dass das europäische Finanzsystem einen wichtigen Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung leistet.

Sie analysieren auch die Stabilität des Bankensektors im Nachgang der Signa-Insolvenz und sehen sie nicht auf breiter Front gefährdet. In einzelnen Teilmärkten sind durchaus höhere Risiken zu beobachten. Das erfordert äußerste Wachsamkeit und eine Stärkung der Kapitalbasis der Banken.



Hätte die Insolvenz der Credit Suisse verhindert werden können? Möglicherweise mit einem kompetenteren Verwaltungsrat? Bereits im Nachgang der Finanzmarktkrise 2007/08 wurde gezeigt, dass Banken mit kompetenteren Aufsichts- und Verwaltungsräten niedrigere Verluste eingefahren hatten.

ZUR DISKUSSION GESTELLT

Die Zukunft des europäischen Finanzsystems – zwischen Risiken und mangelnder Wettbewerbsfähigkeit?

Das europäische Bankwesen nach der Krise 2023 3
Thorsten Beck

Die Zukunft des europäischen Finanzsystems – die Bedeutung von Resilienz und Integration 7
Karlheinz Walch und Benjamin Weigert

Die Zukunft des europäischen Finanzsystems – zwischen Risiken und mangelnder Profitabilität 11
Hans-Peter Burghof

Wie stabil ist das europäische Bankensystem? 14
Sascha Steffen

Stabilität des Europäischen Bankensektors:
Wachsamkeit ist Pflicht und Erinnern schadet nicht! 17
Dorothea Schäfer

Bankenstabilität aktuell nicht gefährdet 21
Markus Demary und Niklas Taft

Finanzregulierung vereinfachen – Finanzstabilität stärken 24
Aurora Li und Michael Peters

Der Staat und die Banken: Bankenregulierung im Kontext dynamischer Entwicklungen und unter Berücksichtigung indirekt betroffener Akteure 27
Melina Ludolph und Lena Tonzer

Ist unzureichende Aufsichtsratskompetenz ein Risikofaktor für Banken? 30
Harald Hau, Tim-Ole Radach und Marcel Thum

FORSCHUNGSERGEBNISSE

Gibt es einen Wochentageffekt in der ifo Konjunkturumfrage? 37
Jonas Hennrich und Klaus Wohlrabe

DATEN UND PROGNOSEN

Unternehmensperspektiven zur 4-Tage-Woche 41
Jonas Hennrich und Daria Schaller

Geopolitik und Handel: Experteneinschätzungen zu den Abhängigkeiten von China 46
Niklas Potrafke, Marcel Schlepper, Ramona Schmid und Gesa Woyke

BRANCHEN UND SEKTOREN

Europäisches Bauvolumen schrumpft 2024 um 2,7% – durchwachsener Ausblick
Ausgewählte Ergebnisse der EUROCONSTRUCT-Sommerkonferenz 2024 49
Ludwig Dorffmeister

75 Jahre ifo Institut – Der Euro: Ein langer Weg zur einheitlichen Währung 53

Die Zukunft des europäischen Finanzsystems – zwischen Risiken und mangelnder Wettbewerbsfähigkeit?

In ihrem aktuellen Finanzstabilitätsbericht erklärt die EZB, dass sich die Stabilität im Finanzsystem verbessert habe. Auch die Stellungnahme des Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (ESRB) hat die Widerstandsfähigkeit des Bankensystems anerkannt. Die Turbulenzen um die Silicon Valley Bank und die Credit Suisse hatten im vergangenen Sommer noch Bedenken geschürt. Aktuell bleiben erhöhte Risiken – u. a. durch die geopolitische Unsicherheit oder die Entwicklungen auf den Immobilienmärkten. Auf institutioneller Ebene fehlen zudem wichtige Schritte zu einer Bankenunion und einer Stärkung eines europäischen Kapitalmarkts. Wie steht es um die Stabilität und Wettbewerbsfähigkeit des europäischen Bankensektors? Reichen die bisherigen Instrumente zum Abfedern möglicher Risiken aus? Haben die Entwicklungen auf dem Markt der US-Gewerbeimmobilien und die Insolvenz der Signa-Gruppe Auswirkungen auf deutsche und europäische Banken? Wirken sich Klimarisiken auf die Stabilität aus? Und wie stark trägt die Governance der Banken zu ihrer Solidität bei?

Thorsten Beck

Das europäische Bankwesen nach der Krise 2023

Die Bankenturbulenzen in den USA im Jahr 2023 und der Zusammenbruch der Credit Suisse haben uns deutlich vor Augen geführt, wie fragil das Bankwesen ist, aber auch, wie wichtig eine wirksame Regulierung und Aufsicht ist. Auch wenn die Banken im Euroraum oder in der Europäischen Union von diesen Turbulenzen nicht betroffen waren, Selbstzufriedenheit wäre fehl am Platz. Zwar haben sich die europäischen Banken tatsächlich als widerstandsfähig erwiesen, was bis zu einem gewissen Grad dem einheitlichen europäischen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism SSM) zu verdanken ist, der im Verlauf der vergangenen zehn Jahre die Aufsicht erheblich verbessert hat. Dennoch lassen sich aus der Fragilität der Banken in anderen Ländern stets Lehren ziehen. In diesem Artikel werden einige dieser Lehren und verschiedene politische Optionen erörtert, die diskutiert wurden, um die Banken über die bereits umgesetzten Regulierungsreformen hinaus sicherer zu machen, allen voran Basel III.

GESCHÄFTSMODELLE SIND WICHTIG

Die Fragilität des Bankensektors im Jahr 2023 betraf bestimmte Banken in den USA, deren Geschäftsmodell auf Großkunden bestimmter Sektoren und die damit verbundenen Depositen auf der Einlagenseite konzentriert ist. Während der Fokus der Regulierungs- und Aufsichtsbehörden häufig auf der Konzentration auf der Aktivseite von Bankbilanzen liegt, ist deutlich geworden, dass auch Konzentration in der Finanzierungsstruktur eine wichtige Ursache für Fragilität sein kann. Darüber hinaus hatten die Silicon Valley Bank (SVB) und andere zusammengebrochene Banken aufgrund der hohen Einlagenzuflüsse ihres Kundenstamms (hauptsächlich Technologieunternehmen) während der Pandemie



Thorsten Beck

ist Direktor der Florence School of Banking and Finance und Professor für Finanzstabilität am Europäischen Hochschulinstitut, Florenz.

ein schnelles Wachstum verzeichnet. Das gilt auch für die SVB, die vor allem in Staatsanleihen investierte, die wiederum an Marktwert verloren, als die Zinsen ab Ende 2021 drastisch stiegen. Der Wertverlust schlug sich zwar nicht in der Bilanz nieder (unter der Annahme, dass die Anleihen bis zur Fälligkeit gehalten werden), aber die SVB war wegen des raschen Abzugs von Einlagen gezwungen, diese Anleihen mit Verlust zu verkaufen, was schließlich zur Insolvenz führte. Auch die Credit Suisse litt seit vielen Jahren unter Problemen im Risikomanagement und in der Unternehmensführung. Auslöser für den schnellen Verlust des Zugangs zu den Finanzierungsmärkten war in diesem Fall der Vertrauensverlust eines großen Kapitalgebers.

Dies bringt mich zu dem allgemeineren Punkt der Geschäftsmodelle der Banken. Der SSM hat den Schwerpunkt auf die Geschäftsmodelle der Banken gelegt, um die Nachhaltigkeit der beaufsichtigten Banken über die Einhaltung bestimmter Regulierungsnormen hinaus zu beurteilen. Dies ist ein gesunder Ansatz, denn mangelnde Nachhaltigkeit ist ein deutliches Warnsignal, das über die Einhaltung von (meist statischen) Regulierungsnormen hinausgeht.

Eine andere wichtige Lehre betrifft die Anwendung von Basel III. Die SVB gehörte zu den Banken, die nach der Anhebung des Schwellenwerts im Jahr 2018 nicht unter die Basel-III-Regulierung fielen, und musste daher die Basel-III-Liquiditätskennzahlen nicht einhalten. Außerdem unterlag sie nicht den strengeren Stresstests und der strengeren Aufsicht, die für große Banken in den USA gelten. Dennoch hatten die Aufsichtsbehörden auf Schwächen in der Führungsstruktur der SVB hingewiesen, u. a. auf das Fehlen eines Chief Risk Officers, aber die Folgemaßnahmen waren nicht ausreichend, während sich die Lage der Bank verschlechterte.

BANK RUNS SIND SCHNELLER GEWORDEN

Eine wichtige Lektion ist, dass Bank Runs schneller geworden sind. Das Scheitern der SVB macht deutlich, dass die sektorale Konzentration bei den Einlagen und soziale Netzwerke die Geschwindigkeit von Bank Runs erhöhen können; in diesem konkreten Fall die starke Konzentration der Einleger im Technologiesektor, ihre Verflechtungen untereinander und ihr Angewiesensein auf denselben Risikokapitalgeber. Darüber hinaus ermöglichen schnelle Zahlungssysteme für Privatkunden (Instant Payments) und Zahlungsanwendungen den Einlegern, innerhalb von Sekunden und ohne Einschränkungen Geld von einem Einlagenkonto abzuheben. Ganz allgemein hat der Übergang von einem filialbasierten zu einem rein internetbasierten Bankmodell dazu geführt, dass die Einlagen weniger beständig sind und in Krisenzeiten leichter abgezogen werden können (Erel et al. 2023; Benmelech et al. 2023). Soziale Medien können ebenfalls eine wichtige Rolle spielen, wie Cookson et al. (2023) zeigen. Sie stellen fest, dass im ersten Quartal 2023 Tweets

mit negativer Stimmung über bestimmte Banken mit größeren Abflüssen von nicht abgesicherten Einlagen bei diesen Banken verbunden sind.

INHÄRENTE FRAGILITÄT

Die Turbulenz des Jahres 2023 war auch eine Erinnerung an die inhärente Fragilität des Bankwesens. Es ist wichtig festzuhalten, dass diese Anfälligkeit ein Merkmal und kein Fehler des Bankwesens ist, da Liquidität und Fristentransformation das Herzstück des Bankwesens sind. Die Herausforderung besteht also nicht darin, das Risiko zu beseitigen (was darauf hinauslaufen würde, das Kind mit dem Bade auszuschütten), sondern vielmehr die entsprechenden Risiken zu managen. Drechsler et al. (2021) belegen, dass das Einlagengeschäft eine natürliche Zinsabsicherung darstellt: Banken finanzieren einen Teil ihrer Aktiva mit Einlagen, deren Zinssätze niedriger sind und deutlich weniger als eins zu eins auf die Referenzzinssätze reagieren, was eine Absicherung gegen die Auswirkungen von Zinsschwankungen auf den Rest ihrer Bilanz darstellt. Diese Absicherung kann jedoch im ungünstigsten Moment in sich zusammenfallen, wie die Bankenzusammenbrüche in den USA Anfang 2023 deutlich gezeigt haben.

Die optimale aufsichtsrechtliche Behandlung des Zinsrisikos könnte daher mit der Finanzierungsstruktur der Banken interagieren. Suarez (2023) zeigt, dass die Mindest-Eigenkapitalpuffer, die Banken benötigen, um bei einem unerwarteten Zinsanstieg solvent zu bleiben, mit der Bedeutung und Stabilität des Einlagengeschäfts abnehmen. Je stabiler also die Einlagenbasis einer Bank und je geringer die Wahrscheinlichkeit ist, dass Einleger ihre Einlagen abziehen, desto geringer ist das erforderliche Mindestkapital, das die Zahlungsfähigkeit einer Bank auch bei einem ungünstigen Zinsszenario gewährleistet.

Es gibt also keine einfache, allgemeingültige Lösung für die aufsichtsrechtliche Regulierung des Zinsrisikos im Anlagebuch, wobei die bevorzugte aufsichtsrechtliche Maßnahme sowie ihre detaillierte Kalibrierung vom Umfang des Einlagengeschäfts der Bank, der Stabilität ihrer Einlagen, den Kosten für die Erhöhung der Verlustabsorptionsfähigkeit und der Laufzeitprämie für langfristige Vermögenswerte abhängen. Die Behandlung des Zinsänderungsrisikos im Rahmen der Säule 2 ist daher besser als ein pauschaler Ansatz im Rahmen der Säule 1.

POLITISCHE AUSWIRKUNGEN FÜR AUFSICHTSBEHÖRDEN

In einem demnächst erscheinenden Bericht des Beratenden Wissenschaftlichen Ausschusses des ESRB werden einige der politischen Optionen erörtert, die nach den Turbulenzen von 2023 die Runde gemacht haben (Beck et al. 2024). Es gibt mehrere schrittweise politische Änderungen, die den Aufsichtsbehörden

die notwendigen Daten und Instrumente an die Hand geben können, um die Fragilität von Banken frühzeitig zu erkennen und anzugehen. Dazu gehören:

- Änderung des aufsichtsrechtlichen Meldewesens, um klarere Informationen über die Struktur der Einlagenfinanzierung der Banken zu erhalten (vor allem durch Einführung regelmäßiger wöchentlicher Meldungen für die größten Banken und eine stärkere Granularität bei der Konzentration der Finanzierung nach Wirtschaftssektoren) und um bei der (vertraulichen) aufsichtsrechtlichen Bewertung der Banken die rechnungslegungsbezogenen Informationen durch marktbezogene Informationen zu ergänzen,
- Überprüfung der Annahmen über die Abflussraten ungesicherter Einlagen, die der Berechnung des Liquidity Coverage Ratio (LCR) zugrunde liegen; das LCR ist zwar nicht so konzipiert, dass es alle »Tail Events«, einschließlich Bank Runs, abdeckt, aber die höhere Geschwindigkeit, mit der sich der Liquiditätsstress in letzter Zeit entfaltet hat, erfordert eine Überprüfung dieser Abflussannahmen,
- Einbeziehung von Kriterien für die risikobasierte Festsetzung von Beiträgen für die Einlagensicherung, abhängig von der Konzentration bei den Einlegern oder dem Anteil nicht gesicherter Einlagen; Beiträge zur Einlagensicherung haben nicht nur die Funktion, Rücklagen für die Auszahlung von Einlegern im Falle eines Ausfalls oder einer Abwicklung zu bilden, sondern wirken sich auch auf die Anreize für Banken aus, Risiken einzugehen, indem sie die Beiträge an das bankspezifische Risiko anpassen.

Diese politischen Optionen könnten ohne größere strukturelle Änderungen des derzeitigen Regulierungs- und Aufsichtsrahmens und innerhalb des Ermessensspielraums von Basel III umgesetzt werden.

BANKABWICKLUNG UND- SANIERUNG

Die Fragilität des Bankensektors im Jahr 2023 hat uns auch daran erinnert, dass die Art und Weise, wie Bankenzusammenbrüche bewältigt werden, selten dem entspricht, was im Voraus geplant und angekündigt wurde. Während die SVB zunächst abgewickelt wurde und die nicht gesicherten Einleger nicht entschädigt wurden, wurde später eine Ausnahmeregelung für systemische Risiken angewandt, um die nicht gesicherten Einleger zu entschädigen. Und obwohl es einen Abwicklungsplan für die Credit Suisse gab, wurde dieser nicht befolgt. Stattdessen wurde die Credit Suisse mit Unterstützung der Schweizer Regierung zu einer Fusion mit der UBS gezwungen, wodurch ein noch größeres Too-big-to-fail-Finanzinstitut entstand.

Da es in der EU während der Turbulenzen im Jahr 2023 keine Bankenzusammenbrüche gab, wurde der

Abwicklungsrahmen (vor allem im Euroraum) nicht auf die Probe gestellt. Man kann jedoch mit Sicherheit sagen, dass er den Test höchstwahrscheinlich nicht bestanden hätte, wenn sich ein Institut von der Größe der SVB, ganz zu schweigen von der Credit Suisse, als fragil erwiesen hätte und ein Eingreifen erforderlich gewesen wäre. Die Optionen und Bedingungen für die Abwicklung von Banken innerhalb des Euroraums sind derzeit sehr restriktiv, und die tatsächliche Grundannahme ist die einer vorsorglichen Rekapitalisierung durch die nationalen Regierungen, wie in mehreren früheren Fällen. In einem kürzlich veröffentlichten Reformpaket (CMDI) wurde zwar vorgeschlagen, die Abwicklungsmöglichkeiten in der EU zu stärken, doch ist nicht klar, ob die endgültige Gesetzgebung diese Ambitionen erfüllen wird.

In Ermangelung eines starken und wirksamen Abwicklungsrahmens muss der Schwerpunkt stärker auf Sanierungsoptionen gelegt werden, d. h. auf aufsichtliche Interventionen, bevor eine Bank kurz vor dem Zusammenbruch steht. Dazu gehört auch, dass die Fähigkeit zur Rekapitalisierung von Banken bei laufendem Betrieb verbessert wird, d. h. bevor eine Abwicklung oder Liquidation erforderlich wird. Contingent-Convertible-Anleihen (CoCo) ermöglichen manchmal die Kapitalbeschaffung, wenn andere Optionen in Stresssituationen nicht greifen, sei es aufgrund ungünstiger Marktbedingungen oder weil sie für Aktionäre unattraktiv sind (Pazarbasioğlu et al. 2011).

In der EU emittieren Banken CoCo-Anleihen als AT1-Instrumente, die je nach ihrer Ausgestaltung Verluste auffangen oder ganz oder teilweise in Eigenkapital umgewandelt werden können. Die Umwandlung hängt jedoch meist von einem Auslöser im buchmäßigen Eigenkapital ab, der von den CoCo-Emittenten in der Regel sehr niedrig angesetzt wird (meist bei 7% des CET1 im Verhältnis zu den risikogewichteten Aktiva, da der aufsichtsrechtliche Mindestwert bei 5,125% liegt). In der Praxis bedeutet dies, dass die Umwandlung ausgelöst wird, wenn die Bank bereits insolvent ist.

Die Aktivierung der Umwandlung von CoCo-Anleihen durch einen regulatorischen Auslöser in einem ordnungsgemäßen Stresstest, durch einen höheren Auslöser auf der Grundlage der risikogewichteten Aktiva oder durch einen Auslöser, der von den Marktpreisen bestimmt wird, könnte den Nutzen von CoCo-Anleihen in Stresssituationen im Bankensektor erhöhen (Calomiris und Herring 2013).

RADIKALERE REFORMVORSCHLÄGE

Es gibt noch andere, radikalere Optionen, von denen einige bereits erörtert wurden, um die zugrunde liegende Fragilität des Bankwesens anzugehen (Beck et al. 2024). Die meisten dieser Vorschläge scheinen nicht nur unpraktisch zu sein, zumindest auf kurze Sicht, sondern würden auch erhebliche Änderungen am derzeitigen Konzept des Bankwesens bedeuten.

Vorschläge für ein eng begrenztes Bankensystem werden in der Regel nach Banken Krisen unterbrochen und reichen von einer 100 %igen Mindestreservspflicht für Banken bis hin zu milderer Formen, die einer Verschärfung der bestehenden Liquiditätsanforderungen gleichkommen. Ein Vorschlag in diesem Zusammenhang ist, von den Banken zu verlangen, dass ihre nicht gesicherten Einlagen (nach Abzug angemessener Sicherheitsabschläge) vollständig durch bei der Zentralbank hinterlegte Diskontfazilitäten abgesichert sind. Dieser Vorschlag wurde erstmals von Mervin King (2016) als »Pawnbroker for All Seasons« oder »Pfandleiher für alle Fälle« formuliert. Dies würde jedoch bedeuten, dass der Sicherheitsrahmen der Zentralbanken eine zentrale Rolle bei der Bereitstellung von Bankkrediten für die Wirtschaft spielt, was zu Konflikten mit den Preis- und Finanzstabilitätszielen der Zentralbanken führen könnte.

Ein anderer Vorschlag zielt darauf ab, den Abfluss nicht gesicherter Einlagen mit befristeten Rückzahlungsgebühren zu belegen, um auf diese Weise Anreize für Abhebungen zum Nennwert zu schaffen und den Run-Anreiz direkt zu verringern (Perotti und Martino 2024). Entscheidend ist, dass solche Gebühren auch die Erwartungen weiterer Abhebungen durch andere vermindern können, um eine Eskalation zu vermeiden, die eher durch die Angst vor Wertminderung als durch Sorgen um die Zahlungsfähigkeit getrieben ist. Maßnahmen, die einen Bank Run verhindern oder verlangsamen, würden Zeit verschaffen und die Sorgen der Aufsichtsbehörden um das Auslösen eines unaufhaltsamen Bank Runs durch frühzeitige Sanierungsmaßnahmen verringern.

Eine Abkehr von der Nennwertumrechnung nicht gesicherter Einlagen würde jedoch eine grundlegende Änderung des Charakters von Bankeinlagen als geldähnliches Instrument bedeuten. Darüber hinaus können sehr hohe Gebühren erforderlich sein, um die Anreize für einen Run zu beeinflussen, und eine Verschärfung der Konvertierbarkeitsbedingungen für nicht gesicherte Einlagen kann die Abflüsse möglicherweise nicht stoppen, wenn der Einleger vor der Wahl steht, entweder eine Gebühr zu zahlen oder bei einem Konkurs der Bank den Zugriff auf seine gesamte Einlage zu verlieren.

Ein letzter Vorschlag ist die Ausweitung der Einlagensicherung auf alle Einlagen, unabhängig von ihrer Höhe (Heider et al. 2023), um so einen Bank Run zu vermeiden.¹ Die Ausweitung der Einlagensicherung auf alle Einlagen wird jedoch das Volumen der großen Einlagenkonten in den Bankbilanzen weiter erhöhen (und damit Gelder anziehen, die jetzt außerhalb des Bankensystems liegen), so dass es für die Inhaber dieser Konten keinen Anreiz mehr gibt, die

Stabilität und das Risikoprofil der von ihnen gewählten Bank zu berücksichtigen. Der Wettbewerb um derartige Finanzmittel unter risikoreicheren Banken dürfte jedoch auch die vorsichtigeren Banken destabilisieren und sie zu einer höheren Risikobereitschaft veranlassen. Schließlich dürfte eine erhebliche Ausweitung der Einlagensicherung den Widerstand gegen die Schaffung eines gemeinsamen Einlagensicherungssystems im Euroraum verstärken, da dies die Bedenken hinsichtlich der Sozialisierung von Verlusten aufgrund übermäßiger Risikobereitschaft verstärken würde.

BLICK NACH VORN, ÜBER DIE KRISE HINAUS

Zwar haben sich die europäischen Banken im Jahr 2023 als widerstandsfähig erwiesen, aber ihr Marktwert-Buchwert-Verhältnis liegt – im Durchschnitt – immer noch unter eins, was auf den Pessimismus der Anleger hinsichtlich der langfristigen Rentabilität der europäischen Banken hinweist. Der Unterschied zwischen europäischen und US-amerikanischen Banken lässt sich durch verschiedene Faktoren erklären, darunter die günstigeren makroökonomischen Wachstumsaussichten für die USA.

Ein wichtiges Element ist das Fehlen eines europäischen Binnenmarkts im Bankwesen. Die Vollendung der Bankenunion mit einem wirksamen Abwicklungsrahmen und einem europäischen Einlagensicherungssystem ist eine notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung für die Schaffung eines solchen Binnenmarkts. Wir werden erst dann einen Binnenmarkt im Bankwesen erreicht haben, wenn wir nicht mehr von französischen, deutschen oder italienischen Banken (oder Champions) sprechen, sondern von europäischen Banken. Das größte Hindernis sowohl für die Vollendung der Bankenunion als auch für einen echten europäischen Bankenmarkt ist die nationale Politik. Solange die nationalen Regierungen nicht bereit sind, sich in Bezug auf ihre Bankensysteme zurückzunehmen, scheinen nur begrenzte Fortschritte möglich zu sein.

Stärkere Kapitalmärkte sind auch ein wichtiger Bestandteil eines effizienteren europäischen Bankensystems. Ein florierender Binnenkapitalmarkt kann den Banken helfen, indem er ihnen eine einfachere Mittelbeschaffung, die Verbriefung von Vermögenswerten und den Verkauf von notleidenden Vermögenswerten ermöglicht sowie ein einfacheres Abwicklungs- und Ausstiegsverfahren für ausfallende Banken. Letztendlich können ein starkes europäisches Bankensystem, in dem große Banken nicht mehr an bestimmte Staaten gebunden sind, und ein einheitlicher Kapitalmarkt nicht nur die notwendige Effizienz und Größenordnung für die Bereitstellung von Finanzdienstleistungen in Europa bieten, sondern auch die Abhängigkeit von großen US-Investmentbanken verringern.

¹ Die Argumentation von Heider et al. konzentriert sich auf die disziplinierende Wirkung, die TLAC/MREL auf die Anreize für Banken haben, Risiken einzugehen. Wenn die Marktdisziplin über TLAC/MREL funktioniert, würde eine Zunahme großer Einlagen und eine höhere Risikobereitschaft mit Kosten verbunden sein, z. B. mit höheren Zinssätzen für MREL-Anleihen.

SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die Bankenturbulenzen von 2023 hatten nur begrenzte Auswirkungen auf die Banken im Euroraum und in der EU. Dennoch sind wichtige Lehren zu ziehen. Eine wirksame Regulierung und Aufsicht ist ein bewegliches Ziel, das sich an veränderte Umstände und Geschäftsmodelle der Banken anpassen muss. Es gibt mehrere politische Veränderungen, die die Widerstandsfähigkeit des europäischen Bankensystems stärken können, auch ohne größere Reformen. Die Frage eines rentablen Bankensystems, das die wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Übergangsprozesse unterstützen kann, kann jedoch nur durch die Schaffung eines Binnenmarkts für das Bankwesen und die Errichtung einer Kapitalmarktunion gelöst werden, Schritte, für die es derzeit nur begrenzte politische Unterstützung zu geben scheint.

REFERENZEN

Beck, T., V. Ioannidou, E. Perotti, A. Sanchez Serrano, J. Suarez und X. Vives (2024), *Addressing Banks' Vulnerability to Deposit Runs: Revisiting the Facts, Arguments, and Policy Options*, European Systemic Risk Board – Advisory Scientific Committee Report, im Erscheinen.

Benmelech, E., J. Yang und M. Zator (2023), »Bank Branch Density and Bank Runs«, NBER Working Paper Series 31462.

Calomiris, C. und R. Herring (2013), »How to Design a Contingent Convertible Debt Requirement That Helps Solve Our Too-Big-to-Fail Problem«, *Journal of Applied Corporate Finance* 25, 39–62.

Cookson, J. A., C. Fox, J. Gil-Bazo, J. F. Imbet und C. Schiller (2023), »Social Media as a Bank Run Catalyst«, Université Paris-Dauphine Research Paper Series 4422754.

Drechsler, I., A. Savov und P. Schnabl (2021), »Banking on Deposits: Maturity Transformation without Interest Rate Risk«, *Journal of Finance* 76, 1091–1143.

Erel, I., J. Liebersohn, C. Yannelis und S. Earnest (2023), »Monetary Policy Transmission through Online Banks«, Fisher College of Business Working Paper 2023-03-015, Charles A. Dice Center Working Paper 2023–15.

Heider, F., J.-P. Krahen, L. Pelizzon, J. Schlegel und T. Tröger (2023), »European Lessons from Silicon Valley Bank Resolution: A Plea for a Comprehensive Demand Deposit Protection Scheme (CDDPS)«, SAFE Policy Letter 98.

King, M. (2016), *The End of Achemy*, Little, Brown Book Group, London.

Pazarbasioglu, C., J. Zhou, V. Le Leslé und M. Moore (2011), »Contingent Capital: Economic Rationale and Design Features«, IMF Staff Discussion Note 11/01.

Perotti, E. und E. Martino (2024), »Containing Runs on Solvent Banks: Prioritising Recovery over Resolution«, CEPR Policy Insight 127.

Suarez, J. (2023), »Addressing Interest Rate Risk When Banking on Deposits: A Simple Framework«, mimeo.

Karlheinz Walch und Benjamin Weigert

Die Zukunft des europäischen Finanzsystems – die Bedeutung von Resilienz und Integration

EINLEITUNG

Das Finanzsystem spielt eine entscheidende Rolle für die Volkswirtschaft, indem es Zahlungen unterstützt, Ersparnisse anlegt, Finanzierungen ermöglicht und Risiken absichert. So können Unternehmen und Haushalte ihre wirtschaftlichen Aktivitäten effizient und effektiv durchführen. Damit wirtschaftliche Abschwünge nicht verschärft werden, muss das Finanzsystem widerstandsfähig sein. Es muss mit verschiedensten Schocks umgehen und weiterhin die genannten Funktionen erfüllen können, damit es nicht zu negativen Kettenreaktionen kommt. Störungen im Finanzsystem können hingegen zu ernsthaften wirtschaftlichen Problemen führen, die die gesamtwirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigen und soziale Kosten zur Folge haben können.

Der Zustand des Finanzsystems und die Wirtschaftsentwicklung sind eng miteinander verknüpft und beeinflussen sich gegenseitig. Trotz der jüngsten wirtschaftlichen Erholung

im Euroraum bleibt das makrofinanzielle Umfeld herausfordernd, und die Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber unerwarteten Ereignissen ist entscheidend. Auch wenn sich die Bilanzen von Privathaushalten und Unternehmen als robust erwiesen haben, so gibt es dennoch eine Reihe von Schwachstellen im Finanzsystem. Zu nennen ist hier die Anfälligkeit gegenüber Entwicklungen auf den Immobilienmärkten, an denen sich der Preisrückgang bei Wohnimmobilien zuletzt zwar verlangsamte, die Preise



Karlheinz Walch

ist Leiter des Zentralbereichs Banken und Finanzaufsicht der Deutschen Bundesbank.



Dr. Benjamin Weigert

ist Leiter des Zentralbereichs Finanzstabilität der Deutschen Bundesbank.

für Gewerbeimmobilien aber weiter fallen. Außerdem bestehen weiterhin die aus der Niedrigzinsphase resultierenden Verwundbarkeiten in den Bankbilanzen, die sich nur allmählich verringern.¹ Hinzu kommen Herausforderungen durch die größere Bedeutung des finanziellen Nichtbankensektors, geopolitische Spannungen und die zunehmende Gefahr von Cyberangriffen (EZB 2024a).

Die Krisen der vergangenen Jahre, wie beispielsweise die Corona-Pandemie, haben die Bedeutung einer effektiven Aufsicht und Regulierung für die Finanzstabilität unterstrichen. Es ist entscheidend, Risiken frühzeitig zu erkennen und angemessen zu handeln, um die Finanzstabilität zu sichern. Darüber hinaus stehen Gesellschaft und Gesamtwirtschaft vor strukturellen Herausforderungen. Die Transformation zu einer klimafreundlichen Wirtschaft und der digitale Wandel erfordern Anpassungen und Innovationen im Finanzsektor. Ein wettbewerbsfähiges und integriertes Finanzsystem ist unerlässlich, um diese Herausforderungen zu bewältigen und die Zukunftsfähigkeit unserer Wirtschaft zu sichern.

Um das volle Potenzial des europäischen Finanzsystems auszuschöpfen, sollten wir uns um einen hoch integrierten europäischen Finanzmarkt bemühen, in dessen Zentrum die Bankenunion und die Kapitalmarktunion stehen. Dies würde nicht nur die Resilienz Europas stärken, sondern auch Wachstumschancen erhöhen. Es ist daher von großer Bedeutung, dass die europäischen Institutionen und Mitgliedstaaten in diesem Bereich weiterhin eng zusammenarbeiten, um den notwendigen Fortschritt zu erreichen.

AUFSICHTLICHE SCHWERPUNKTE

Ein resilientes Finanzsystem spielt eine zentrale Rolle, damit die Transformation der Wirtschaft in Zeiten des Strukturwandels gelingt. Gerade in Umbruchzeiten können wir uns nicht allein auf das Risikomanagement der Banken verlassen.² Eine starke Aufsicht und Regulierung, die die Finanzstabilität sichern und der Gesellschaft Vertrauen in die Stabilität der Banken geben, sind wichtiger denn je. Daher beschäftigt sich die Aufsicht auf nationaler und europäischer Ebene neben jährlichen Schwerpunkten³ auch mit den Themen, die vor allem mittelfristig relevant werden.

Auf nationaler Ebene haben Deutsche Bundesbank (Bundesbank) und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) für die Aufsicht über die weniger signifikanten Institute in Deutschland

¹ Beispielsweise nahm im deutschen Finanzsystem die Verwundbarkeit gegenüber Zinsänderungen zu und der Anteil relativ risikoreicher Unternehmen im Kreditportfolio der Banken stieg (Deutsche Bundesbank 2022).

² Die Begriffe Kreditinstitute und Banken werden hier synonym verwendet. Aufgrund der Mehrzahl der Kreditinstitute wird im Folgenden von Finanzdienstleistungs-, Zahlungs- und E-Geld-Instituten abstrahiert.

³ Das nationale Aufsichtsprogramm verfolgt in diesem Jahr folgende vier Schwerpunkte: (i) wirtschaftliches Umfeld und Inflation, (ii) Zinsentwicklung, (iii) IT-Sicherheit und (iv) den Gewerbeimmobilienmarkt.

folgende mittelfristige Prioritäten bis 2026 festgelegt: erstens, ESG-Risiken, insbesondere Klimarisiken. Aktuell stehen fast zwei Drittel der deutschen Institute unter nationaler Aufsicht mit der Umsetzung der aufsichtlichen Empfehlungen zu Nachhaltigkeitsrisiken erst am Anfang und bleiben damit hinter den aufsichtlichen Anforderungen zurück. Daher wird die Aufsicht in den nächsten Jahren fokussiert prüfen, wie die Banken mit der Umsetzung der bestehenden Anforderungen vorankommen, u. a. mit den Mindestanforderungen an das Risikomanagement (MaRisk).

Zweite mittelfristige Priorität ist die digitale Transformation. Sie ist ein wesentlicher Erfolgsfaktor für die Wettbewerbsfähigkeit des deutschen Finanzsektors – allerdings nur, wenn die digitale operationale Resilienz dabei laufend sichergestellt wird.

Drittens sind eine gute Governance und adäquate Risikokultur unverzichtbar – dies haben wir bei den Turbulenzen im Bankensektor im vergangenen Jahr deutlich gesehen. Governance und Risikokultur sichern die Integrität und Transparenz und reduzieren das Risiko von Missmanagement, Fehlverhalten sowie Betrug.

Auf europäischer Ebene bestimmt der gemeinsame Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism SSM) die Prioritäten für die Aufsicht über signifikante Institute. Sie sind mit dem nationalen Aufsichtsprogramm eng verzahnt. Im SSM wurden für einen dreijährigen Planungshorizont folgende Prioritäten festgelegt: erstens, eine größere Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors gegen makroökonomische und geopolitische Schocks, zweitens, eine schnellere effektive Beseitigung struktureller Mängel in der Governance und beim Management von Klimarisiken und, drittens, weitere Fortschritte bei der digitalen Transformation und der operativen Widerstandsfähigkeit (EZB 2024b).

Diese mittelfristigen Aufsichtsschwerpunkte auf nationaler und europäischer Ebene basieren auf den Risiken, die im gegenwärtigen makrofinanziellen und geopolitischen Umfeld für die beaufsichtigten Institute am bedeutendsten sind. Sie stärken die Resilienz des Finanzsektors gegenüber den Risiken aus dem Strukturwandel.

BANKENUNION VOLLENDEN

Die Idee einer Bankenunion in der Europäischen Union (EU) entstand nach der globalen Finanzkrise und der Staatsschuldenkrise. Mit dem SSM und dem einheitlichen Abwicklungsmechanismus sind bereits zwei der drei Säulen der Bankenunion verwirklicht. Sie sind heute wichtige Stützen der Finanzintegration und der Finanzstabilität. Auf die dritte Säule, die gemeinsame europäische Einlagensicherung (EDIS), konnte man sich bislang politisch nicht einigen.

Ziel von EDIS ist es, das Vertrauen in die Einlagen europaweit zu stärken und die Auswirkungen möglicher nationaler Banken Krisen zu begrenzen,

wenn etwa das Vertrauen in die nationale Einlagensicherung verloren ginge. Durch EDIS könnten Ansteckungseffekte zwischen Banken und Bankensystemen im Krisenfall verringert werden. Das Vertrauen der Einleger in eine funktionierende Einlagensicherung könnte über die Leistungsstärke des nationalen Einlagensicherungssystems hinaus erhöht und das Risiko von Bank Runs gesenkt werden. Zudem würden die Staaten entlastet: Sie müssten seltener mit öffentlichen Mitteln einspringen, um mit Stützungsmaßnahmen die heimische Finanzstabilität zu sichern. Die EU könnte insgesamt resilienter werden und so zur Finanzstabilität in Deutschland beitragen.

Im Rahmen von EDIS geht es letztlich darum, bestimmte Risiken innerhalb der EU gemeinsam zu schultern. Da der europäische Wirtschaftsraum jedoch keine Fiskalunion ist und institutionelle Besonderheiten in den nationalen Bankensystemen bestehen,⁴ ist die konkrete Ausgestaltung herausfordernd. Eine der Voraussetzungen für eine politische Einigung ist jedenfalls, dass Fehlanreize im bestehenden Rechtsrahmen zunächst beseitigt und für die Zukunft vermieden werden.

Aus Sicht der Bundesbank muss daher in einem ersten Schritt das EU-Krisenmanagementrahmenwerk gestärkt werden. Die Europäische Kommission hat entsprechende Legislativvorschläge im April 2023 veröffentlicht und dadurch den Startschuss für die dazu aktuell laufenden Verhandlungen gegeben. Wie wichtig ein effektives Rahmenwerk zum Krisenmanagement ist, haben auch die Bankenturbulenzen in den USA und der Schweiz im vergangenen Jahr gezeigt.

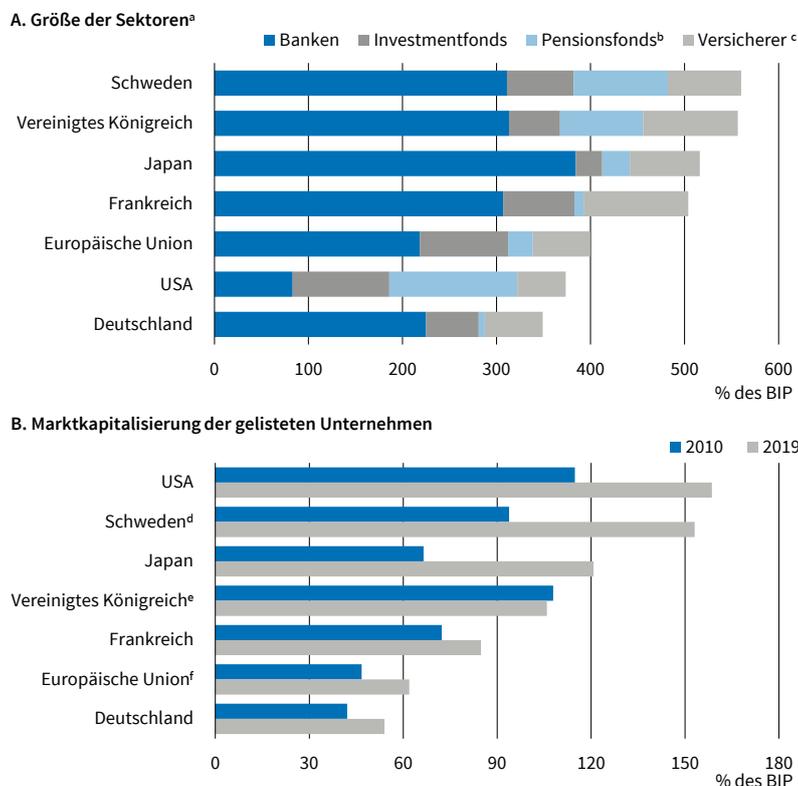
Zudem ist es wichtig, Fehlanreize durch ein Auseinanderfallen von Haftung und Risiko zu vermeiden (Deutsche Bundesbank 2015). Risiken müssen adäquat begrenzt werden, insbesondere auch solche, die von den einzelnen Mitgliedstaaten direkt beeinflusst werden können. Das betrifft aktuell vor allem noch staatliche Solvenzrisiken und den daraus entstehenden Staaten-Banken-Nexus.

Für Staatsanleihen und Kredite an Staaten gelten derzeit weder die üblichen Eigenkapitalanforderungen noch Großkreditgrenzen. Der Abbau dieser regulatorischen Privilegien für Forderungen gegenüber Staaten in den Bankbilanzen wäre die beste Lösung, um eine zu starke Konzentration von Staatsanleihen in den Bankbilanzen zu vermeiden. Eine solche Reform ist leider auf absehbare Zeit politisch vermutlich nicht durchsetzbar. Um dennoch Fortschritte zu machen, könnte man prüfen, die Menge an Staatsanleihen in Bankbilanzen über Konzentrationslimits effektiv zu begrenzen. Eine solche Obergrenze in Bankbilanzen wäre technisch relativ einfach umzusetzen. Denkbar wären auch Konzentrationszuschläge, die dann anfallen, wenn der Anteil der Anleihen und Kredite bezogen auf einen Staat bei einer Bank bestimmte Schwellenwerte überschreitet.

Je stärker EDIS nicht nur Liquidität bereitstellen, sondern auch Verluste tragen soll, desto wichtiger ist es, gleichzeitig den Staaten-Banken-Nexus abzumildern. Daher kommt es insgesamt sehr stark auf die konkrete Ausgestaltung von EDIS an. Hier sind verschiedene Optionen denkbar: von einem dezentralen Modell über ein hybrides, teilweise zentralisiertes Modell bis hin zu einem gänzlich auf europäischer Ebene zentralisiertem Modell. Diese zahlreichen Gestaltungsmöglichkeiten bieten Raum für eine politische Einigung zum Einstieg in EDIS. Dabei sind die Institutssicherungssysteme in verschiedene Ausgestaltungsvarianten von EDIS gut integrierbar.

Besondere Vorteile scheint ein hybrides Modell zu bieten, bei dem es weiterhin nationale Einlagensicherungssysteme gäbe, die auf europäischer Ebene ergänzt würden. Der europäische Teil könnte zum Beispiel unterstützen, wenn die nationalen Mittel aufgebraucht sind, und so das Vertrauen in die nationale Einlagensicherung stärken. Ein hybrides Modell hätte für Deutschland gegenüber einem zentralisierten, rein europäischen Modell zum einen den Vorteil, dass sich die Autonomie der Verbände und ihrer Sicherungseinrichtungen besser sicherstellen ließe. Zum anderen bliebe die nationale Ebene weiterhin direkt in der Verantwortung. Schließlich haben die einzelnen Staaten

Abb. 1
Bedeutung des Bankenmarkts



^a Jeweils Vermögenswerte im Verhältnis zum BIP. Durchschnittswerte der Jahre 2010 bis 2020. ^b Europäische Union: Ohne Werte für Zypern. ^c Europäische Union: Ohne Werte für Luxemburg. ^d Daten für das Jahr 2011 statt 2010. ^e Daten für das Jahr 2018 statt 2019. ^f Daten für das Jahr 2010 ohne Dänemark, Estland, Lettland, Litauen, Schweden und Tschechien.
Quelle: Sachverständigenrat. Datenquelle: BoJ; CEIC; EZB; Fed; Weltbank.
© Sachverständigenrat | 23-271-02

weiterhin Einfluss auf die Gesundheit ihres nationalen Bankensektors.

VORTEILE EINER KAPITALMARKTUNION STÄRKER NUTZEN

Neben der Bankenunion sind Fortschritte bei der Kapitalmarktunion ein weiterer wichtiger Faktor für die zukünftige Entwicklung des europäischen Finanzsystems. Der europäische Finanzmarkt ist traditionell und

auch weiterhin stärker bankbasiert als der Finanzmarkt in den USA (vgl. Abb. 1) (SVR 2023). So ist der Bankensektor in Europa ähnlich groß wie Versicherer, Pensions- und Investmentfonds zusammengenommen. Die geringere Bedeutung der Kapitalmärkte wird auch beim Blick auf die Marktkapitalisierung der Unternehmen erkennbar. Zwar hat diese im vergangenen Jahrzehnt zugenommen, jedoch ist sie im Verhältnis zum BIP nicht einmal halb so groß wie in den USA.

Da der Kapitalmarkt in der EU weiterhin fragmentiert ist, fällt es Unternehmen schwerer, sich dort zu finanzieren. Eine breitere Auswahl an Finanzierungsmöglichkeiten ist jedoch wichtig, um die strukturellen Herausforderungen zu meistern, denen sich die Wirtschaft gegenüber sieht. Insbesondere bei der grünen Transformation der Wirtschaft kommt Finanzierungsformen außerhalb der klassischen Bankkredite eine große Bedeutung zu. Dies hängt mit der Fähigkeit von Kapitalmärkten zusammen, Ressourcen hin zu Wachstumsindustrien umzuverteilen und die Einführung produktivitätssteigernder Technologien zu finanzieren. Eine höhere Kapitalmarktfinanzierung könnte so dazu beitragen, den ökologischen Fußabdruck der Volkswirtschaft zu senken (De Haas und Popov 2019).

Die Bundesbank sieht Fortschritte bei der Kapitalmarktunion als Chance, die Innovationstätigkeit in der europäischen Wirtschaft zu unterstützen und deren Wachstum zu stärken. Eine zunehmende Integration der Kapitalmärkte würde den Wettbewerb fördern und die Verfügbarkeit von Finanzdienstleistungen erhöhen. Privates Kapital kann leichter mobilisiert werden, wenn ein tiefer, liquider Kapitalmarkt existiert. Der Grad der Kapitalmarktfinanzierung kann auch in entwickelten Volkswirtschaften einen positiven Einfluss auf die wirtschaftliche Dynamik ausüben (Demircuc-Kunt et al. 2013).

Innovationsstarke, junge Unternehmen, bei denen es sich oft um Startups und kleinere Unternehmen handelt, benötigen häufig Wagniskapital, um ihre Innovationskraft zu stärken und ihren signifikanten Beitrag zum Wirtschaftswachstum leisten zu können (SVR 2023). Der Markt für Wagniskapital ist im Vergleich zu den USA weiterhin äußerst gering (vgl. Abb. 2). Ein einfacherer Zugang zum Kapitalmarkt – auch über Ländergrenzen hinweg – würde die Unternehmen dabei unterstützen, das benötigte Kapital zu erhalten.

Neben der Wirtschaft könnten auch Finanzintermediäre von einer Kapitalmarktunion profitieren. Ein Beispiel hierfür ist der Verbriefungsmarkt. Dieser ist in Europa historisch betrachtet weniger entwickelt als in den USA (vgl. Abb. 3). Ein transparenter und qualitativ hochwertiger Verbriefungsmarkt ermöglicht es, dass Banken Risiken in Kreditportfolios über den Kapitalmarkt weitergeben können. Dies würde ihre Kreditvergabekapazität erhöhen und prinzipiell ihre Risikotragfähigkeit steigern. Andere Intermediäre können die Kapitalmärkte beispielsweise nutzen, um Risiken in ihren Portfolios besser zu diversifizieren. In der Summe könnte ein tiefer und liquider Verbie-

Abb. 2 Finanzierungsinstrumente nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum und den USA im Jahr 2022

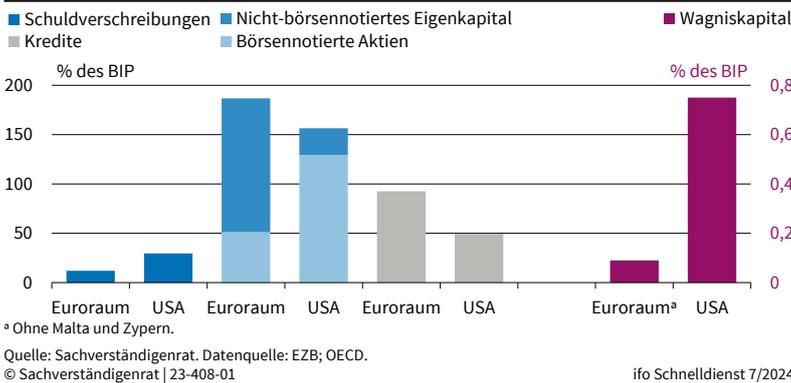
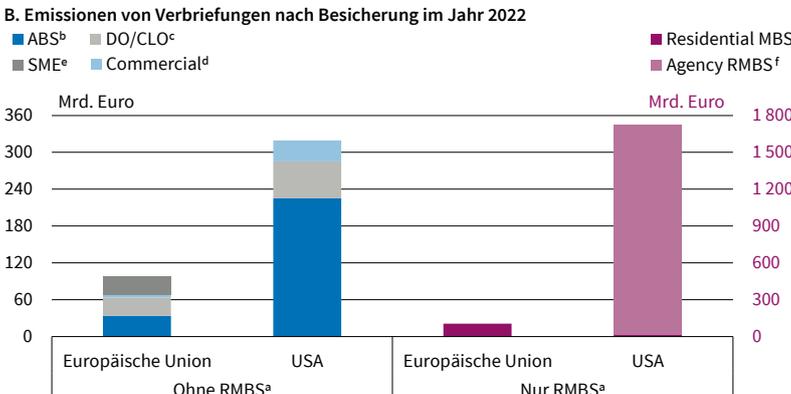
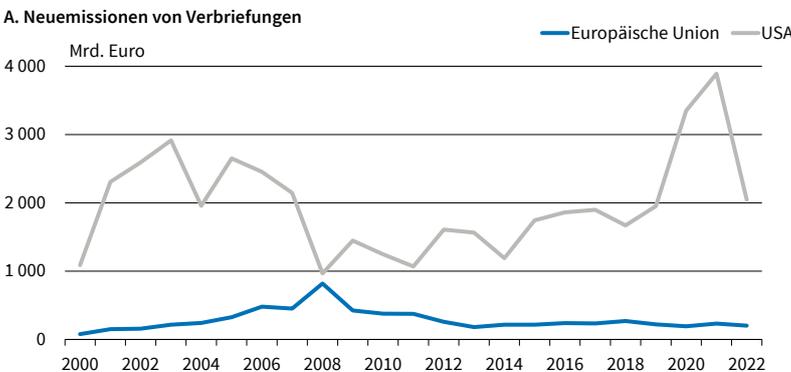


Abb. 3 Verbriefungsmarkt in der EU und den USA



^a Residential Mortgage-Backed Securities (Verbriefte Wohnbaukredite). ^b Asset-Backed Securities (sonstige forderungsbesicherte Wertpapiere). ^c Collateralised Debt/Loan Obligations (Verbriefungen von Wertpapieren, die mit Kreditforderungen unterlegt sind/verbriefte Unternehmenskredite). ^d Commercial Mortgage-Backed Securities (Verbriefte Kredite für Gewerbe- und Mehrfamilienimmobilien). ^e Kleine und mittlere Unternehmen. ^f RMBS, die von einem der halbstaatlichen Unternehmen oder einer US-Bundesbehörde begeben oder garantiert werden. Quelle: Sachverständigenrat. Datenquelle: AFME. © Sachverständigenrat | 23-264-01 ifo Schnelldienst 7/2024

fungsmarkt zu einer effizienteren Risikoallokation in Europa beitragen. Angesichts der Erfahrungen aus der globalen Finanzkrise von 2007/08 ist bei einer Wiederbelebung des Verbriefungsmarkts jedoch eine risikoadäquate Regulierung und eine baselkonforme Umsetzung wichtig.

Eine stärkere Integration der Kapitalmärkte ermöglicht es überdies, Risiken stärker über Länder- und Sektorengrenzen hinweg zu diversifizieren. Die Kosten eines Schocks in einem Mitgliedstaat verteilen sich dadurch auf mehrere Schultern und können somit besser abgefedert werden. Da die Kapitalmärkte in Europa weiterhin fragmentiert sind und Finanzanlagen innerhalb des Euroraums einen starken regionalen Fokus haben, findet diese Risikoteilung dort bisher nur in begrenztem Umfang statt (EZB 2022).

Damit die Vorteile genutzt werden können, die eine Kapitalmarktunion bietet, muss die Integration der Kapitalmärkte in Europa ausgebaut werden. Hierfür ist unter anderem eine Harmonisierung rechtlicher Regelungen in den Mitgliedstaaten notwendig. So müssten beispielsweise Insolvenz- und Steuerrecht sowie Rechnungslegungsvorschriften angeglichen werden. Aufgrund der Eingriffstiefe in nationales Recht sind die politischen Verhandlungen komplex und haben bisher zu keiner umfassenden Einigung geführt.

FAZIT

Die europäische Wirtschaft steht vor erheblichen strukturellen Herausforderungen. Um sie meistern zu können, ist es wünschenswert, wenn die Bankenunion finalisiert und die Kapitalmarktunion vertieft wird. Mehr Integration und höhere Resilienz würden so Hand in Hand gehen und dafür sorgen, dass das europäische Finanzsystem einen wichtigen Beitrag zur wirtschaftlichen Entwicklung leistet.

REFERENZEN

De Haas, R. und A. Popov (2019), »Finance and Carbon Emissions«, ECB Discussion Paper 2318.

Demirguc-Kunt, A., E. Feyen und R. Levine (2013), »The Evolving Importance of Banks and Securities Markets«, *World Bank Economic Review* 27(3), 476–490.

Deutsche Bundesbank (2015), Monatsbericht Dezember.

Deutsche Bundesbank (2022), Finanzstabilitätsbericht.

Europäische Zentralbank (EZB) (2022), *Financial Integration and Structure in the Euro Area*. April 2022, European Central Bank, Frankfurt.

Europäische Zentralbank (EZB) (2024a), Financial Stability Review. Mai 2024, European Central Bank, Frankfurt.

Europäische Zentralbank (EZB) (2024b), Bankenaufsicht, verfügbar unter: <https://www.bankingsupervision.europa.eu/banking/priorities/html/index.de.html>.

Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung (SVR) (2023), *Wachstumsschwäche überwinden – in die Zukunft investieren. Jahresgutachten 2023/24*, Wiesbaden.

Hans-Peter Burghof

Die Zukunft des europäischen Finanzsystems – zwischen Risiken und mangelnder Profitabilität

Die kurze, aber durchaus gefährliche Bankenkrise im Frühjahr 2023 hat anschaulich gezeigt, welche Risiken unverändert im Bankensektor schlummern. Man kann daraus allerdings sehr unterschiedliche Schlussfolgerungen ziehen. So fordert die politisch gut vernetzte »Bürgerbewegung Finanzwende« in einem offenen Brief an den Finanzminister einen weiteren Regulierungsschub, mit Finanztransaktionssteuer, einheitlicher europäischer Einlagenversicherung, einer Schuldenbremse für Banken und einer »EU-Bankenregulierung, die diesen Namen verdient«. Denn schließlich habe man den Menschen seit 15 Jahren ein stabiles Finanzsystem versprochen.

Vielleicht liegt in der Verabsolutierung dieses Versprechens das Problem. Banken dienen der Wirtschaft und den Menschen in vielfältiger Hinsicht. Sie versorgen uns mit Liquidität, managen wirtschaftliche Risiken für Anleger und sind Partner in langfristigen Finanzierungsbeziehungen. Aus diesen Funktionen

ergibt sich die besondere Vertrauensanfälligkeit des Bankgeschäfts: Keine Bank kann ohne das Vertrauen ihrer Kunden bestehen. Insofern sind Banken inhärent instabil, wenn und weil sie ihre ökonomischen Funktionen erfüllen. Man muss also mit diesen Risiken leben.

Die Vorstellung eines Bankensystems, dass nie in seiner Stabilität bedroht sein kann, ist demgegenüber ein etatistischer Traum. Seine Umsetzung würde die Banken gänzlich aus der Sphäre des Marktes in die des Staates überführen. Diese Banken wären dann so solvent wie das Staatswesen, in dem sie sich befinden, und sie würden ihre wirtschaftlichen Funktionen als Finanzintermediäre nur noch sehr



Prof. Dr. Hans-Peter Burghof

hat den Lehrstuhl für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der Universität Hohenheim inne und ist Geschäftsführer der Stiftung Kreditwirtschaft an der Universität Hohenheim.

unvollkommen erfüllen. Eine Annäherung an eine effiziente Kapitalallokation durch Banken wäre nicht mehr möglich: Das Kapital fließt in die Zwecke, die der Staat vorgibt. Wir müssen uns heute, nach zwanzig Jahren intensivem Aufbau neuer Aufsichtsnormen und einer wachsenden Einflussnahme des Staates auf die Kreditwirtschaft, sehr ernsthaft fragen, ob wir auf diesem Weg nicht schon zu weit fortgeschritten sind. Wäre dies der Fall, könnte ein weiterer Regulierungsschub großen Schaden anrichten.

Damit soll der Bedarf für eine sinnvolle Regulierung der Banken nicht infrage gestellt werden. Staatliche Maßnahmen können die inhärenten Systemrisiken des Finanzsystems zwar nicht vollständig beseitigen. Aber wenn es gelingt, die Wahrscheinlichkeit und die möglichen Auswirkungen einer Bankenkrise mit vertretbaren Kosten einzugrenzen, wäre damit schon viel erreicht. Genau daran muss sich die Aufsicht auch messen lassen. Es stellt sich die Frage, was wir in dieser Hinsicht seit der globalen Finanzkrise durch das große Mehr an Regulierung erreicht haben.

MEHR STABILITÄT DURCH MEHR UND BESSERES EIGENKAPITAL

Der Anspruch der Regulierung der Finanzinstitute war ziemlich umfassend: Jedes Finanzmarktprodukt, jede Institution und jeder Finanzplatz solle einer Regulierung unterworfen werden. Dabei sieht man heute aber die wesentlichen Fortschritte in dem gar nicht so neuen Feld der Eigenkapitalunterlegung der Bankrisiken. Hier hat man einerseits das Eigenkapital »gehärtet«. Damit wird umschrieben, dass man nur solche Positionen als regulatorisches Eigenkapital anerkennen möchte, die im Krisenausfall zuverlässig zum Verlustausgleich bereitstehen. Auf der anderen Seite der Ungleichung der Eigenkapitalanforderungen erhöhen sich die Risikogewichte für einzelne Bankrisiken, etwa für mit internen Modellen ermittelte Kreditrisiken (Output Floor) oder für Verbriefungen. Und schließlich hat man die prozentuale Eigenkapitalanforderung durch Einführung einer ganzen Familie von unterschiedlich motivierten Zuschlägen über den etablierten Satz von 8% hinaus deutlich erhöht.

Warum dieser Schwerpunkt auf den Eigenkapitalnormen, wenn doch die Aufsicht selbst sich zunehmend anderen Themen wie etwa der Geldwäscheprävention, der Bilanzkontrolle oder der grünen Transformation zugewandt hat? Eigenkapitalanforderungen gelten als das Instrument, mit dem die Aufsicht am direktesten die von einem einzelnen Institut für das Finanzsystem ausgehenden Risiken adressieren kann. Dabei kann man zwischen einer statischen und einer dynamischen Interpretation der Wirkungsweise dieser Norm unterscheiden. Im statischen Verständnis ist Eigenkapital ein Puffer, der zum Verlustausgleich zur Verfügung steht und damit die Konkurswahrscheinlichkeit verringert. Leider gehen aber auch Banken in Konkurs, die kurz zuvor noch mit ausgezeichneten

regulatorischen Eigenkapitalziffern glänzen konnten. Verliert die Bank das Vertrauen der Märkte und Anleger, kann auch eine hohe Eigenkapitalziffer sie nicht retten.

In einem dynamischen Verständnis erscheint eine Bank mit mehr Eigenkapital vor allem deshalb stabiler, weil die Eigentümer der Bank mehr zu verlieren haben. Sie werden daher auf das Management der Bank einwirken und ihm geeignete Anreize setzen, damit es im Einklang mit den Interessen der Eigentümer entsprechend vorsichtig agiert. Antizipieren die Anleger dieses Risikoverhalten, werden sie auf einzelne Verlustereignisse robuster reagieren. Damit stellt sich die Frage, wie eine Eigenkapitalnorm zu gestalten ist, damit sie diese Risikologik für den Anleger möglichst gut abbildet.

Aus diesem Blickwinkel ist die nach der Finanzkrise erfolgte Herabwertung nachrangigen Fremdkapitals als regulatorisches Eigenkapital positiv zu bewerten. Dies ist kein Vermögen der Eigentümer, und ein möglicher Einfluss dieser Kapitalgeber auf das Risikoverhalten der Bankmanager ist bestenfalls auf sehr indirekten Wegen möglich. Leider hat man aber zugleich die ganz aus der Verlustausgleichslogik heraus begründete Eigenkapitalkategorie der Contingent-Convertible-Anleihen (CoCos) eingeführt, die im Kontext des Scheiterns der Credit Suisse auch einer breiteren Öffentlichkeit bekannt wurden. Diese Anleihen werden zwar im Belastungsfall mehr oder weniger automatisch in Eigenkapital umgewandelt. Sie sind aber im gewöhnlichen Geschäftsbetrieb kein Vermögen der Eigentümer.

Viele der Änderungen der Eigenkapitalnormen nach der Finanzkrise sind aber nicht nur nach der Pufferlogik, sondern auch unter Anreizgesichtspunkten positiv zu werten. Teilweise handelt es sich dabei um die Korrektur von Fehlentwicklungen, die eine zu formalistisch argumentierte Bankenaufsicht zuvor zugelassen hatte. So trugen die fehlende Eigenkapitalunterlegung der Back-up-Linien für Verbriefungen und die Aufweichung der Eigenkapitalunterlegung bei Verwendung interner Kreditrisikomodelle wesentlich zur Entstehung und dem großen Ausmaß der globalen Finanzkrise bei. Als es darauf ankam, hatten gerade die großen und systemrelevanten Institute viel zu wenig Eigenkapital. Hier einzugreifen ist naheliegend und eine schlichte Reparatur von Fehlern im bestehenden Aufsichtssystem. Gemessen daran erfolgt die Einführung des Output Floors für die internen Kreditrisikomodelle aber doch sehr spät und mit einem etwas wackligen Floor von 72,5% (gegenüber der Eigenkapitalanforderung aus einem aufsichtlichen Standverfahren) und einem Phasing-in über sechs Jahre (2022 bis 2027) sehr zaghaft.

Insgesamt kann man aber der Aufsicht bei der Weiterentwicklung der Eigenkapitalanforderungen durchaus ein positives Zeugnis ausstellen. Die Kreditinstitute erscheinen heute stabiler. Sie verfolgen, soweit erkennbar, eine vorsichtiger Risikopolitik und

verfügen auch über mehr Reserven, um möglichen Krisen zu begegnen. Viele Fehler aus der Vergangenheit und ihre Folgen scheinen abgearbeitet, auch die oft sehr langfristigen Rechtsrisiken. Um viele Banken ist es eher still geworden, und das ist gut so.

EINZELRISIKO VERSUS SYSTEMRISIKO: WO DIE AUFSICHT VERSAGT HAT

Das Ziel einer in einer marktwirtschaftlichen Wirtschaftsordnung im öffentlichen Interesse handelnden Bankenaufsicht ist aber gar nicht die Stabilität des einzelnen Instituts. In einer Marktwirtschaft ist das Ausscheiden erfolgloser Unternehmen aus dem Markt ein wesentlicher Effizienztreiber. Die politisch motivierte Erhaltung von »Zombieunternehmen« auf Kosten der Allgemeinheit steht zentral für das Versagen einer Zentralverwaltungswirtschaft. Dies gilt auch für Banken. Ein öffentliches Interesse besteht erst dann, wenn das Scheitern einzelner Institute die Stabilität des gesamten Bankenmarktes und damit die wirtschaftliche Stabilität insgesamt bedroht. Hinter all dem Bemühen um die Konkursfestigkeit der einzelnen Bankinstitute steht also letztlich der Versuch, die systemischen Risiken des Finanzsystems zu bekämpfen.

Natürlich ist die Stabilität der einzelnen Institute ein wichtiger Bestimmungsfaktor für die Stabilität des Gesamtsystems. Krisensituationen treten seltener auf, wenn die Einzelinstitute geringere Risiken aufweisen. Es gibt jedoch eine Reihe weiterer Einflussfaktoren, die vor allem die Frage betreffen, ob sich die Krise eines einzelnen Institutes zu einer Bedrohung für die Stabilität des gesamten Finanzsystems auswachsen kann. Zu nennen ist hier die Größenstruktur, der Grad der Vernetzung der Risiken im Bankensystem und schließlich, was auf europäischer Ebene gerne übersehen wird, der Grad der Homogenität der Geschäftsmodelle und der sich daraus ergebenden Risikostrukturen. Hinsichtlich dieser drei Dimensionen ist die Bilanz der aufsichtlichen Aktivitäten seit der Finanzkrise leider nicht so positiv.

Die Homogenität der Geschäftsmodelle und Risikostrukturen ist relativ schwer messbar. Dass die Aufsicht nun auch die Geschäftsmodelle der Banken auf ihre Tragfähigkeit prüft, ist aus diesem Blickwinkel allerdings fragwürdig. Aufseher werden tendenziell wenig riskante, etablierte und in ihrer Wirksamkeit gut belegbare Geschäftsmodelle vorziehen. Daneben folgt aber auch aus der intensiven, zunächst nur auf einen bestimmten Standardtyp einer Bank ausgerichteten Aufsicht mit ihren massiven Eingriffen in die Geschäftstätigkeit der Kreditinstitute eine weitere Homogenisierung unseres Bankensystems. Aufseher sind schon allein wegen der damit verbundenen Komplexität keine geborenen Freunde der Vielfalt der Institutionen und Geschäftsmodelle, auch wenn sie es mit Blick auf die übergeordnete Zielsetzung ihres Handelns eigentlich sein sollten. Hier ist eine große Offenheit und ein bewusstes Gegensteuern seitens

der Aufsicht notwendig, damit das Aufsichtshandeln nicht die Homogenität der Bankensysteme und damit die systemischen Risiken erhöht.

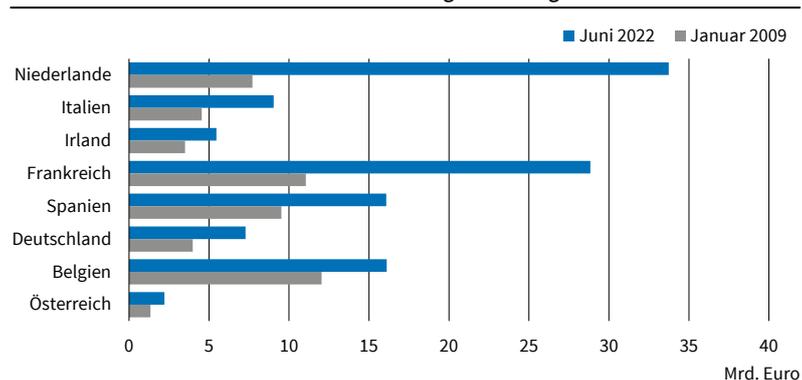
Bei der Vernetzung der Kreditinstitute lässt sich auf den ersten Blick eine positive Entwicklung verzeichnen: Der Anteil der Interbankenforderungen an den Gesamtaktiva der Banken hat deutlich abgenommen, so im Zeitfenster von 2008 bis 2021 für Deutschland von 26,8% auf 10,5% oder in den Niederlanden von 8,9% auf 2,2%. Aber einerseits lässt sich der Grad der Vernetzung zwischen den Kreditinstituten nicht allein über die bilanzwirksamen Interbankenforderung abbilden. Und zum anderen ist dieser Rückgang auch darauf zurückzuführen, dass der Liquiditätsausgleich zwischen den Kreditinstituten nun im Wesentlichen über die Europäische Zentralbank und nicht mehr über den Interbankenmarkt erfolgt. Damit sind aber die Risiken des Systems nur auf eine andere, höhere Ebene verschoben worden.

Am anschaulichsten lässt sich die Entwicklung des systemischen Risikos bei der Größenstruktur nachzeichnen. In den Staaten des Euroraums beobachten wir eine drastische Reduktion der Anzahl der selbständigen Kreditinstitute. In Deutschland fiel zum Beispiel die Anzahl der Institute von 2009 bis 2022 von 1 984 auf 1 433, in Frankreich von 720 auf 400 und in den Niederlanden von 299 auf nur noch 86. Oft wird dieser (übrigens auch sehr wettbewerbsfeindliche) Prozess euphemistisch als Konsolidierung bezeichnet. Mit Blick auf das Systemrisiko sind die Auswirkungen aber verheerend. Dies wird noch deutlicher, wenn man die Veränderung der Durchschnittsgrößen der Institute betrachtet (vgl. Abb. 1).

Ab einer Bilanzsumme von 30 Mrd. Euro werden in der Europäische Wirtschafts- und Währungsunion (EWWU) Kreditinstitute wegen ihrer Systemrelevanz von der Europäischen Zentralbank (EZB) beaufsichtigt. 2009 lagen die durchschnittlichen Aktiva der Kreditinstitute in allen Ländern noch weit unterhalb dieser Schwelle. Im Juni 2022 liegt die durchschnittliche Bankgröße in den Niederlanden und Frankreich unmittelbar an dieser Schwelle, und auch in den anderen Ländern sind die durchschnittlichen Institutsgrößen

Abb. 1

Durchschnittliche Aktiva der Banken in den acht größten Mitgliedstaaten des Euroraums



Quelle: EZB; Burghof/Gischer 2023.

© ifo Institut

teils drastisch angestiegen. Der Anteil der »Systemically Important Banks« (SIB) an den Gesamtaktiva der Banken liegt in Frankreich bei 67,2%, in den Niederlanden bei 73,6% und in Spanien sogar bei 86,5%. Damit könnte eine Bankenkrise, wenn sie denn eintritt, sehr viel gefährlicher ausfallen als in einer Welt mit weniger konzentrierten Marktstrukturen.

Welche Rolle spielt die Regulierung der Banken bei dieser Entwicklung? Für die wachsende Größe der Banken gibt es durchaus auch technologische Gründe, etwa im Bereich der Digitalisierung. Die intensive Regulierung der Banken erzeugt aber eine hohe Komplexität und hohe Fixkosten, die die Institute in die Größe treibt. Oftmals werden die Regulierungskosten sogar als das zentrale Motiv für eine Fusion genannt. Anstatt also der Marktkonzentration entgegenzuwirken, erzeugt das Regulierungssystem selbst starke Anreize zu einer weiteren Konzentration. Dieses Vorgehen ist ausgesprochen kontraproduktiv, wenn man systemische Risiken tatsächlich eingrenzen und dem Too-big-to-fail-Problem wirksam begegnen möchte.

DIFFERENZIIERTES AUFSICHTSSYSTEM ERFORDERLICH

Sucht man das Feld des größten konzeptionellen Versagens der Aufsicht in den vergangenen Jahrzehnten,

dürfte die Unfähigkeit, ein wirksam nach dem tatsächlichen Systemrisiko differenzierendes Aufsichtssystem zu schaffen, ein ganz heißer Kandidat sein. Die proklamierte doppelte Proportionalität bleibt unwirksam, die sogenannte Small-Banking-Box ist ziemlich leer und die aufsichtliche Komplexität, der auch kleine Institute ausgesetzt sind, ist ohne einen Stab spezialisierter Mitarbeiter und die Unterstützung teurer externer Berater nicht zu bewältigen. Unverändert werden kleine Institute durch die Aufsicht relativ zu ihrem Geschäftsvolumen sehr viel stärker belastet als große. Vermutlich helfen hier nur noch radikale Einschnitte in das Aufsichtssystem, etwa eine konsequente Trennung der aufsichtlichen Regelungen für systemische Institute von einem stark reduzierten Aufsichtsrecht für solche Institute, deren Ausfall keine Bedrohung für die Stabilität unseres Wirtschaftssystems darstellt. Wenn uns dies nicht gelingt, müssen wir mit einem Bankensystem leben, in dem die hoffentlich sehr seltenen Krisen das Bankensystem umfassend in seiner Stabilität und Leistungsfähigkeit gefährden und die gravierendsten Auswirkungen auf Wirtschaft und Gesellschaft haben.

Sascha Steffen

Wie stabil ist das europäische Bankensystem?

DIE SVB-PLEITE IM MÄRZ 2023

Die Pleite der Silicon Valley Bank (SVB) am 8. März 2023 sowie weitere Bank Runs auf US-amerikanische (meist regionale) Banken haben die Fragen nach der Stabilität des Bankensystems, sowie den Ruf nach Vollendung der Reformen des europäischen Banken- und Finanzsektors, mit dem Europa nach der Staatsschuldenkrise 2011/12 begonnen hat, wieder aufleben lassen. Daher ist es eine relevante Frage, wie stabil das europäische Bankensystem ist und ob sich die SVB-Pleite in Europa überhaupt bemerkbar gemacht hat.

Schauen wir zunächst auf ein paar Marktdaten. Abbildung 1 A zeigt den Aktienkursverlauf von Banken, die am Stresstest der Eu-

ropean Banking Authority (EBA) teilnehmen (plus Banken aus Dänemark, dem Vereinigten Königreich und der Schweiz) zwischen 1. März und 1. April 2023 und, Abbildung 1 B, die kumulierten Renditen europäischer sowie amerikanischer Bankaktienindizes sowie von Indizes europäischer und amerikanischer Nichtbanken.

Europäische Bankaktien haben ungefähr 20% nach der SVB-Pleite an Wert verloren, ein Trend, der sich nach der Rede von EZB-Präsidentin Christine Lagarde am 24. August 2023 umkehrte. Die Aktienkurse von US-Banken sind hingegen deutlich stärker gefallen und haben sich auch erst im vierten Quartal erholt.¹ Die Aktienkurse von Nichtbanken (sowohl in den USA als auch Europa) haben fast gar nicht auf die SVB-Pleite reagiert. Waren im März 2023 die Bilanzen europäischer Banken stabiler als die der amerikanischen Banken?

¹ Vergleicht man Indizes amerikanischer Groß- und Regionalbanken fällt auf, dass dieser Trend von den Regionalbanken getrieben wird, während die Großbanken deutlich besser performed haben.



Prof. Dr. Sascha Steffen

ist Vizepräsident Forschung und Professor für Finance an der Frankfurt School of Finance & Management und DWS Senior Chair in Finance.

EIGENKAPITAL- UND BILANZSTÄRKE VON EUROPÄISCHEN BANKEN VOR DER SVB-PLEITE

Obwohl sich die Bilanzen europäischer Banken nach der Staatsschuldenkrise erholt und sich Kennzahlen wie Tier-1-Kapitalquote, Liquidität (LCR) und notleidende Kredite verbessert haben, bedeutet dies nicht zwangsläufig eine bessere Kapitalisierung als bei amerikanischen Banken. Der Grund dafür liegt in den risikogewichteten Aktiva (RWA), dem Nenner der Tier-1-Quote, die bei europäischen Banken aufgrund des hohen Anteils an europäischen Staatsanleihen und der Nutzung interner Modelle zur Risikobewertung deutlich niedriger sind als bei amerikanischen Banken. Dies führt dazu, dass das tatsächliche Eigenkapital europäischer Banken im Verhältnis zu den tatsächlichen Risiken geringer ist als bei amerikanischen Banken, obwohl die Tier-1-Quote höher ist.

Auch wenn die Kapitalquoten europäischer Banken gestiegen sind, bewerten sie Investoren schlechter als die amerikanischen Banken. Das zeigt sich in einem niedrigen Markt-Buchwert-Verhältnis. Investoren scheinen die zukünftige Rentabilität als geringer und/oder die Risiken als höher einzuschätzen, als es die regulatorischen Kennzahlen nahelegen. Möglicherweise spiegelt die niedrige Bewertung auch mangelnde Fortschritte bei wichtigen Finanzreformen wider, wie der Banken-, Kapitalmarkt oder Fiskalunion.

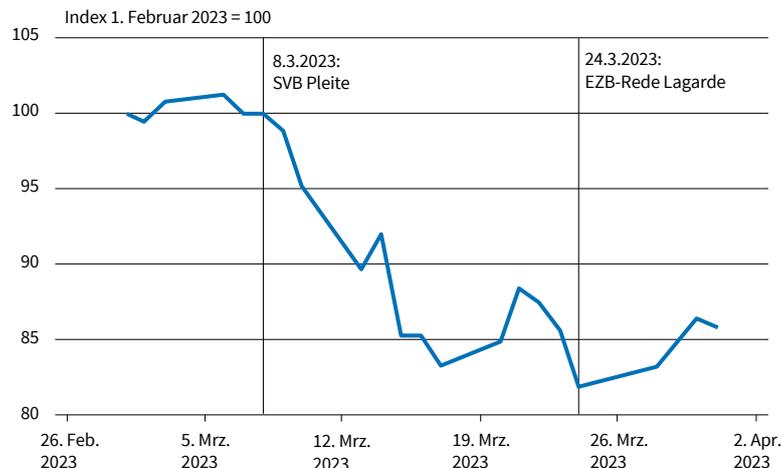
DIE ROLLE DER GELDPOLITIK IM AUFBAU VON BILANZRISIKEN VON BANKEN

Wie kann man die Risiken in den Bankbilanzen erklären, die möglicherweise auch zu geringeren Marktbewertungen führen? Acharya et al. (2024) argumentieren, dass das Quantitative Easing (QE) der Zentralbanken die Anfälligkeit des Finanzsystems auf Schocks massiv erhöht hat. Diese wurde zum Beispiel an der Störung der Märkte während der Coronakrise ersichtlich, als Firmen in großem Stil Kreditlinien von Banken zur Refinanzierung ausgeschöpft haben. Dies hat Banken trotz der Liquiditätsschwemme durch QE vor große Probleme gestellt. Was ist passiert?

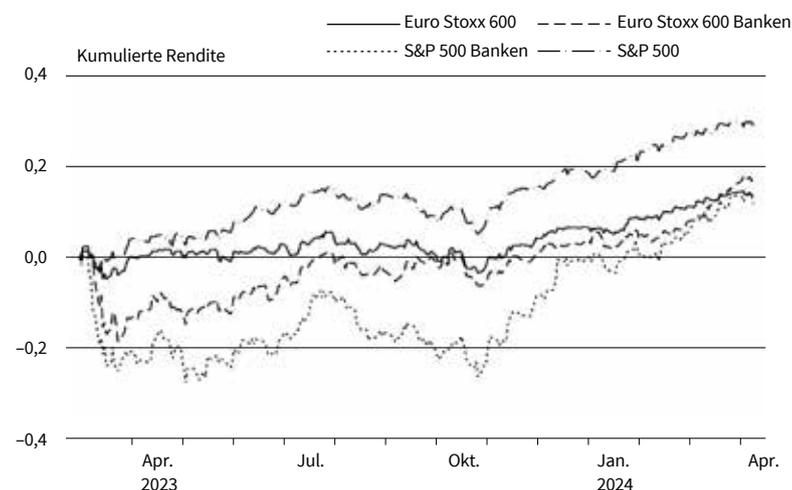
Zentralbanken kaufen Wertpapiere während QE in der Regel von Nichtbanken. Da diese kein Konto bei der Zentralbank haben, legen sie das Geld in Form von Einlagen bei den Banken an, die wiederum Reserven bei den Zentralbanken halten. Die Bankbilanzen vergrößern sich, das geschieht rein mechanisch. Das ist aber nicht alles. Denn Banken versuchen, ihren Profit zu maximieren. Dabei legen sie die Einlagen möglichst lang an und verkürzen die Laufzeit der Einlagen so weit wie möglich. Dazu emittieren sie in großem Stil Kreditlinien an Firmen. Sie machen sich damit selbst anfälliger für einen Bank Run und wetten dabei auf immer weitere Liquiditätsunterstützung vonseiten der Zentralbank. Eine Konsequenz davon ist, dass es Zentralbanken beinahe unmöglich ist, durch Quantitative Tightening (QT) den Banken die Liquidität wieder zu

Abb. 1
Marktdaten

A. Aktienkurs europäischer Stresstestbanken



B. Rendite europäischer vs. US-amerikanischer Aktien



Quelle: Capital IQ; Berechnungen des Autors.

© ifo Institut

entziehen, da sich diese bereits am Markt zur Liquiditätsbereitstellung verpflichtet haben.

Während sich Acharya et al. (2024) amerikanische Banken angeschaut haben, kann man anhand von Daten der Europäischen Zentralbank (EZB) ähnliche Trends auch bei den europäischen Banken feststellen (Angeloni et al. 2024).² Die Bankbilanzen sind durch QE stark gestiegen, die Laufzeit der Einlagen ist signifikant gesunken und die Laufzeit der Aktiva, insbe-

² Dabei gibt es Unterschiede zwischen den Ländern. Die EZB-Reserven auf den Bilanzen deutscher und französischer Banken sind zum Beispiel um 20% des Bruttoinlandsprodukts (BIP) bis 2014 gestiegen, während sich die Reserven auf den Bilanzen spanischer und italienischer Banken kaum verändert haben. Das ist eine Folge von überschüssiger Liquidität von Banken in Deutschland oder Frankreich. Banken in Italien und Spanien hatten keine überschüssige Liquidität, sondern waren vielmehr von der Liquidität der EZB abhängig. Nach 2014, also mit Beginn der Asset Purchase Programs (APP) der EZB, stiegen die Reserven auf den Bilanzen wieder bis 2018 (als die EZB Nettokäufe von Staatsanleihen aussetzte). Die Reserven stiegen weiter mit Beginn des Pandemic Emergency Purchase Programs (PEPP) während der Corona-Pandemie, waren jedoch ungleichmäßig auf die Länder verteilt. Während die Reserven in Deutschland und Frankreich auf über 40% des BIP stiegen, stiegen sie in Italien und Spanien auf etwa 20 bis 30% des BIP.

sondere der Staatsanleihen, die von Banken gehalten werden, gestiegen.³ Wie in den USA ist dieses insbesondere bei kleinen Banken (oder den nicht systemrelevanten Banken) der Fall. Darüber hinaus lässt sich zeigen, dass die Banken den Anteil deutscher (also sicherer) Staatsanleihen reduziert und den von italienischen und spanischen Staatsanleihen substanziiell erhöht haben. Damit haben sich auch in den europäischen Bankbilanzen während der Periode steigender Zinsen unrealisierte Verluste angehäuft, die leicht das Eigenkapital einzelner Banken übersteigen können. Warum haben wir dann z. B. nicht ähnliche Szenarien während des SVB-Kollapses im März 2023 wie in den USA gesehen?

EUROPÄISCHE BANKEN HABEN HOHE LIQUIDITY COVERAGE RATIOS (LCR)

Ein Teil der Antwort dieser Frage liegt in der Anwendung der Basel Liquiditätsrichtlinien, insbesondere der LCR.⁴ Mit Ausnahme der großen Banken wurden diese unter der Trump-Regierung für kleine und mittelgroße Banken in den USA quasi ausgesetzt, was diese Banken zusätzlich anfälliger für Liquiditätsschocks machte. Die LCR europäischer Banken, auf der anderen Seite, liegen sehr komfortabel oberhalb des regulatorischen Minimums und sind gerade für kleine (nicht systemrelevante Banken) bis 2020 weiter angestiegen. Sehr vereinfacht gesagt wird die LCR berechnet als die Reserven von Banken bei der EZB relativ zum möglichen Abfluss von Einlagen über einen Zeitraum von 30 Tagen. Das bedeutet, wenn Banken die Laufzeit von Einlagen verkürzen (und von Festgeldern auf täglich fällige Einlagen wechseln) steigt der Nenner der LCR. Mit anderen Worten, auch wenn sich die europäischen Banken verwundbarer gemacht haben und die Einlagen kurzfristiger gestaltet haben, sind doch die Reserven der Banken bei der EZB relativ gesehen stärker angestiegen, so dass sich die Liquiditätssituation der Banken im Durchschnitt verbessert hat. Meiner Meinung nach ist dies ein entscheidender Aspekt, warum wir im Zusammenhang mit der SVB-Krise keine substanziiellen Liquiditätsabflüsse aus europäischen Banken heraus beobachten konnten.

ERKLÄRUNGSANSÄTZE FÜR DEN AKTIENKURSRÜCKGANG IM MÄRZ 2023

Was erklärt den (wenn auch temporären) 20%igen Aktienkursrückgang europäischer Bankaktien im März 2023? Auch in einem kleinen Sample von 41 börsennotierten Stresstestbanken lassen sich zwei klare Faktoren für die Aktienkursentwicklung zwischen dem

³ Interessanterweise und in Kontrast zu Firmen in den USA sind die Kreditlinien an Unternehmen in Europa (relativ zum BIP) über die vergangenen zehn Jahre gesunken.

⁴ Es gibt natürlich noch andere Gründe für die Pleite der SVB und die darauf folgenden Bank Runs in den USA, wie z. B. das Hedging von Zinsrisiken oder der Immobiliensektor in den USA. Ich fokussiere mich hier der Kürze wegen auf den Liquiditätsaspekt.

1. und 24. März 2023 erkennen: Banken hatten einen größeren Aktienkursverlust zu verzeichnen, wenn sie mehr notleidende Kredite in der Bilanz hatten und wenn sie weniger profitabel sind (zum Stichtag 31. Dezember 2022). Darüber hinaus und mit Bezug auf die obige Diskussion hatten systemrelevante Banken einen größeren Kursrückgang zu verzeichnen, wenn sie mehr kurzfristige Einlagen auf ihrer Bilanz akkumuliert hatten. Dieses ist konsistent mit der Beobachtung, dass große Banken geringere LCR als kleine Banken hatten. Mit anderen Worten: Auch wenn wir in Europa keine »Bankenkrise« während der SVB-Pleite erlebt haben, hat der Markt diese (Liquiditäts-)Risiken sehr wohl in den Aktienkursen eingepreist.

Interessanterweise war es für den Aktienkurs in dieser Periode weniger relevant, ob die Banken aus den früheren »Krisenländern« (GIIPS), also z. B. Italien oder Spanien, kommen, obwohl diese Banken tendenziell mehr riskante Staatsanleihen in den Büchern halten. Sind die Märkte daher über diese Art von Risiken und einer »Doom Loop« (in dem sich Risiken von Bank und Staat gegenseitig bedingen) weniger besorgt?

»DOOM LOOP« – EINE VERGESSENE GEFAHR?

Gerade in Zeiten hoher Staatsverschuldung, steigender Zinsen, politischer Risiken wie z. B. durch die Neuwahlen in Frankreich im Juli 2024 und dem allgemeinen Rechtsruck in Europa, sowie anderen geopolitischen Risiken ist es eine relevante Frage, inwieweit diese Risiken auch für die Stabilität des Bankensystems relevant sind.

Die Daten der EBA »Transparency Exercise« geben z. B. Aufschluss inwiefern der »Home Bias«, also wie viele Staatsanleihen des eigenen Landes Banken relativ zu allen Staatsanleihen im Bankbuch halten, heutzutage noch relevant ist. Dieser Home Bias ist bei Nicht-GIIPS-Banken zwischen dem ersten Quartal 2018 und dem ersten Quartal 2023 relativ konstant unter 50% geblieben. Bei den italienischen Banken liegt er aktuell unter 75% und bei den spanischen Banken bei 77%. Aber der Home Bias der GIIPS-Banken gegenüber allen GIIPS-Staatsanleihen bleibt hoch bei etwa 90%.

Nach einem erheblichen Anstieg zwischen 2010 und 2012 sanken die Renditen der Staatsanleihen der GIIPS-Länder nach der »Whatever it takes«-Rede von EZB-Präsident Mario Draghi stark. Seitdem, teilweise auch aufgrund der Käufe von Staatsanleihen durch die EZB, sanken die Spreads zwischen den Staatsanleihen und deutschen Staatsanleihen weiter. In den vergangenen zwölf Monaten sind die Spreads weiter gesunken und liegen derzeit unter 2%.

In letzter Zeit sanken die Spreads der GIIPS merklich mehr als durch verbesserte wirtschaftliche und fiskalische Aussichten gerechtfertigt scheint. Der Start des New Generation EU-Programms könnte die Märkte zu der Annahme verleiten haben, dass die fiskalische Solidarität der EU strukturell zugenommen hat. Dies

bleibt jedoch abzuwarten. Da der Staatsanleihemarkt immer noch fragmentiert ist und weniger oder keine Käufe von Staatsanleihen durch die EZB stattfinden, könnten sich die Spreads wieder ausweiten und die Stabilität der europäischen Banken gefährden.

Mit unserem Sample der Stresstestbanken kann man versuchen, ein mögliches Wiederauftreten der Doom Loop im Zeitraum steigender Zinsen zu identifizieren. Das Sample umfasst 14 Länder und 68 Banken, von denen 34 Banken Credit Default Swap (CDS)-Spreads haben. Zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Artikels gab es keine Hinweise auf das Wieder-

auftreten einer Doom Loop unter den europäischen Ländern. Die CDS-Spreads der Staaten preisen jedoch länderspezifische Risiken ein, insbesondere den hohen Home Bias, was darauf hinweist, dass bedeutende Doom Loop-Risiken bestehen bleiben.

REFERENZEN

Acharya, V., R. Chauhan, R. Rajan und S. Steffen (2024), »Liquidity Dependence and the Waxing and Waning of Central Bank Balance Sheets«, NBER Working Paper 31050.

Angeloni, I., S. Claessens, A. Seru, S. Steffen und B. Weder Di Mauro (2024), *Much Money, Little Capital, and Few Reforms: The 2023 Banking Turmoil* (Geneva Report).

Dorothea Schäfer

Stabilität des Europäischen Bankensektors: Wachsamkeit ist Pflicht und Erinnern schadet nicht!

Erinnern wir uns. Nach einer Reihe von Aufwärtsschritten seit 2003 stand der US-Leitzins (FED Funds Rate) im Juni 2006 bei über 5% (vgl. Abb. 1, hellblaue Linie). Mehr als zwei Jahre später, am 15. September 2008, brach die US-Investment Bank Lehman Brothers zusammen. Bis zum Zusammenbruch hatte die FED den US-Leitzins bereits mehrmals wieder gesenkt. Sinkende Preise und zunehmende Schwierigkeiten von prekären Haus- und Wohnungseigentümern, ihre Kredite zu bedienen, machten den Banken schwer zu schaffen. Unmittelbar vor dem Lehman-Zusammenbruch stand der US-Leitzins bereits wieder auf 2%. Demgegenüber lag die Einlagenfazilität der EZB im Juni 2006 bei nur 1,75 Prozentpunkten. Bis Mitte Juli 2008 kletterte der Leitzins auf 3,25% (dunkelblaue Linie). Erst im November 2008, also fast zwei Monate nach dem »Lehman Moment«, senkte die EZB die Einlagefazilität wieder auf 2,75%. Weitere vergleichsweise große Zinsschritte schlossen sich an.

AKTUELLE SITUATION: UNKLARE ZINSREISE

Die jetzige Situation stellt sich so dar: Von einem historischen Tief kommend, begann die FED im März 2022 mit historisch steilen Anhebungen des US-Leitzinses. Seit Ende Juli 2023 gilt eine Funds Rate von 5,25 bis 5,5%. Es scheint, als hätte die FED damit ihr Zinsplateau erreicht. Demgegenüber setzte die EZB ihre Zinsanhebungspolitik bis September 2023 fort. Erst seitdem zeichnete sich ein Plateau von 4,00% ab. Im Juni 2024 nahm die EZB dann ihre erste Zinssenkung vor. Dennoch bleibt weiterhin unklar, sowohl in den USA als auch im Euroraum, wo die Zinsreise hingeht. Die Zentralbanken wollen momentan noch keine Entwarnung bei der Inflation geben.

Unklar bleibt auch deren Beitrag zur Rückentwicklung der Inflationsraten. Es war vor allem die Rückbildung der Preise auf den Energie-, Lebensmittel- und Transportmärkten, die ab Herbst 2022 für die Beruhigung der allgemeinen Preisentwicklung sorgte (Schäfer und Semmler 2024). Der Anstieg des Kreditzinses als solches brachte zunächst einmal einen Kostenschub in Unternehmen mit variabel verzinsten Krediten, zum Beispiel bei Betriebsmittelkrediten zur Finanzierung des laufenden Geschäfts. Einen solchen Kostenschub geben Unternehmen so weit wie möglich weiter. Die Zinsschritte wirkten daher zunächst inflationserhöhend und nicht -senkend. Das gilt insbesondere dann, wenn den Unternehmen die Weitergabe besonders leichtfällt, wenn also ohnehin Angebotsknappheit herrscht (Weber et al. 2022). In der Coronazeit gebrochene Lieferketten und der Krieg in der Ukraine haben 2022 und 2023 auf vielen Güter- und Dienstleistungsmärkten ein nahezu perfektes Umfeld für die Weitergabe von Kostenschüben geschaffen. Hinzu kommt, dass Unternehmen bei einer restriktiven Geldpolitik schwerer an Kredite kommen. Das beeinträchtigt Investitionen und verstärkt ohnehin vorhandene Knappheiten. Auch das wirkt eher inflationstreibend als -beruhigend (Stiglitz et al. 2022).

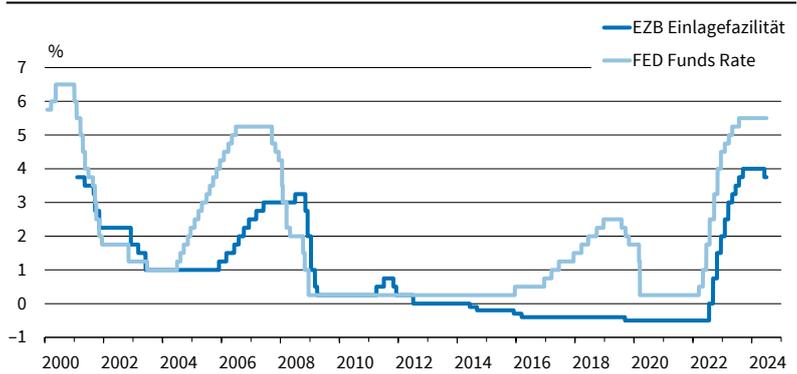
Das einzige Instrument, das den Zentralbanken als wirksame Inflationsbremse zur Verfügung steht, ist die Schwächung des Arbeitsmarktes (»There is no ma-



Prof. Dr. Dorothea Schäfer

ist Chefredakteurin der Vierteljahreshefte zur Arbeits- und Wirtschaftsforschung, herausgegeben am IAW der Universität Bremen, und Außerordentliche (Adjunct) Professorin an der Jönköping International Business School (bis Juni 2024). Bis Ende 2023 war sie Forschungsdirektorin am DIW Berlin.

Abb. 1
Leitzinsbewegungen in den USA und im Euroraum seit dem Jahr 2000



Quelle: EZB; FED.

© ifo Institut

gic tool«, Blanchard et al. 2022). Anzeichen für eine nachhaltige Schwächung des Arbeitsmarktes gibt es bislang zumindest in den USA nicht. Es herrscht weiterhin Vollbeschäftigung. Im Mai 2024 lag die monatliche, saisonbereinigte US-Arbeitslosenquote bei nur 4%, nachdem sie in den Monaten zuvor geringfügig darunter gelegen hatte. Die EZB hat den Zins für Einlagen der Banken bei der Zentralbank Anfang Juni 2024 von 4% auf 3,75% gesenkt. Angesichts dessen, dass sich die EZB als diejenige Institution begreift, die allein zu einer wirksamen Inflationsbekämpfung in der Lage ist, war der Zinsschritt dann doch überraschend. Die monatliche Inflationsrate hatte im Mai 2024 gerade wieder zugelegt. So könnte die erste Absenkung seit Beginn der Zinsrally auch ein erster Indikator dafür sein, dass sich im Euroraum bereits eine zinsbedingte, länger anhaltende Schwäche des Arbeitsmarktes abzeichnet.

Aktuell attestiert die EZB dem Finanzsystem eine erhöhte Stabilität (EZB 2024) und der ESRB den Banken eine verbesserte Widerstandsfähigkeit.¹ Aber ist das nicht voreilig angesichts der Zeitspanne von über zwei Jahren, die zwischen dem Ende der Zinsanhebungen 2006 und dem Zusammenbruch von Lehman Brothers verging? Zinsniveaus von über 3% herrschen in den USA erst seit September 2022 und im Euroraum erst seit Mai 2023. Die FED hat das Zinsplateau erst seit einem knappen Jahr erreicht, die EZB hat ihr mögliches Plateau von 4% erst vor wenigen Tagen nach unten verlassen.

EIN »SCHWARZER SCHWAN-EFFEKT«?

Schließlich haben wir es seit 2022 nicht nur mit Zinsanhebungen zu tun, deren Geschwindigkeit historisch zu nennen ist. Auch das Zinsniveau, von dem aus die Zentralbanken ihre Rally gestartet haben, ist in der

¹ The General Board also considered whether the EU could draw lessons from last year's bank runs in the United States and Switzerland. In this context, the General Board acknowledged that the robust profitability and low level of non-performing loans observed in 2023 have increased the EU banking sector's resilience to future shocks.», verfügbar unter: <https://www.esrb.europa.eu/news/pr/date/2024/html/esrb.pr240328-8732bb43ab.de.html>.

jüngeren Kapitalmarktgeschichte ohne Beispiel. Extreme Niedrigzinsen über einen langen Zeitraum, im Euroraum herrschten die Null- und Unternull-Leitzinsen immerhin seit Juli 2012, wurden abgelöst durch rasche und zahlreiche Zinsschritte nach oben. Erfahrungen mit einer solchen Konstellation gibt es schlichtweg nicht. Historische Singularität wie diese bieten »beste Gelegenheiten« plötzlich und unerwartet auf widrige und überraschende Umstände zu stoßen, deren koordinierte Bewältigung weder von den Beteiligten selbst noch von den Zentralbanken »gelernt« werden konnte. Solche Umstände haben das Potenzial, einen »Schwarzen Schwan-Effekt« zu erzeugen. Der »Schwarze Schwan-Effekt« ist ein Ereignis, das niemand vorhersah und auch niemand hätte vorhersagen können, das aber drastische Auswirkungen auf die Weltwirtschaft haben kann. Unerwartete Verluste satt und unkoordiniertes Verhalten der Finanzmarktteilnehmer richten unter solchen Umständen extreme Schäden an, allen zuvor gesehenen, vermeintlichen Verbesserungen von Finanzstabilität und Bankenresilienz zum Trotz.

In dieser historischen Konstellation ist permanente Wachsamkeit der Bankenaufsicht das zentrale Gebot. Die Turbulenzen rund um die mittelgroßen US-Regionalbanken, Silicon Valley Bank, Signature Bank und First Republic sowie die Credit Suisse im Jahr 2023 können Warnschüsse gewesen sein, der Auftakt zu etwas Größerem. So wie im August 2007 das vollständige Verschwinden der Liquidität in einigen Bereichen des US-amerikanischen Verbriefungsmarktes ein Warnschuss gewesen war. Die französische Megabank BNP Paribas sah sich am 7. August 2007 gezwungen, die Bewertung von Anteilen dreier ihrer Fonds auszusetzen, da »eine faire Bewertung der zugrunde liegenden US-ABS-Vermögenswerte nicht mehr möglich war« (BNP Paribas 2007). So wie der Notverkauf der US-Investmentbank Bear Stearns an JP Morgan im März 2008 ein Warnschuss gewesen war. Wie der erste Warnschuss wurde auch dieser von den Bankenaufsichten nicht im hinreichenden Maße beachtet.

BERUHIGUNG DER FINANZMÄRKTE (K)EIN ZEICHEN FÜR STABILITÄT

Heute wissen wir es. Die Tatsache, dass sich die Finanzmärkte nach der Illiquidität der BNP Paribas-Fonds kurzzeitig wieder beruhigt haben, war mitnichten ein Ausweis für die besondere Resilienz des Bankensystems. Die kurzen Erholungsepisoden zwischen den »Einschlägen« zeigten lediglich, dass Beruhigung auch unter widrigen Umständen möglich ist, vorausgesetzt sie wird staatlich orchestriert und abgesichert, sei es von Zentralbanken oder von der Einlagensicherung. Wir sollten daher auf der Hut sein und nicht wieder den Fehler begehen, die Beruhigung der Finanzmärkte, die nach dem Absturz der drei US-Regionalbanken, Silicon Valley Bank, Signature Bank und First Republic, und dem erzwungenen Zusammenschluss von Credit

Suisse und UBS eingetreten ist, als eindeutiges Zeichen für mehr Stabilität im Banken- und Finanzsystem zu deuten. Es bleibt doch ein Rätsel, warum die mittelgroßen US-Krisenbanken den starken Einlagenabfluss nicht stoppen konnten. Schließlich hatten sich die zukünftigen Ertragschancen durch die Zinsrally deutlich verbessert. Ist der Einlagenabfluss tatsächlich nur dem aggressiven Zinswettbewerb durch die Geldmarktfonds geschuldet? Wenn dem so war, warum konnten die Banken den Abfluss dann nicht durch die Zahlung wettbewerbsfähiger Einlagezinsen eindämmen? Der Spielraum dafür war doch gegeben. Eine mögliche Erklärung für das offensichtlich unabänderliche Schlittern der drei Banken in den Untergang ist ein massives Misstrauen der Einlagekundinnen und -kunden gegenüber den ausgewiesenen Aktiva der Banken. Wenn man von einer so massiven Überbewertung der Aktivseite der Krisenbanken ausgeht, dass die zukünftigen Wertberichtigungen das deutlich verbesserte zukünftige Ertragspotenzial bei weitem übersteigen, lässt man sich auch durch eine erhöhte Rendite nicht vom Abzug der Einlagen abhalten.

Wie im August 2007 als die EZB den Banken eine Rekordsumme an zusätzlicher Liquidität bereitgestellt hat, wie im März 2008 als die FED den Diskontsatz² auf 3,25% abgesenkt, erstmals Investmentbanken den Zugang zu Diskontkrediten gewährt hat, und den Notverkauf von Bear Stearns mit einem Kredit an J.P. Morgan unterstützt hat, zeigt die Beruhigung der Märkte nach den Zusammenbrüchen des Jahres 2023 vermutlich nur eines an: die Wirkmächtigkeit des staatlichen Schutzschirmes.³ Dies gilt umso mehr in der gegenwärtigen Zeitenwende. Die geopolitischen Spannungen und Risiken sind durch Nachwehen der Coronakrise, klimabedingte Transformation der Wirtschaft und den Krieg in der Ukraine ungleich viel höher als dies noch 2008/09 der Fall war. Damals haben die meisten von uns die Aussage, aus der globalen Finanzkrise könnten Kriege erwachsen, für sehr »weit hergeholt« gehalten. Zu stabil erschien, fast 30 Jahre nach dem Fall des »Eisernen Vorhangs«, die geopolitische Konstellation, zu überlegen das »Regime der Friedensdividende«, als dass solche Folgewirkungen für realistisch gehalten worden wären. Heute wissen wir es besser. Niemand lächelt mehr, wenn ein Zusammenhang zwischen der globalen Finanzkrise 2008/09 mit ihren massiven, Ungleichheit auf allen Ebenen fördernden, Folgewirkungen und den heutigen Kriegen hergestellt wird.

LEHREN AUS DER VERGANGENHEIT

Welche Lehren sollten wir aus all dem ziehen? Die erste Lehre sollte sein, zu früh Entwarnung für das

² Der Diskontsatz ist der Zinssatz für Kurzfristkredite der Notenbank an die Geschäftsbanken.

³ Auch die rasche Erholung der Aktienmärkte nach dem massiven Einbruch zum Beginn der Schließungen in der Corona-Pandemie zeigt nicht die Stabilität der Börsen an, sondern nur den Willen zur Krisenvermeidung und die unendliche Kaufkraft der Zentralbanken.

Finanzsystem, insbesondere für das Bankensystem, zu geben, bleibt gefährlich. Gerade in einem Umfeld, in dem bis vor kurzem ein Zinsschritt den nächsten gejagt hat, kann unmöglich davon ausgegangen werden, dass die Unternehmen, Haushalte und Finanzinstitute bereits alle Anpassungen vollzogen haben, die Folgen schon sichtbar sind und diese auch unbeschadet überstanden wurden. Das typische Gefühl »auf der sicheren Seite zu sein«, das einen langen Boom begleitet, hat im Jahr 2023, 15 Jahre nach der Lehman-Pleite, beinahe wieder zu einem »Minsky-Moment« geführt (Schäfer und Semmler 2024). Diesmal kam es zu einem zinsgetriebenen Einbruch der Bankaktiva und langsamen, aber unaufhaltsamen Bank Runs. Zu viel Vertrauen in die Systemstabilität kann auch den Weg für die kommende Katastrophe ebnen, indem es die Ignoranz gegenüber den sich entfaltenden Risiken fördert.

Bei Immobilienkrediten verstärken Haushalte und Gewerbe, die Hypotheken zu einem deutlich höheren Zinssatz verlängern müssen, das Abwärtsrisiko für die Aktivseite. Auch die Besicherung wird durch zinsbedingte Wertverluste bei der finanzierten Immobilie weniger und erhöht das Risiko der kreditgebenden Bank. Welche zerstörerische Wirkung Zinsrallys auf Immobilienwerte und den Kreditzugang von verwundbaren Unternehmen entfalten können, hat der Zusammenbruch der Signa-Gruppe im November 2023 vorgeführt. Der Boom beim Bau von Gewerbeimmobilien in den vergangenen Jahren, gepaart mit dem Trend zum Homeoffice lassen hohe Leerstände bei Läden, Büros und Hotels erwarten. Die anhaltend hohen Zinsen tun ihr Übriges. Stand heute ist der Gewerbeimmobilienmarkt in den USA und genauso in Europa besonders anfällig für weitere und möglicherweise noch dramatischere Wertverluste und Unternehmensinsolvenzen (Tyrell 2024). Nach Angaben des Verbands der Deutschen Pfandbriefbanken (VDP) gingen die Preise für Gewerbeimmobilien in Deutschland zwischen dem zweiten Quartal 2022 und dem ersten Quartal 2024 um 17,2% zurück. Im Jahresvergleich gaben die Preise um 9,6% nach. Ein Ende des Preisverfalls ist derweil noch nicht in Sicht (VDP 2024). Das stabilisierende Element bei Wohnimmobilien mit den sehr langlaufenden Krediten bei fester Zinsbindung ist im Gewerbeimmobilienbereich weit weniger ausgeprägt. Folglich ist das Kreditausfallrisiko bei Gewerbeimmobilien auch sehr viel höher als im privaten Haus- und Wohnungsbau.

NOTLEIDENDE GEWERBEIMMOBILIENKREDITE BERGEN RISIKEN

Blickt man auf die Kennzahlen der European Banking Authority (EBA) zur Kapitalausstattung stehen die europäischen Banken vermeintlich gut da. Die aggregierte Quote des harten Kernkapitals war noch nie so hoch (vgl. Tab. 1). Mit Sorge sollte die Bankenaufsicht allerdings auf die Tatsache blicken, dass weiterhin nur rund ein Drittel der Bilanzsumme zur Berechnung der

Tab. 1

Banken der EU und des Euroraums – aggregierte Werte

Datum	Risikogewichtete Aktiva/Gesamtaktiva (%) (1)	Gesamtaktiva (Mrd. EUR) (2)	Risikogewichtete Aktiva (Mrd. EUR) (3)	Harte Kernkapitalquote (CET1 Ratio) (%) (4)	Quote notleidender Gewerbeimmobilienkredite (%) (5)	Volumen notleidender Gewerbeimmobilienkredite (Mrd. Euro) (6)
Dez. 2020	34,3	25 560	8 775	15,47	6,6	82,9
Mrz. 2021	33,4	26 639	8 908	15,44	6,4	82,9
Jun. 2021	33,5	26 296	8 808	15,49	5,9	74,7
Sep. 2021	33,1	26 643	8 821	15,37	5,3	67,7
Dez. 2021	34	26 102	8 879	15,47	5	62,3
Mrz. 2022	33,6	27 372	9 194	14,99	4,7	60
Jun. 2022	33,6	28 038	9 423	15	4,1	55,7
Sep. 2022	32,9	28 875	9 487	14,78	4,1	55,2
Dez. 2022	34,6	26 880	9 293	15,37	3,9	51,4
Mrz. 2023	34	27 537	9 365	15,67	3,8	51,4
Jun. 2023	34,3	27 474	9 414	15,86	3,9	52,7
Sep. 2023	34,3	27 595	9 457	15,77	4	54,2
Dez. 2023	35,3	27 145	9 570	15,87	4,3	57,6

Quelle: European Banking Authority, Risk Dash Board April 2024.

Kernkapitalquote herangezogen wird (Spalte 1). Die Quote notleidender Gewerbeimmobilienkredite ist im Vergleich zu normalen Krediten überproportional hoch und zuletzt auch wieder gestiegen (Spalte 5). Unter diesen Umständen sollten Diskussionen über eine Entschärfung der herrschenden Mindestkapitalstandards tabu sein. Der große diskretionäre Spielraum der Banken bei der Festlegung der Risikogewichte war bereits vor der globalen Finanzkrise ein Stabilitätsrisiko, und bleibt es weiterhin. Gegenüber der breiten Öffentlichkeit werden hohe Kapitalquoten suggeriert (Spalte 4). Tatsächlich aber ist die Absicherung der Gesamtbilanz mit einem Verhältnis von Kernkapital zu Bilanzsumme von knapp 5% eher prekär zu nennen. Der aktuelle Preisverfall auf den Immobilienmärkten, besonders bei Gewerbeimmobilien, sollte Anlass geben für einen erneuten Anlauf, die bankeigene Schätzung der Risikogewichte zu beschränken oder ganz abzuschaffen.

Zurzeit werden auch die Rufe nach eine EU-Kapitalmarktunion wieder laut. Mit das gewichtigste Argument dafür lautet, eine wirkliche Kapitalmarktunion biete bessere Möglichkeiten zur Risikodiversifizierung innerhalb der EU. Das sei der Stabilität dienlich. Aber auch hier ist Skepsis angebracht (Kotz und Schäfer 2017). Schon einmal haben Aufsichtsbehörden auf eine »Stabilitätsdividende« durch Verteilung von Risiken auf viele Finanzinstitute mit Sitz im Ausland gesetzt. Der Verkauf von mehrstöckigen Verbriefungen von Krediten verwundbarer US-Immobilienbesitzer in zahlreiche Länder, vorzugsweise in europäische, mündete in die globale Finanzkrise 2008/2009.

REFERENZEN

Blanchard, O., Domash, A. und Summers L. (2022), »Bad News for the Fed from the Beveridge Space«, Peterson Institute for International Economics Policy Brief 22-7, verfügbar unter: <https://www.piie.com/publications/policy-briefs/bad-news-fed-beveridge-space>.

BNP Paribas (2007), »BNP Paribas Investment Partners temporarily suspends the calculation of the Net Asset Value of the following funds: Parvest Dynamic ABS, BNP Paribas ABS EURIBOR and BNP Paribas ABS EONIA«, Pressemitteilung, 9. August 2007, verfügbar unter: <https://group.bnpparibas/en/press-release/bnp-paribas-investment-partners-temporarily-suspends-calculation-net-asset-funds-parvest-dynamic-abs-bnp-paribas-abs-euribor-bnp-paribas-abs-eonia>

Bureau of Labor Statistics (2024), The Employment Situation – May 2024, News Release, 7. Juni 2024, verfügbar unter: <https://www.bls.gov/news.release/pdf/empst.pdf>.

Europäische Zentralbank (EZB) (2024), »Financial Stability Review, May 2024«, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/financial-stability-publications/fsr/html/ecb.fsr202405-7f212449c8.en.html>

Kotz, H.-H. und D. Schäfer (2017), »Can the Capital Markets Union Deliver?«, *Vierteljahrshefte zur Wirtschaftsforschung* 86 (2), 89–98, verfügbar unter: <https://doi.org/10.3790/vjh.86.2.89>.

Schäfer, D. und W. Semmler (2024), »Is Interest Rate Hiking a Recipe for Missing Several Goals of Monetary Policy – Beating Inflation, Preserving Financial Stability, and Keeping up Output Growth?«, *Eurasian Economic Review* 14, 235–254, verfügbar unter: <https://doi.org/10.1007/s40822-023-00256-6>.

Stiglitz, J. E. und I. Regmi (2022), »The Causes of and Responses to Today's Inflation«, Roosevelt Institute, verfügbar unter: https://rooseveltinstitute.org/wp-content/uploads/2022/12/RI_CausesofandResponsestoToday'sInflation_Report_202212.pdf.

Tyrell, M. (2024), »Zeitenwende auf den deutschen Immobilienmärkten - Eine Analyse der Folgen für das deutsche Finanzsystem«, *Vierteljahrshefte zur Arbeits- und Wirtschaftsforschung* 1(2), verfügbar unter: <https://www.duncker-humboldt.de/zeitschrift/vierteljahrshefte-zur-arbeits-und-wirtschaftsforschung-vaw-30>, im Erscheinen.

Verband der Deutschen Pfandbriefbanken (VDP) (2024), »vdp-Immobilienpreisindex: Rückgang der Immobilienpreise dauert an«, Pressemitteilung, 8. Mai 2024, verfügbar unter: https://www.pfandbrief.de/site/de/vdp/Presse/News/pressemitteilungen/20240508_Index_q1_2024.html.

Weber, I., J. L. Jauregui, L. Teixeira und L. Nassif Pires (2022), »Inflation in Times of Overlapping Emergencies: Systemically Significant Prices from an Input-output Perspective«, UMass Amherst Economics Department Working Paper 340, verfügbar unter: <https://doi.org/10.7275/0c5b-6a92>.

Markus Demary und Niklas Taft

Bankenstabilität aktuell nicht gefährdet

Die Insolvenz der Signa-Gruppe dürfte auch zu Kreditausfällen bei Banken führen. Einen ersten Eindruck über die Stabilität des Bankensystems geben die notleidenden Kredite, also Kredite, bei denen Zinszahlungen oder Tilgungszahlungen mehr als 90 Tage lang in Verzug sind. Im Vergleich zum Durchschnitt der Europäischen Union weist das deutsche Bankensystem einen unterdurchschnittlichen Anteil an notleidenden Krediten im Verhältnis zu den vergebenen Krediten auf (Non-Performing Loan Ratio bzw. NPL-Quote). Trotz dieses leichten Anstiegs zuletzt ist die NPL-Quote in der Europäischen Union seit 2014 von 6,5% kontinuierlich auf 1,8% gesunken und kürzlich leicht auf 1,9% angestiegen (vgl. Abb. 1). Sie ist in Deutschland mit 1,3% aber noch niedriger als die NPL-Quoten der Bankensysteme in Frankreich und Italien, wo das Verhältnis bei 1,9% und 2,4% liegt. Bei Krediten, die an Haushalte vergeben wurden, liegt die NPL-Quote im Vergleich zum letzten Quartal unverändert bei 1,4%. Der Anstieg der gesamten NPL-Quote geht deshalb auf einen Anstieg der NPL-Quote bei Unternehmenskrediten und insbesondere bei Krediten gegenüber kleinen und mittelgroßen Unternehmen (KMU) zurück.

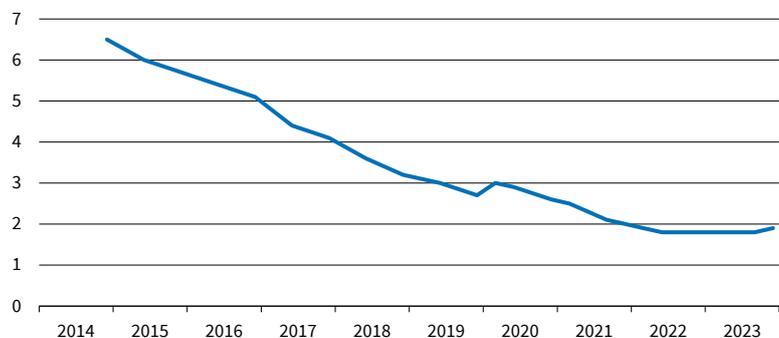
Die NPL-Quote ist ein rückblickender Indikator und spiegelt bereits realisierte Kreditereignisse wider. Angesichts der aktuellen Risikobewertung des Büroimmobilienmarktes ist es sinnvoll, die Struktur der Kreditportfolios genauer in Bezug auf mögliche Ausfallrisiken zu betrachten. Da die Immobilienfinanzierung einen beachtlichen Teil der Kreditvergabe der Banken ausmacht, sollten eventuell hier anfallende Risiken im Auge behalten werden. Laut Daten der European Banking Authority (EBA) vergeben Banken im Durchschnitt etwa 18,5% ihres Kreditvolumens an private Haushalte, einschließlich Hypothekarkrediten, die 13,4% des gesamten Kreditportfolios ausmachen. Die Kredite an Unternehmen umfassen 29,1% des gesamten Kreditvolumens, wobei Finanzierungen von Gewerbeimmobilien einen Anteil von 9,5% ausmachen (EBA 2023).

Während die an Haushalte vergebenen Immobilienkredite sehr granular ausfallen, können sich in der Finanzierung von Gewerbeimmobilien durchaus Klumpenrisiken verbergen. Dazu sollten gemeinsame Risikofaktoren analysiert werden. Die Kreditvergabe an die Haushalte macht einen großen Teil der Kreditvergabe aus, die dem 2,3-fachen des Eigenkapitals der Banken (Tier-1-Kapital) entspricht. Dass viele dieser Kredite ausfallen, scheint aufgrund der guten Arbeitsmarktsituation eher weniger erwartbar zu sein. Zwar hatte der Anstieg der Energiekosten die Ausgaben der Haushalte erhöht. Allerdings haben die Inflationsausgleichsprä-

Abb. 1

NPL-Quote in der Europäischen Union

Anteil des Volumens notleidender Kredite in % der gesamten vergebenen Kredite



Quelle: EBA (2023).

© ifo Institut

mie und Lohnerhöhungen dazu beigetragen, dass die Tilgung der Immobilienkredite für die Haushalte weiterhin bewältigbar sein sollte.

Der Anteil der Unternehmenskredite am gesamten Kreditvolumen liegt bei 30,0%. Werden nur die Kredite gegenüber kleinen und mittelgroßen Unternehmen betrachtet, so liegt der Anteil bei 8,0%. Dies entspricht 90% des Tier-1-Eigenkapitals der Banken. Die Exposures gegenüber Gewerbeimmobilien liegen bei 9,8% des Kreditvolumens, was dem 1,1-fachen des Eigenkapitals der Banken entspricht. Insgesamt deuten diese Zahlen auf keine allzu riskanten Fremdkapitalhebel der Banken hin (vgl. Abb. 2).

Ein Frühindikator für sich abzeichnende Insolvenzen ist der Zahlungsverzug durch Unternehmen. Diese Zahlen werden von Creditreform erhoben und sind für das erste Quartal 2024 bereits wieder leicht rückläufig gegenüber dem Vorquartal und lassen derzeit nicht darauf schließen, dass eine zunehmende Zahl an Unternehmen vor Zahlungsschwierigkeiten steht. Allerdings besteht hierbei eine große Varianz zwischen verschiedenen Branchen. So ist beispielsweise die Baubranche die Branche mit dem größten Werten an Zahlungsverzügen und weist nur minimale Verbesserungen auf (Creditreform 2024).

All dies deutet daraufhin, dass die Stabilität des Bankensektors auf breiter Front aktuell nicht gefähr-



Dr. Markus Demary

ist Senior Economist für Geldpolitik und Finanzmarktökonomik am IW Köln.

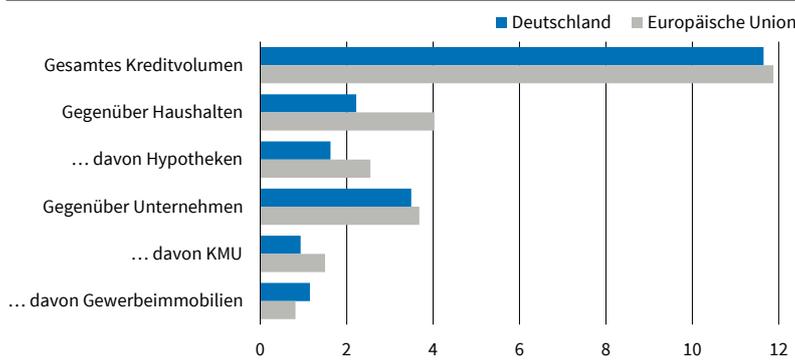


Niklas Florian Taft

ist Economist für Geldpolitik und Finanzmärkte am IW Köln.

Abb. 2

Kreditvolumina gegenüber Haushalten und Unternehmen
Kreditvolumina im Verhältnis zu Tier-1-Eigenkapital der Banken



Quelle: EBA (2023); Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

det ist. In einzelnen Teilmärkten sind hingegen höhere Risiken zu beobachten und bedürfen einer näheren Analyse.

BRANCHENSPEZIFISCHE PROBLEME ERHÖHEN RISK EXPOSURE EINZELNER INSTITUTE

Insbesondere in der Bauwirtschaft zeigen verschiedene Indikatoren seit geraumer Zeit negative Ausschläge. Dies ist für spezialisierte Hypothekendarlehenbanken und Banken, die sich auf bestimmte Spezialsegmente innerhalb des Marktes fokussiert haben, von Bedeutung. Besonders Institute, die intensiver im Bereich der Gewerbeimmobilien engagiert sind, sehen sich verstärkt finanziellen Risiken ausgesetzt:

So lag 2022 der Anteil der Finanzierungen im Bereich der Gewerbeimmobilien am gesamten Kreditvolumen nach Angaben von Creditreform für die DZ Bank bei 15%, bei der NordLB bei 16% und bei der DekaBank bei 17%. Leicht darüber lagen die LBBW mit einem Anteil von 21%. Etwas stärkere Exposures gegenüber dem Gewerbeimmobilienmarkt haben die Münchener Hyp mit 31%, die Helaba mit 33%, die BayernLB mit 34% und die Hamburg Commercial Bank mit 39%. Spitzenreiter waren die Spezialfinanzierer Deutsche Pfandbriefbank mit einem Anteil von 69%, die Aareal Bank mit einem Anteil von 92% und die Berlin Hyp mit einem Anteil von 94% (Creditreform 2023).

Das erhöhte Risiko einzelner Institute zeigte sich, als Standard & Poors Anfang 2024 die Bonität der Deutschen Pfandbriefbank und der Aareal, als Reaktion auf negative Entwicklung des US-amerikanischen Marktes für Gewerbeimmobilien, herabstufte (Einbrodt et al. 2024). Exemplarisch für die Krise in der Bauwirtschaft steht hierzulande die Insolvenz der Signa-Gruppe. Deren Insolvenz ist insbesondere für kleinere Sparkassen und Genossenschaftsbanken ein Risiko (Einbrodt 2024).

Der Ausblick für den Teilmarkt der Immobilienfinanzierung bleibt weiterhin gemischt. So erwarten die Analysten von PwC in einen erheblichen Anstieg des Volumens der notleidenden Kredite für 2024 und 2025 im Bereich der Gewerbeimmobilien (PwC 2024).

RISIKEN DURCH DIE KLIMANEUTRALE TRANSFORMATION

Im Zuge der klimaneutralen Transformation müssen die Industrie, der Verkehrssektor, der Gebäudesektor und der Energiesektor in Klimaschutz investieren. Ein gewisser politischer Druck zur Finanzierung der Transformation kann durchaus aufkommen. Zudem können Banken bei der Finanzierung der Transformation durch Risikoprämien Geschäft machen. Aufgrund der Höhe dieser notwendigen Investitionen ist zu erwarten, dass die Banken zur Finanzierung der Transformation ihre Risikoaktiva ausweiten werden. Allerdings besteht noch Unsicherheit über die Kreditausfallrisiken in Bezug auf Klimaschutzinvestitionen sowie auf Unternehmen, die es nicht in einem ausreichenden Maße schaffen, klimaneutral zu werden. Zum einen, weil sich Innovationen, wie Carbon Capture and Storage (CCS) oder Wasserstofftechnologien, häufig noch in einer Entwicklungsphase befinden, so dass die Effektivität dieser Technologien zur CO₂-Reduktion sowie die Produktionskosten unter Zuhilfenahme dieser Technologien noch unbekannt sind. Zum anderen, weil unklar ist, wie die zukünftige Marktsituation von Unternehmen sein wird, die nicht klimaneutral sind. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin 2023) ist sich dieser Risiken bewusst, muss diese aber noch in Risikokategorien, wie Kreditausfallrisiko und Liquiditätsrisiko übertragen. Da diese Risiken noch nicht standardisierbar sind, stellt sich die Frage, inwieweit bereits Risiken in den Bankbilanzen vorhanden sind, weil die Banken Unternehmen mit hohem Transformationsdruck als Kunden haben. Auch wenn die genauen Risiken noch nicht quantifizierbar sind, kann davon ausgegangen werden, dass die Transformationsrisiken für Banken bei Krediten von Unternehmen in den CO₂-intensiven Branchen im Vergleich zu den weniger CO₂-intensiven Branchen höher ausfallen sollten.

BANKENKRISE IST UNWAHRSCHEINLICH

Auch wenn für Banken mit einem hohen Exposure gegenüber dem Gewerbeimmobilienmarkt Kreditausfallrisiken bestehen, so muss auch gewürdigt werden, dass seit der Insolvenz der US-amerikanischen Lehman Brothers vor mehr als 15 Jahren viel für die Stabilität des Bankensektors getan wurde. So hat der deutsche Bankensektor die Auswirkungen der Corona-Pandemie auf Unternehmen ohne nennenswerte Verluste überstanden und auch während dieser Krise Unternehmen reibungslos mit Krediten versorgen können. Ähnlich robust zeigte sich der Bankensektor während der Energiekrise (Demary und Taft 2023). Dies lag auch daran, dass die Kreditvergabe der Banken recht gut diversifiziert ist und von Krisen betroffene Branchen kein allzu großes Gewicht in den Kreditportfolios der Banken hatten.

Mit zur Stabilität der Banken haben eine ganze Reihe an Reformen beigetragen. Zentral war hier die Stärkung der Eigenkapitalbasis der Banken. So liegt die Tier-1-Kapitalquote des deutschen Bankensystems aktuell bei 17,8 % der Risikoaktiva (Demary 2024). Im Rahmen des Bankenpakets 2021 wurden die Eigenkapitalrichtlinie (Capital Requirements Directive CRD) und die Eigenkapitalverordnung (Capital Requirements Regulation CRR) überarbeitet. Im Zeitraum 2025 bis 2030 werden die Banken zur Umsetzung noch weiteres Eigenkapital aufnehmen müssen. Die CRR sieht zudem eine Großkreditbeschränkung von 25 % des haftenden Eigenkapitals gegenüber einem einzelnen Kunden vor. Auch wenn einzelne Banken erhebliche Exposures gegenüber der Signa-Gruppe halten, so scheinen diese Risiken durch die Großkreditbeschränkung einigermaßen diversifiziert zu sein.

Zusätzlich zur Verbesserung der Bankenstabilität besteht nun ein verbesserter Aufsichtsmechanismus für den Bankenmarkt. Mit dem Single Supervisory Mechanism (SSM) wurde die Bankenaufsicht auf die europäische Ebene geführt. Unter der direkten Aufsicht des SSM, der bei der Europäischen Zentralbank angesiedelt ist, stehen 113 europäische Banken, darunter 55 deutsche Banken. Die stark in der Finanzierung von Gewerbeimmobilien engagierten Banken, Aareal Bank, DZ Bank, Deutsche Pfandbriefbank, Berlin Hyp, die Hamburg Commercial Bank und die Münchener Hypothekbank, sind alle unter der direkten Aufsicht des SSM.

Damit eine ungeordnete Schieflage einer Bank nicht zu Problemen bei anderen Banken führt, wurde in Reaktion auf die Lehman-Insolvenz auch der Abwicklungsrahmen gestärkt. Hierzu wurde auf der europäischen Ebene der Single Resolution Mechanism (SRM) errichtet. Dieser hat schon sehr erfolgreich Banken vom Markt genommen, ohne dass negative Rückwirkungen auf das Finanzsystem die Folge waren, wie im Fall der spanischen Banco Popular (SRM 2017). Damit im Falle einer Abwicklung genügend Haftungsmasse vorhanden ist, wurden die Total Loss Absorbing Capacity (TLAC) und die Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities (MREL) eingeführt. TLAC gilt für global systemrelevante Banken, MREL kann auf einzelne Banken zugeschnitten werden.

Diese und weitere Reformen haben das Bankensystem insgesamt gestärkt. Sie verhindern aber nicht, dass einzelne Banken in Schieflage geraten und vom Markt genommen werden müssen. Denn Insolvenzen gehören zu einer Marktwirtschaft dazu. Sie sollten nicht um jeden Preis verhindert werden. Anders stellt es sich im Falle der Too-big-to-fail-Problematik bei großen und systemrelevanten Banken dar. Allerdings haben die Abwicklungen der Banco Popolare und der Credit Suisse gezeigt, dass die Aufsichtsbehörden diese auch ohne negative Rückwirkungen auf Finanzmarkt und Realwirtschaft stabilisieren können.

REFERENZEN

- Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) (2023), *Sustainable Finance: Die Strategie der BaFin*, Bonn und Frankfurt am Main, verfügbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/dl_Sustainable_Finance_Strategie_2023.pdf, aufgerufen am 7. Juni 2024.
- Creditreform (2023), *CRE-Exposures Deutscher Banken im Fokus*, März 2023, verfügbar unter: https://www.creditreform-rating.de/de/research/kapitalmaerkte.html?file=files/content/downloads/Externes%20Rating/Research/Kapitalm%C3%A4rkte/2023-03-01_CRE-Exposures%20deutscher%20Banken%20im%20Fokus.pdf, aufgerufen am 7. Juni 2024.
- Creditreform (2024), »Zahlungsmoral verbessert, Ausgaben zurückgefahren«, Pressemitteilung, 23. Mai 2024, verfügbar unter: <https://www.creditreform.de/aktuelles-wissen/pressemeldungen-fachbeitraege/news-details/show/zahlungsmoral-verbessert-ausgaben-zurueckgefahren>, aufgerufen am 7. Juni 2024.
- Demary, M. (2024), *Deutsche Banken weiterhin robust*, IW Kurzbericht 8, verfügbar unter: <https://www.iwkoeln.de/studien/markus-demary-deutsches-bankensystem-weiterhin-robust.html>, aufgerufen am 7. Juni 2024.
- Demary, M. und N. Taft (2023), *Die Energieabhängigkeit der Bankkredite*, IW Report 31, verfügbar unter: <https://www.iwkoeln.de/studien/markus-demary-niklas-florian-taft-die-energieabhaengigkeit-der-bankkredite.html>, aufgerufen am 7. Juni 2024.
- Einbrodt, M. (2024), »Wird die Signa-Pleite diesen Sparkassen und Volksbanken zum Verhängnis«, *Capital*, 14. Februar 2024, verfügbar unter: <https://www.capital.de/geld-versicherungen/wird-die-signa-pleite-diesen-sparkassen-und-volksbanken-zum-verhaengnis--34455676.html>, aufgerufen am 7. Juni 2024.
- Einbrodt, M., L. Eßlinger, B. Haas und S. Schaaf (2024), »Die Deutsche Pfandbriefbank im Strudel der Büromarktkrise«, *Capital*, 16. Februar 2024, verfügbar unter: <https://www.capital.de/wirtschaft-politik/zwei-deutsche-banken-im-strudel-der-krise-bei-us-gewerbeimmobilien-34462160.html>, aufgerufen am 7. Juni 2024.
- European Banking Authority (EBA) (2023), Risk Dashboard Q4 2023, verfügbar unter: <https://www.eba.europa.eu/risk-and-data-analysis/risk-analysis/risk-monitoring/risk-dashboard>, aufgerufen am 7. Juni 2024.
- SRM (2017), »The Single Resolution Board Adopts Resolution Decision for Banco Popular«, Pressemitteilung, 7. Juni 2017, verfügbar unter: <https://www.srb.europa.eu/en/content/banco-popular>, aufgerufen am 7. Juni 2024.

Aurora Li und Michael Peters

Finanzregulierung vereinfachen – Finanzstabilität stärken

Mehr als 15 Jahre sind seit dem Höhepunkt der bislang letzten großen Finanzkrise vergangen. Es sind 15 Jahre, die unsere Welt grundlegend verändert haben – durch geopolitische Umwälzungen, durch eine globale Pandemie, durch bahnbrechende technische Neuerungen und mit der zunehmenden Erkenntnis, dass sich die Bedrohung des Klimawandels nicht länger ignorieren lässt. Ein solcher Wandel geht auch an den Finanzmärkten nicht spurlos vorüber, im Gegenteil, er prägt sie. Längst warnen auch Aufseher wie die Europäische Zentralbank (EZB) vor unberechenbaren neuen Risiken.

Bei der Suche nach der richtigen Reaktion auf die neuen Herausforderungen unserer Zeit kommt den Banken eine entscheidende Rolle zu. Ihre Stabilität ist für den Erhalt von Sicherheit und Demokratie wichtiger denn je, ihr Kapital wird einen essenziellen Teil der Transformation unserer Wirtschaftsordnung hin zu Klimaneutralität und Nachhaltigkeit finanzieren müssen. Doch ein genauer Blick auf die Geschäfte und die Kommunikation der Banken zeigt: Zu oft ist das, was gerade den großen Akteuren einfällt, nicht mehr als das immergleiche alte Lied von Wettbewerbsfähigkeit und Deregulierung. Doch das enthält inzwischen einige schiefe Töne.

EIGENKAPITAL UND DAS ENDSPIEL UM BASEL III

Es ist das traurige Ende einer langen Geschichte: 2025 sollen endlich die strengen Regeln des sogenannten Basel-III-Reformpakets in Kraft treten – nachdem es 2010 beschlossen wurde. Inzwischen wackelt selbst dieser späte Termin: Mitte Juni 2024 kündigte die zuständige EU-Kommissarin Mairead McGuinness an, dass Teile des Pakets erst 2026 in Kraft treten, zum Schutz der Wettbewerbsfähigkeit europäischer Banken im Vergleich zu den USA. Paradoxaerweise laufen Debatten in den USA derzeit nach demselben Muster: Weiter Aufweichen und vertagen, um keinen Wettbewerbsnachteil gegenüber dem Europäischen Finanzmarkt zuzulassen.

Beides sind Indikatoren für einen generellen Umschwung bei der Bankenregulierung allgemein:

Nach Jahren eines breiten gesellschaftlichen Konsens darüber, dass Banken strenger reguliert werden müssen, rutscht der Diskurs inzwischen eher in Richtung »Nun ist aber mal gut.« Zuletzt riefen Banken nach der Wiederbelegung eines altbekannten Instruments, den Verbriefungen. Doch gibt es große Zweifel, ob dadurch tatsächlich die Kreditgabe angekurbelt würde, da die strukturellen Voraussetzungen in Europa grundsätzlich anders sind als im Referenzmarkt USA (Mack 2024). Das zeigt deutlich, dass Banken, ihre Interessenvertreter und auch viele politische Akteure Stabilität und Wettbewerbsfähigkeit noch immer als Gegensatz begreifen – eine falsche Grundannahme.

Umso wichtiger, dass Mark Branson, Präsident der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), zuletzt auf der Jahrespressekonferenz seiner Behörde deutlich machte, dass die Finanzregulierung nicht abgeschwächt werden dürfe (Branson 2024). Stattdessen bräuchte es weniger Komplexität. Möglich wäre dies allemal und das auch, ohne die Finanzstabilität zu gefährden. Dabei müssten Aufseher nur auf einen nach 2008 bereits hochgelobten Vorschlag zurückgreifen: eine belastbare Eigenkapitalquote für Banken, in Form der Leverage Ratio. Diese schlugen damals renommierte Zentralbanker wie Andrew Haldane von der Bank of England vor (Haldane und Madouros 2021). Die zugrundeliegende Logik ist simpel, sie besagt: Eine einfache Daumenregel ist oft effektiver als komplexe Berechnungen. Wenn ein Hund beispielsweise ein Frisbee fängt, berechnet der Hund nicht erst die Flugkurve, sondern schätzt grob ab, wo die Frisbee wohl landen wird, basierend auf Erfahrungswerten. Übersetzt für Banken heißt das: Es wäre besser, pauschale Werte für Eigenkapitalquoten zu nutzen, statt dass jede Großbank komplexe Risikomodelle aufstellt, die dann von der Finanzaufsicht geprüft werden müssen.

Auch wenn es die aktuellen Beschwerden über die Komplexität der Bankenregulierung nicht vermuten lassen, war es die Bankenlobby selbst, die sich nach 2008 für ein komplexeres Regelwerk in Form von risikogewichteten Eigenkapitalregeln aussprach. Alles, um höhere Eigenkapitalquoten zu vermeiden. Hätte man den Weg der Eigenkapitalbestimmung durch den Leverage-Ratio-Ansatz gewählt, könnten sowohl Banken als auch die Bankenaufsicht der EZB Ressourcen einsparen. Banken müssten damit keine Risikogewichtungen vornehmen, die dann von der Bankenaufsicht aufwändig geprüft werden müssen. Dabei stellte die Aufsicht 2022 fest, dass die Banken ihren Eigenkapitalbedarf um 275 Mrd. Euro heruntergerechnet haben (EZB 2021).



Aurora Li

ist Referentin für Banken & Finanzstabilität bei der Bürgerbewegung Finanzwende.



Michael Peters

leitet den Fachbereich Finanzsystem & Realwirtschaft bei der Bürgerbewegung Finanzwende.

In der Diskussion um Finanzstabilität werden Banken oft über einen Kamm geschert. Dabei dürfen nur größere Banken, sogenannte »Significant Institutions«, interne Risikomodelle nutzen. Kleinere Banken wie Genossenschaftsbanken und Sparkassen verwenden keine komplexen Risikomodelle und arbeiten dadurch mit deutlich höherem Eigenkapital. Gleichzeitig erfüllen in Deutschland Genossenschaftsbanken und Sparkassen die gesamtgesellschaftliche Aufgabe von Banken deutlich besser als ihre größeren Wettbewerber: 2021 vergaben sie wesentlich mehr Kredite an Unternehmen und Haushalte (ca. 60% der Bilanzsumme) als deutsche Großbanken (ca. 20%) (Eberhard 2022, S. 80). Der Vergleich zeigt deutlich: Stabilität und Kreditvergabe bedingen sich gegenseitig. Auch wenn die Bankenlobby nicht müde wird, das Gegenteil zu behaupten.

KLEINE WACKLER – ODER EIN VORBEHEN?

In den 15 Jahren seit dem Höhepunkt der Finanzkrise 2008 gab es immer wieder kleinere Finanzbeben: Die Rettung der Norddeutschen Landesbank 2018, die Liquiditätskrise am Repo-Markt 2019, die Corona-Finanzkrise 2020, die Turbulenzen am Finanzmarkt in Großbritannien im Herbst 2022 und jüngst der Kollaps mehrerer US-Regionalbanken und der Großbank Credit Suisse im Frühjahr 2023. All diese Wackler sind nur deshalb nicht zu systemischen Krisen eskaliert, weil Staaten und Zentralbanken stützend eingriffen, oft mit Staatsgarantien oder Steuergeldern. Dabei wird immer wieder deutlich, dass die seit dem Ende der großen Finanzkrise eingeführten Regularien und Institutionen entweder ungeeignet oder nicht ausreichend sind, Krisensituationen und teure Rettungsaktionen zu verhindern.

Insbesondere Zentralbanken mussten wiederholt als Retterinnen in der Not einspringen, um politische Versäumnisse wettzumachen und die Finanzmärkte zu stabilisieren (Schularick 2023). Dies zeigt die Bilanz der EZB eindrucksvoll. Von einer Größe von rund 1,5 Bio. Euro im Jahr 2007 wuchs sie bis 2021 auf mehr als das Fünffache (rund 8,5 Bio. Euro) an. Das liegt vor allem an Wertpapieren, die die EZB aufkaufte, um die Liquidität an den Märkten aufrechtzuerhalten. Durch ihre Rettungsprogramme subventionierte die EZB zwischen 2014 und 2022 europäische Banken mit etwa 36 Mrd. Euro.

Die Finanzkrisen im Frühjahr 2020 und im März 2023 werden gern als Positivbeispiele für die Stabilität der derzeitigen Bankenregulierung angeführt: Die neue Regulierung habe sich bewährt, die Banken seien stabil geblieben. Dabei wird zum einen die bereits erwähnte Intervention von Zentralbanken gerne unterschlagen. Zum anderen profitierten während der Corona-Pandemie insbesondere die deutschen Banken von großzügigen Staatshilfen der Bundesregierung. Vor allem die Lockerung der Insolvenzregelungen und die Staatshilfen für die Wirtschaft bewahrten Banken vorerst vor größeren Abschreibungen.

Doch auch Zentralbanken können nicht alle Finanzkrisen verhindern. Die Pleite der Silicon Valley Bank (SVB) im März 2023 entwickelte sich aus einem klassischen Bank Run, also einem Ansturm besorgter Kunden, der den Zusammenbruch der Bank auslöste. Schlimmeres konnte nur verhindert werden, weil die US-Einlagensicherungsbehörde Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) die Bank vollständig abwickelte. Eine schadensminimierende Lösung dieser Art wäre in der EU nicht möglich gewesen. Der Grund: Eine europäische Einlagensicherung, die eine solche Abwicklung übernehmen könnte, wurde nie geschaffen.

Nur eine Woche nach dem Zusammenbruch der SVB zeigte sich, was passiert, wenn die Abwicklungsmechanismen der Pleite einer systemrelevanten, großen Bank schlicht nicht gewachsen sind: Als die Credit Suisse in schwere Turbulenzen geriet, das Ergebnis zahlreicher Skandale und jahrelanger Misswirtschaft, sahen die Schweizer Behörden keinen anderen Ausweg, als eine Übernahme durch den Konkurrenten UBS zu erlauben, abgesichert durch staatliche Garantien in Milliardenhöhe. Das Ergebnis ist eine Mega-Bank, die erst recht »too big to fail« ist.

Wer sich für die Schwachstellen europäischer Bankenregulierung interessiert, könnte aus den Krisen von Credit Suisse und Silicon Valley Bank eine Menge lernen. Bei den entscheidenden Akteuren des europäischen Bankensektors schien der dringende Wunsch, schnellstmöglich zum Tagesgeschäft zurückzukehren, jedoch deutlich größer zu sein als das Interesse an eventuellen Lektionen.

DAS WACHSTUM DES UNREGULIERTEN FINANZSEKTORS

Viele Bankaktivitäten finden mittlerweile im sogenannten »Schattenbanksektor« statt. Dabei handelt es sich um Finanzinstitutionen wie Geldmarktfonds, Hedgefonds, Private-Equity-Fonds oder Private-Debt-Fonds. Das sind zwar keine Banken, doch sie sind stark mit ihnen verschränkt, indem sie beispielsweise Kredite vergeben. Im Jahr 2023 hielten sie mehr als die Hälfte des gesamten Finanzvermögens in der EU (EZB 2024), quasi unreguliert und größtenteils mit unbekanntem Risiken.

Bei den Finanzkrisen spielen diese kaum regulierten Fonds eine wachsende Rolle, wie sich bereits 2008 gezeigt hat. Geldmarktfonds zum Beispiel geben ihren Kunden das Versprechen, ihr eingezahltes Geld jederzeit in voller Höhe zurückverlangen zu können, ähnlich wie Banken oder Sparkassen bei Spargbüchern. Im Krisenfall können Geldmarktfonds diese Versprechen nicht halten und sind dadurch gezwungen, schnell ihre Vermögenswerte zu verkaufen.

Auch die krisenverstärkende Rolle von Hedgefonds hat sich in der Corona-Finanzkrise im Frühjahr 2020 eindrücklich gezeigt (Vissing-Jørgensen 2021). Diese Fonds wetten auf Finanzmarktentwicklungen und arbeiten mit

enormer Fremdverschuldung. Gehen die risikoreichen Wetten für sie nicht auf, werden sie schnell zu einem ernsthaften Risiko für die globale Finanzstabilität.

Interessant, dass sich die Bankenlobby bisher nicht über die laxen Regulierung der Schattenbanken beschwert. Möglicherweise liegt das daran, dass Großbanken auch kräftig an dem Geschäft mit der unregulierten Fond-Industrie verdienen. Die sogenannten »Prime Broker« sind einer der profitabelsten Zweige der Investmentbanken (Chan 2024). Letztlich profitieren also gerade die Großbanken von der unregulierten Fondswirtschaft, für die Finanzstabilität bleibt ein riesiges Problem. Passende Regulierungsvorschläge des Financial Stability Board (FSB) gibt es einige (FSB 2022), es fehlt der politische Wille.

GESTRANDETE INVESTITIONEN UND LEERE BÜROS

Die Warnung von Claudia Buch, Chefin der EZB-Bankenaufsicht, war mehr als deutlich: Die Risiken für Banken haben zugenommen – und anders als 2008/09 drohen Gefahren nicht nur von den Bewegungen der Märkte und aus dem eigenen Handeln der Banken. Stattdessen hätten Klima- und Umweltrisiken, geopolitische Risiken und Risiken durch Cyberattacken deutlich an Intensität gewonnen. Das Problem dabei: Anders als bei klassischen Marktrisiken ist es nicht möglich, für Vorsorge und Prognosen auf historische Datenreihen und Modelle zurückzugreifen, zu volatil ist die Entwicklung der Weltlage.

Dass es sich bei solchen Warnungen nicht um Hirngespinnste handelt, zeigen zwei konkrete Beispiele:

- Die Corona-Pandemie und das Phänomen Homeoffice haben den Stellenwert von Gewerbeimmobilien grundlegend geändert: Geringere Nachfrage bedingt geringere Bewertungen. Gleich mehrere Regulierungsbehörden nennen ein konzentriertes Investment in Gewerbeimmobilien daher als Risikofaktor für Banken. In Deutschland sind es vor allem die Pfandbriefbank und die Aareal Bank, die einen besonders hohen Anteil von Gewerbeimmobilienfinanzierung in ihrer Bilanz haben – und in entsprechend unruhiges Fahrwasser gerieten. Gerade eine Krise der Pfandbriefbank hätte für deutsche Steuerzahler*innen sehr teuer werden können, schließlich mussten Banken, die sich über Pfandbriefe finanzieren, in der Vergangenheit schon oft für viel Geld gerettet werden.
- Banken könnten mit ihrem Kapital ein wichtiger Finanzierer der nachhaltigen Transformation von Wirtschaft und Gesellschaft sein. Doch stattdessen finanzieren sie noch zu oft fossile Projekte. Damit gefährden sie nicht nur den Kampf gegen den Klimawandel, sondern auch die Finanzstabilität. Denn viele dieser fossilen Projekte müssen aufgrund von Klimagesetzen vielleicht stillgelegt werden, bevor sie sich finanziell amortisiert ha-

ben. Das Ergebnis wären gestrandete Vermögenswerte (Stranded Assets) in erheblichem Umfang, allein in Europa drohen Vermögenswerte in Höhe von insgesamt 1 Bio. Euro zu stranden (Allen und Coffin 2022).

Vor diesem Hintergrund scheint der anhaltende Ruf nach Deregulierung umso absurder. Das Ergebnis wären Banken, die den Folgen einer neuen geopolitischen Krise oder einer möglichen Umweltkatastrophe schutzlos ausgeliefert wären. Zu den schweren gesellschaftlichen Folgen und Kosten einer solchen Krise kämen dann womöglich noch die Kosten einer erneuten Bankenrettung hinzu, mit weitreichenden Folgen. Die negativen Erfahrungen vieler Menschen mit der Finanzkrise 2008/09 waren ein Wegbereiter des politischen Rechtsrucks, den wir heute fast flächendeckend in Europa und Nordamerika sehen. Noch eine solche Erfahrung können wir uns nicht leisten.

Oft übersehen wird zudem, dass eine Regulierung, die neue Herausforderungen unserer Zeit mitdenkt, für Banken auch ein Wettbewerbsvorteil sein kann. Beispiel Digitalisierung: Das Vordringen von Big-Tech-Firmen wie Meta, Alphabet und Apple auf den Markt für Finanzdienstleistungen ist ein deutliches Zeichen dafür, dass die klassischen Banken Herausforderungen und Möglichkeiten der Digitalisierung gründlich verschlafen haben. Gleichzeitig profitieren die Big Techs aber auch davon, dass sie im Vergleich zu den Banken mit weniger Regulierung zu kämpfen haben (und so neue systemische Risiken verursachen), während sie gleichzeitig auf einen großen Kundenstamm zurückgreifen können. Mehr Regulierung für die Big Techs würde hier wieder für Chancengleichheit sorgen – und wäre bei der Bankenlobby sicher alles andere als unpopulär.

NEUES DENKEN UNUMGÄNLICH

Mehr als 15 Jahre sind seit dem Höhepunkt der Finanzkrise vergangen. Doch das alte Rezept von den entfesselten Banken als Motor für Wachstum und Wohlstand passt nicht zu den Herausforderungen unserer Zeit. Stabilität ist heute keine lästige Pflicht mehr, sondern ein Standortvorteil. Gute und richtige Regulierung ist vielmehr die Grundvoraussetzung, um den kommenden Herausforderungen begegnen zu können. Komplexitäten in der Regulierung sollten durch eine ausreichend hohe ungewichtete Eigenkapitalquote vereinfacht werden. Immer weitere Sonderregeln, die zugunsten der Banken entstanden sind, sollten ein schnelles Ende finden.

Die Zeit dafür ist jetzt. Denn die bisherigen Krisen nach 2008 waren in aller Regel noch nicht das Ergebnis neuer Risiken, vor denen die EZB warnt. Umso dringender müssen die nationalen und europäischen Entscheidungsträger*innen jetzt endlich Nägel mit Köpfen machen und dem Druck der Finanzlobby entgegenzutreten. Die Bankenaufsicht wird ihre Rolle zu-

künftig noch intensiver ausfüllen müssen, damit die Banken neue Risiken ernst nehmen.

Das wird nicht leicht. Doch das Ergebnis könnte ein Sektor sein, der tatsächlich wettbewerbsfähig im besten Sinne des Wortes ist. Der Stabilität nicht als Mühlstein um den Hals, sondern als Fundament echter, nachhaltiger Investitionen in die Zukunft begreift. Das wäre echte Wettbewerbsfähigkeit für die Zeit, in der wir leben.

REFERENZEN

Allen, T. und M. Coffin (2022), *Unburnable Carbon: Ten Years On*, Report, Carbon Tracker Initiative, London/New York, verfügbar unter: <https://carbontracker.org/reports/unburnable-carbon-ten-years-on/>.

Branson, M. (2024), »Wir müssen die Komplexität unserer Regulierung reduzieren«, Statement im Rahmen der Jahrespressekonferenz, 14. Mai 2024, BaFin, verfügbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/RedenInterviews/re_220503_jahrespressekonferenz2024.html&sa=D&source=docs&ust=1719485097980960&usg=AOvWaw0lzte3r0tFWFpYmLGwDXPV.

Chan, J. (2024), »Banks Rake in Billions as Prime Broking Continues to Soar«, *Financial News*, 24. April 2024, verfügbar unter: <https://www.fn.london.com/articles/banks-rake-in-billions-as-prime-broking-continues-to-soar-147516af>.

Eberhard, P. (2022), »Finanzlobby: Im Auftrag des Geldes. Wie die Finanzlobby in Deutschland die Politik beeinflusst«, *Finanzwende Recherche*, Berlin, verfügbar unter: https://www.finanzwende-recherche.de/wp-content/uploads/Finanzlobby_Im-Auftrag-des-Geldes.pdf.

Europäische Zentralbank (EZB) (2024), *Financial Integration and Structure in the Euro Area*, Frankfurt, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/fie/ecb.fie202406-c4ca413e65.en.pdf>.

Europäische Zentralbank (EZB) (2021), *The Targeted Review of Internal Models. Project Report*, Frankfurt, verfügbar unter: https://www.bankingsupervision.europa.eu/ecb/pub/pdf/ssm.trim_project_report-aa49bb624c.en.pdf.

Financial Stability Board (FSB) (2024), *Liquidity Preparedness for Margin and Collateral Calls. Consultation Report*, Basel, verfügbar unter: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P170424.pdf>.

Haldane, A. G. und V. Madouros (2012), »The Dog and the Frisbee«, Rede im Rahmen des Federal Reserve Bank of Kansas City's 366th Economic Policy Symposium »The Changing Policy Landscape«, Jackson Hole, Wyoming, 31. August 2012, verfügbar unter: <https://www.bis.org/review/r120905a.pdf>.

Mack, S. (2024), »Handle with Care How Europe Can Reap the Benefits of Securitisation«, *Hertie School Jacques Delors Policy Brief*, 22. März 2024, verfügbar unter: https://www.delorscentre.eu/fileadmin/2_Research/1_About_our_research/2_Research_centres/6_Jacques_Delors_Centre/Publications/20240322_PolicyBrief_Securitisation_Sebastian_Mack.pdf.

Schularick, M. (2023), »The Safety Net: Central Bank Balance Sheets and Financial Crises, 1587-2020«, *CEPR Discussion Paper* 17858.

Vissing-Jørgensen, A. (2021), »The Treasury Market in Spring 2020 and the Response of The Federal Reserve«, *BIS Working Paper* 966.

Melina Ludolph und Lena Tonzer

Der Staat und die Banken: Bankenregulierung im Kontext dynamischer Entwicklungen und unter Berücksichtigung indirekt betroffener Akteure

HINTERGRUND: REREGULIERUNG DES BANKENSYSTEMS

Finanzmarktkrisen verursachen in der Regel hohe Kosten. Banken müssen stabilisiert werden, um einen Zusammenbruch des Bankensystems zu verhindern, was immense Kosten für den Staat bedeuten kann. Ebenso kommt es im Zuge von Finanzmarktkrisen zu einem starken Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität, der im Vergleich zu gewöhnlichen Rezessionen länger anhält. Die Finanzmarktkrise, die 2007/08 begann, hat dies ein weiteres Mal verdeutlicht und eine Phase der signifikanten Verschärfung der Regulierung und Aufsicht von Banken eingeleitet. Die Legislative hat das »Window of Opportunity« gut genutzt, und sowohl auf nationaler als auch auf europäischer Ebene wurden neue gesetzliche Grundlagen für eine stärkere Regulierung des Bankensystems erfolgreich eingeführt. Der Instrumentenkasten umfasst nun beispielsweise neue und strengere Vorschriften im Bereich der Eigenkapitalanforderungen für Banken (Eigenkapitalverordnung CRR und Eigenkapitalrichtlinie CRD IV). Es wurde auch ein neuer gesetzlicher Rahmen geschaffen, der die Abwicklung systemrelevanter Banken regelt, wenn diese in Schieflage geraten (Bankenabwicklungs- und

Sanierungsrichtlinie BRRD). Die Einführung klarer Handlungsvorgaben für den Fall einer Bankeninsolvenz soll eine staatliche Bankenrettung in Zukunft im besten Falle vermeiden.

Banken haben in diesem neuen regulatorischen Rahmen weniger Anreize erhöhte Risiken einzugehen. Gleichzeitig haben Investoren mehr Anreize, das Ausfallrisiko von Banken genauer zu betrachten und Risiken entsprechend einzupreisen, da sie im Falle von Verlusten selbst in die Haftung genommen werden können. Ein erster Erfolg des neuen regulatorischen Umfelds zeigte sich während der Corona-Pandemie, in der das Bankensystem stabil blieb. Dies wird auch durch die aktuell steigenden Eigenkapitalquoten (vgl. Abb. 1) und vergleichsweise niedrigen Ausfallraten im Kreditportfolio der Banken deutlich. Her-



Jun.-Prof.
Dr. Melina Ludolph

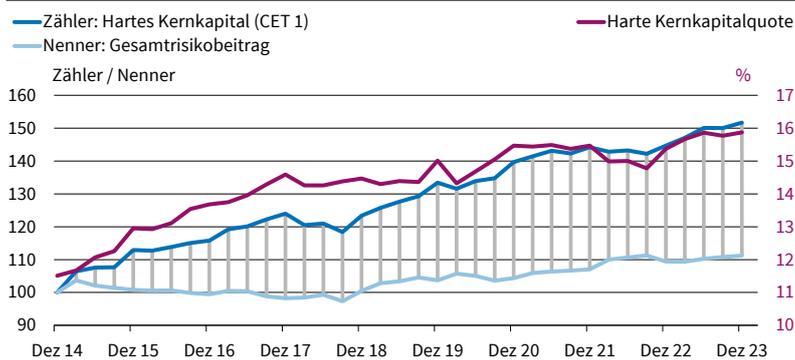
leitet die Forschungsgruppe Banken, Regulierung und Anreizstrukturen am Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH) und ist Juniorprofessorin an der Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg.



Prof. Dr. Lena Tonzer

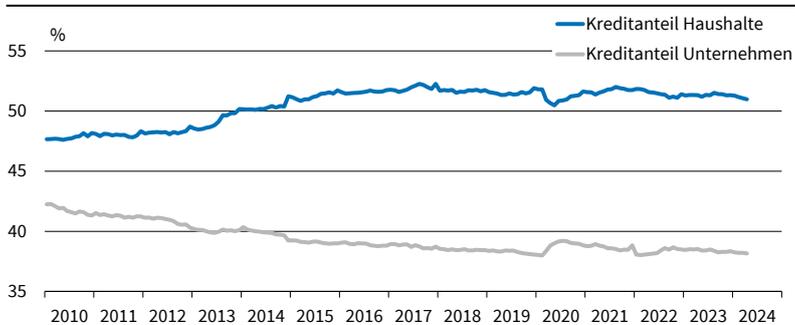
leitet die Forschungsgruppe Regulierung internationaler Finanzmärkte und Banken und die International Banking Library am Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH) und ist Professorin an der Otto-von-Guericke-Universität Magdeburg.

Abb. 1
Steigende Kernkapitalquoten



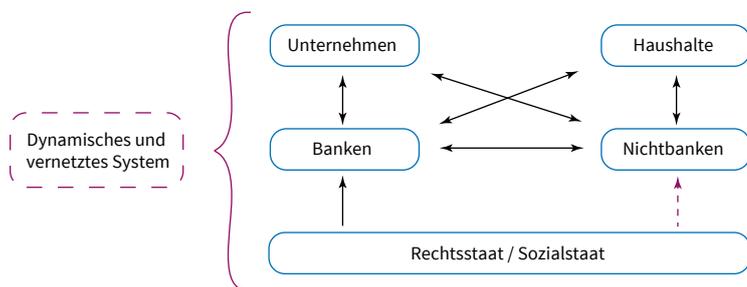
Quelle: European Banking Authority, Risk Dashboard (Q4 2023) für Banken in der Europäischen Union und dem Europäischen Wirtschaftsraum. © ifo Institut

Abb. 2
Kreditvergabe von Banken an Unternehmen versus Haushalte^a
Relativ zu Gesamtkreditvergabe an den Privatsektor



^a Kreditvergabe an den Privatsektor im Euroraum durch Banken (Monetary Financial Institutions, MFIs) im Euroraum (%-Anteil je Sektor an der Gesamtvergabe von Krediten an den Privatsektor).
Quelle: Europäische Zentralbank, MFI balance sheets. © ifo Institut

Abb. 3
Stilisiertes Schema



Quelle: Darstellung der Autorinnen. © ifo Institut

vorzuheben ist außerdem, dass nicht nur auf nationaler Ebene Anstrengungen unternommen wurden, das regulatorische Umfeld für Banken zu verbessern, sondern dass es auch auf Ebene der Europäischen Union (EU) gelungen ist, mit dem »Single Rulebook« einen einheitlichen regulatorischen Rahmen zu schaffen. Dies wirkt Verschiebungen von Risiken innerhalb der EU entgegen.

Trotz dieser Erfolge und positiven Entwicklungen darf nicht übersehen werden, dass sich durch staatliches Eingreifen und die Einführung neuer Regulierungsvorschriften nicht nur der betroffene Sektor, also die Banken, anpassen. Es kann (ähnlich der Lucas-Kritik) auch zu Auswirkungen auf verschiedenste Akteure kommen, die direkt oder indirekt mit dem Bankensystem interagieren. Zudem kann es im Anpassungsprozess zu dynamischen Effekten kommen. Im Folgenden gehen wir auf zwei ausgewählte Aspekte ein, welche in diesem Zusammenhang von der Legislative zu beachten sind.

KURZFRISTIGE VERZERRUNGEN UND DER SOZIALSTAAT

Strengere Regulierung führt zu einem Spannungsfeld zwischen langfristigen Stabilitätsgewinnen, etwa durch den Aufbau von höheren Eigenkapitalquoten, und kurzfristigen Friktionen. Diese Friktionen können beispielsweise entstehen, wenn Banken ihre Kreditvergabe an Unternehmen oder Haushalte einschränken, während sie sich an die schärfere Regulierung anpassen. Zu den Auswirkungen strengerer Regulierung nach der Finanzmarktkrise und den Konsequenzen für den Zugang zu sowie den Kosten von Unternehmenskrediten gibt es umfangreiche Forschung. Dies ist wichtig, da das Bankensystem in der EU nach wie vor der zentrale Zugangspunkt zur externen Finanzierung für Unternehmen ist.

Der aktuelle Forschungsstand zeigt, dass Banken auf die neuen Regulierungsmaßnahmen reagieren und ihre Bilanzstruktur entsprechend anpassen, was wiederum zu einer Abnahme der Kreditvergabe an Unternehmen führen kann. Diese Anpassungseffekte sind kurzfristig am stärksten in EU-Mitgliedstaaten ausgeprägt, die zuvor niedrigere Regulierungsstandards hatten. Dementsprechend steigen die Kapitalkosten für Banken insbesondere in Ländern, in denen zuvor relativ lockere Standards für Eigenkapitalquoten galten (Krause et al. 2024). Höhere Finanzierungskosten werden von Banken in Form höherer Kreditzinsen an insbesondere risikoreichere Unternehmen weitergegeben (Degryse et al. 2023; Koetter et al. 2022). Dies spiegelt den Erfolg der strengeren Regulierung wider und zeigt, dass Banken Risiken ernster nehmen.

Empirische Evidenz zu den Auswirkungen von verschärfter Bankenregulierung auf Haushalte ist in weit geringerem Umfang vorhanden. Dies ist überraschend, da im Euroraum Bankkredite an Haushalte um die 50% des Kreditvolumens an den Privatsektor ausmacht (vgl. Abb. 2). Somit sind Haushalte, wie auch das stilisierte Schema in Abbildung 3 zeigt, ein wichtiger Akteur, für den die Stabilität des Bankensystems und der Zugang zu Krediten von großer Bedeutung ist.

Zum einen ist der Zugang zu Finanzierung für Unternehmen auch indirekt für Haushalte relevant. Unternehmenskredite ermöglichen die Finanzierung neuer Projekte und schaffen dadurch Beschäftigungs-

möglichkeiten. Werden jedoch insbesondere Unternehmen im Niedriglohnsektor aufgrund strengerer regulatorischer Anforderungen an Banken mit Kreditrestriktionen konfrontiert, kann dies dazu führen, dass Stellen von Geringverdienern verstärkt abgebaut werden, was wiederum ohne staatliche Transfermaßnahmen die Einkommensungleichheit kurzfristig steigert (Ludolph et al. 2023).

Haushalte sind aber auch direkt von einem verbesserten oder verschlechterten Zugang zu Bankkrediten betroffen. Laut einer Studie von Epure et al. (2018) führen strengere makroprudenzielle Anforderungen an Banken zu einem signifikanten Rückgang der Kreditvergabe an Haushalte mit höherem Ausfallrisiko. Dies könnte finanziell schwächere Haushalte darin beschränken, selbständig zu werden, Immobilien zu erwerben oder Vermögen aufzubauen. Im Gegensatz dazu können wohlhabendere Haushalte von strengerer Bankenregulierung profitieren, da sich ihr Zugang zu Krediten verbessert. Wenn Banken höhere regulatorische Anforderungen erfüllen müssen, verringert sich die Wahrscheinlichkeit, dass Selbständige aus wohlhabenden Haushalten ihr Unternehmertum aufgeben. Zudem steigt die Rate, mit der ihr Einkommen aus selbständiger Tätigkeit wächst (Ludolph et al. 2023).

Ein stabiles Bankensystem ist von entscheidender Bedeutung, um langfristig Finanzkrisen zu verhindern und damit Rezessionen zu vermeiden, die oft zu einer Zunahme der Einkommensungleichheit führen. Jedoch ist es wichtig zu beachten, dass schärfere regulatorische Anforderungen an Banken in der kurzen Frist mit Einkommenseinbußen für Geringverdiener und stärkerem Einkommenswachstum für wohlhabende Haushalte einhergehen können. Somit kann es als Folge von stringenterer Regulierung zu einer vorübergehenden Verschärfung der Einkommensunterschiede kommen (Frost und van Stralen 2018; Ludolph et al. 2023). Zur Abmilderung dieser Verzerrungen sollten Maßnahmen zur Stärkung des Sozialstaats, gezielte Transferleistungen und Förderprogramme erwogen werden.

DYNAMISCHE ENTWICKLUNGEN: NICHTBANK-FINANZINSTITUTE

Ein weiterer wichtiger Aspekt sind die Ausweicheffekte, die durch strengere Regulierung ausgelöst werden. In den vergangenen Jahren haben insbesondere die Digitalisierung und die wettbewerblichen Vorteile von Finanzmarktintermediären außerhalb des Bankensektors das Wachstum von FinTechs und Schattenbanken begünstigt. Der Anteil der Vermögenswerte von Nichtbanken hat über die vergangenen Jahre zugenommen: Im dritten Quartal 2023 betrug der Bilanzanteil der Nichtbanken in der EU 41%, während Banken nur einen Anteil von 36% an den Vermögenswerten in der EU auswiesen.¹

¹ Vgl. https://finance.ec.europa.eu/news/commission-launches-consultation-macroprudential-policies-non-bank-financial-intermediation-2024-05-22_en.

Diese Entwicklung kann durchaus positive Auswirkungen haben. Einerseits kann es den Zugang zu Finanzierung für Unternehmen und Haushalte gewährleisten, insbesondere in Zeiten, in denen Banken ihre Kreditvergabe aufgrund regulatorischer Anpassungen oder anderer Schocks reduzieren (Bednarek et al. 2023; Fernández et al. 2018; Gopal und Schnabl 2022). Andererseits ist Diversifikation im Finanzsystem von Vorteil, um die Auswirkungen von Einzelrisiken abzuschwächen. Nichtbanken können durch unterschiedliche Geschäftsmodelle und Bilanzstrukturen, wenn sich diese von traditionellen Banken unterscheiden, positiv dazu beitragen, systemische Risiken zu mindern (Danielsson 2024).

Eine aktuelle Studie von Acharya et al. (2024) zeigt jedoch, dass Nichtbanken in den USA nicht nur an relativer Größe gewinnen, sondern auch zunehmend eng mit traditionellen Banken verflochten sind. Das ist problematisch, da Risiken dadurch leicht vom Schattenbanksektor auf traditionelle Finanzinstitute übergreifen können. Darüber hinaus kann verschärfte Regulierung im Bankensektor, wie beispielsweise höhere Eigenkapitalanforderungen, dazu führen, dass riskantere Geschäfte vermehrt in den Nichtbankensektor ausweichen (Acharya 2024). Dies würde den angestrebten Effekt der Regulierung untergraben.

Werden Finanzdienstleistungen vermehrt in einem unzureichend regulierten Nichtbankensektor angeboten, kann dies auch zulasten von Haushalten gehen. Es besteht die Gefahr unverhältnismäßig hoher und verdeckter Gebühren. Zusätzlich könnten Haushalte unzureichend über die Risiken ungesicherter Einlagen informiert sein. Daher ist es wichtig, dass die Legislative Maßnahmen ergreift, um die Chancen dieser Entwicklungen zu nutzen und gleichzeitig den möglichen Risiken durch angemessene regulatorische Maßnahmen entgegenzuwirken.

AUSBLICK: DIE ROLLE DES STAATES FÜR BANKENSTABILITÄT UND DARÜBER HINAUS

Durch die Reregulierung des Bankensystems wurden Maßnahmen eingeführt, die es dem Staat ermöglichen, sich zumindest teilweise aus der Rolle als Retter der Banken zu befreien. Aktuelle Forschung zeigt, dass die verschärften Regeln im Bankensektor greifen, weniger auf Staatsgarantien gesetzt wird und Risiken neu bewertet werden (z. B. Cutura 2021). Es wurden verschärfte Anforderungen für die Höhe und Qualität von Eigenkapital eingeführt, um Bankeninsolvenzen vorzubeugen. Darüber hinaus wurden Maßnahmen ergriffen, die darauf abzielen, staatliche Rettungsmaßnahmen (Bail-out) zu vermeiden, insbesondere wenn einzelne systemrelevante Banken in Schieflage geraten. Stattdessen sollen Investoren herangezogen werden, um Verluste zu absorbieren (Bail-in). Somit ist es wahrscheinlicher geworden, das Ziel zu erreichen, Belastungen für Steuerzahlende beim Ausfall von Banken gering zu halten.

Trotz des Lernens aus der Vergangenheit und der Einführung neuer Vorschriften ist es wichtig, nicht zu vergessen, dass das Bankensystem komplex ist, verschiedenste Akteure umfasst und sich kontinuierlich weiterentwickelt. Durch staatliches Eingreifen mittels neuer Gesetze zur Bankenregulierung wird das System direkt für Banken sowie indirekt für Unternehmen und Haushalte beeinflusst. Um die Auswirkungen auf Haushalte genauer evaluieren zu können, ist der Zugang zu verbesserten Daten erforderlich, die die Verbindungen zwischen Banken und Haushalten transparent machen. Nur so können kurzfristige Friktionen für einzelne Bevölkerungsgruppen eindeutig identifiziert werden und gezielte Maßnahmen des Sozialstaates zur Abmilderung des Transformationsprozesses abgeleitet werden.

Das Eintreten neuer Akteure in den Finanzmarkt macht die Dynamik des Systems besonders deutlich. Auch hier gilt, dass granulare Daten unabdingbar sind, um sowohl die positiven Auswirkungen als auch den Aufbau möglicher Risiken frühzeitig erkennen zu können. Die Diversifikation von Finanzmarktintermediären kann zur Stabilität der Finanzmärkte beitragen. Voraussetzung dafür ist jedoch ein fairer Wettbewerb und eine gewisse Harmonisierung der Regulierung zwischen Banken und anderen Finanzmarktintermediären wie FinTechs, was derzeit noch nicht gegeben ist. Die Initiative der Europäischen Kommission zur Neubewertung der makroprudenziellen Regulierung für Nichtbanken ist deshalb zu begrüßen.²

² Vgl. https://finance.ec.europa.eu/news/commission-launches-consultation-macroprudential-policies-non-bank-financial-intermediation-2024-05-22_en.

REFERENZEN

- Acharya, V. V., N. Cetorelli und B. Tuckman (2024), »Where Do Banks End and NBFIs Begin?«, NBER Working Paper 32316.
- Acharya, V. V. (2024), »Basel III Endgame Was Inevitable for Large Banks, but What about Non-banks and Smaller Banks?«, Wharton Initiative on Financial Policy and Regulation, 20. März, verfügbar unter: <https://wifpr.wharton.upenn.edu/blog/basel-iii-endgame-was-inevitable-for-large-banks-but-what-about-non-banks-and-smaller-banks/>.
- Bednarek, P., O. Briukhova, S. R. G. Ongena und N. von Westernhagen (2023), »Effects of Bank Capital Requirements on Lending by Banks and Non-Bank Financial Institutions«, Deutsche Bundesbank Discussion Paper 26/2023.
- Cutura, J. A. (2021), »Debt Holder Monitoring and Implicit Guarantees: Did the BRRD Improve Market Discipline?«, *Journal of Financial Stability* 54, 100879.
- Danielsson, J. (2024), »Why So Many Crises Happen When We Know Why They Happen and How to Prevent Them«, *VoxEU*, 20. Mai 2024, verfügbar unter: <https://cepr.org/voxeu/columns/why-so-many-crises-happen-when-we-know-why-they-happen-and-how-prevent-them>.
- Degryse, H., M. Mariathasan und H. T. Tang (2023), »GSIB Status and Corporate Lending«, *Journal of Corporate Finance* 80, 102362.
- Epure, M., I. Mihai, C. Minoiu und J.-L. Peydró (2018), »Household Credit, Global Financial Cycle, and Macroprudential Policies: Credit Register Evidence from an Emerging Country«, IMF Working Paper 2018/013.
- Fernández, A. I., F. González und N. Suárez (2018), »Bank Supply Shocks and the Substitution between Bank and Nonbank Debt«, *Journal of Corporate Finance* 48, 122–147.
- Frost, J. und R. van Stralen (2018), »Macroprudential Policy and Income Inequality«, *Journal of International Money and Finance* 85, 168–186.
- Gopal, M. und P. Schnabl (2022), »The Rise of Finance Companies and FinTech Lenders in Small Business Lending«, *The Review of Financial Studies* 35(11), 4859–4901.
- Koetter, M., T. Krause, E. Sfrappini und L. Tonzer (2022), »Completing the European Banking Union: Capital Cost Consequences for Credit Providers and Corporate Borrowers«, *European Economic Review* 148, 104229.
- Krause, T., E. Sfrappini, L. Tonzer und C. Zgherea (2024), »How Do EU Banks' Funding Costs Respond to the CRD IV? An Assessment Based on the Banking Union Directives Database«, *IWH Discussion Paper* 12/2024.
- Ludolph, M., L. Tonzer und L. Brausewetter (2023), »Distributional Income Effects of Banking Regulation in Europe«, *IWH Discussion Paper* 24/2023.

Harald Hau, Tim-Ole Radach und Marcel Thum

Ist unzureichende Aufsichtsratskompetenz ein Risikofaktor für Banken?

Der globale Bankenmarkt erlebt wieder einmal unruhige Zeiten. Nach zwei Bankpleiten in den USA wurde Anfang 2023 mit der Credit Suisse eine der großen europäischen Banken zum Krisenfall, wobei die Bedeutung von *Bank Governance* zu einem wichtigen Thema der Ursachenanalyse wurde. So urteilt der Schweizer Finanzjournalist Dirk Schütz (2023, S. 57) in seinem Buch zum Scheitern der Credit Suisse hinsichtlich der Verwaltungsratsbesetzungen im Jahr 2015: »Es kamen Roche-Chef Severin Schwan als neuer Vizepräsident [der Credit Suisse], ein ausgewiesener Pharma-Experte ohne vertieftes Finanzwissen. Oder der Silicon-Valley-Unternehmer Sebastian Thrun: eine Koryphäe für selbstfahrende Autos, aber kaum für marode Bilanzen. [...] Erstmals in der Geschichte wurde

die wohl wildeste aller globalen Großbanken von zwei Nicht-Bankern geführt – und im Verwaltungsrat war die Bankkompetenz kärglich. Und die Aufseher von der FINMA nickten alle Personalentscheide ab.«

Ist dieser Zusammenhang zwischen mangelnder Verwaltungsratskompetenz in Sachen Finanzwirtschaft und dem Scheitern der Credit Suisse ein zufälliger? Oder ist Aufsichtsratskompetenz ein wichtiger Faktor, der das langfristige Bankrisiko mitbestimmt?

STUDIENERGEBNISSE ZUR BANKENKRISE 2007/08

Aus rechtlicher Sicht ist ein kompetenter Aufsichtsrat oder Verwaltungsrat dafür verantwortlich, dass kompetente Manager im Vorstand das Tagesgeschäft im

Griff haben, dass die richtigen Anreize auf Bankenebene bestehen und dass ein Geschäftsmodell mit einem tragfähigen Verhältnis von Profitabilität und Risiko verfolgt wird. Um all dies leisten zu können, müssen die Aufsichtsratsmitglieder aber auch etwas vom Bankgeschäft und insbesondere den komplexen Produkten in den globalen Finanzmärkten verstehen.

Doch diese Wirtschafts-, Bank- und Finanzmarkt-kompetenz ist keineswegs selbstverständlich. Für die Zeit der Finanzkrise 2007/08 konnten wir in einer viel zitierten Studie zeigen, dass sich bei deutschen Banken die Kompetenzen in den Aufsichts- und Verwaltungsräten stark unterschieden (Hau und Thum 2008, 2009). Je kompetenter Aufsichts- und Verwaltungsräte besetzt waren, desto niedriger waren im Mittel auch die Verluste, die eine Bank während der Finanzkrise erlitt (vgl. Abb. 1). Dabei waren die Unterschiede zwischen den privaten und den öffentlich-rechtlichen Banken frappierend. In den Verwaltungsräten vieler öffentlich-rechtlicher Banken fehlte ein tieferes Verständnis komplexer Finanzprodukte, was dann auch das katastrophale Abschneiden der Sachsen LB, Bayern LB oder der HSH Nordbank miterklärt.

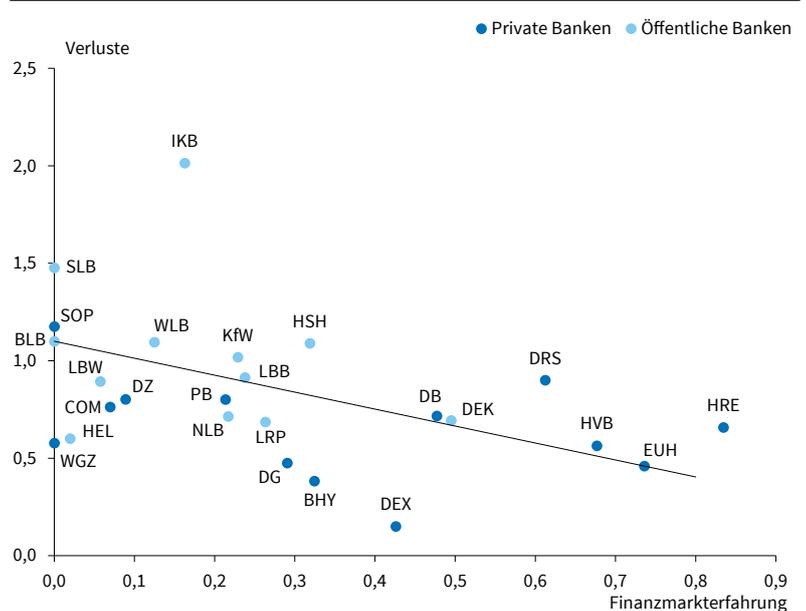
NEUE STUDIEN ZUR ROLLE DER AUSSICHTSRATS-KOMPETENZ IN BANKEN WELTWEIT

Unsere Untersuchung für Deutschland aus dem Jahr 2008 hat eine umfangreiche Literatur nach sich gezogen, die für andere Länder und andere Zeiträume die gleiche Fragestellung untersuchen: Gibt es einen statistisch relevanten Zusammenhang zwischen Aufsichtsratskompetenz und dem Unternehmenserfolg von Banken?

In unserem Beitrag aus dem Jahr 2009 (Hau und Thum 2009) hatten wir die Hypothese entwickelt, dass kompetente Aufsichtsräte zu niedrigeren Verlusten in Krisenzeiten beitragen. Für deutsche Banken während der Finanzkrise konnten wir die Hypothese bestätigen. Die Kompetenz des Aufsichtsrats ist zum einen entscheidend für die Qualität der Anlagestrategie und des Geschäftsmodells einer Bank. Unzureichend überwachte Vorstände und Managementteams können Anlagestrategien und Geschäftsmodelle mit hohem Risiko und geringer risikobereinigter Rendite verfolgen. Die risikoreichen Strategien werden während

Abb. 1

Zusammenhang von Finanzmarkterfahrung und Verlusten während der Finanzkrise 2007/2008^a



^a DB = Deutsche Bank, COM = Commerzbank, DRS = Dresdner Bank, DZ = DZ Bank, HVB = HVB Group, HRE = Hypo Real Estate, EUH = Eurohypo, PB = Postbank, DG = Deutsche Genossenschafts-Hypothekenbank, WGZ = WGZ Bank AG Westdeutsche Genossenschafts-Zentralbank, SOP = Sal. Oppenheim jr. & Cie. KGaA, DEX = Dexia Kommunalbank Deutschland AG, BHY = Berlin-Hannoversche Hypothekenbank AG, LBW = LBBW, BLB = Bayern LB, KFW = KfW Bankengruppe, WLB = WestLB, HSH = HSH Nordbank, NLB = Nord LB, HEL = Helaba, LBB = Landesbank Berlin, DEK = Dekabank, LRP = LRP Landesbank Rheinland-Pfalz, SLB = Sachsen LB, IKB = IKB Deutsche Industriebank AG.

Quelle: Hau und Thum (2009).

© ifo Institut

einer Finanzkrise aufgedeckt und verursachen dann existenzgefährdende Verluste. Zum anderen wirkt die Kompetenz des Aufsichtsrats indirekt durch die Auswahl und Ernennung eines fähigen Top-Managements. Kompetente Aufsichtsräte wählen kompetentere Managementteams, was zu einer besseren operativen Leistung führt.

Dieser Zusammenhang von der kompetenten Aufsicht zur Bankperformance wurde in den vergangenen Jahren in mehreren Studien untersucht und für viele Länder und Zeiträume bestätigt. Tabelle 1 gibt einen Überblick über die wichtigsten einschlägigen Studien zu diesem Thema in den vergangenen 15 Jahren.¹ In der ersten Spalte ist die jeweilige Studie genannt, die zweite Spalte beschreibt, für welchen Zeitraum, für

¹ Die Recherchen zu den Studien wie auch zur nachfolgenden Aktualisierung der Kompetenzmaße folgte im Rahmen einer Abschlussarbeit an der TU Dresden.



Prof. Dr. Harald Hau

ist Lehrstuhlinhaber am Swiss Finance Institute und Professor für Ökonomie und Finanzwirtschaft an der Universität Genf.



Tim-Ole Radach

studiert Wirtschaftswissenschaften an der TU Dresden.



Prof. Dr. Marcel Thum

ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der TU Dresden, Geschäftsführer von ifo Dresden und CESifo Fellow.

Foto: © Klaus Gigga

Tab. 1

Studien zur Wirkung der Aufsichtsratskompetenz auf die Bankperformance

Artikel	Jahre Zahl der Banken Länder	Kompetenzen	Ergebnismaße
Europa			
Cuñat & Garicano (2010)	2007 – 2009 30 Banken Spanien	Politisierung	KVV ? Portfoliolenistung ? Ratingveränderung –
Pereira & Filipe (2015)	2007 – 2011 32 Banken Portugal	Ausbildung	ROAA – ROAE +
Fernandes et al. (2016 a, b)	2007 – 2009 72 Banken 17 Länder	Finanzmarkterfahrung Managementenerfahrung	Bankenrettung – Aktienrenditen +
Locatelli & Tanda (2018)	2014 54 Banken Italien	Ausbildung Finanzmarkterfahrung Managementenerfahrung	ROA + ROE + CIR +
Mizan (2018)	2002 – 2016 167 Banken Großbritannien	Finanzmarkterfahrung	ROA + TQR ?
Pereira & Filipe (2018)	2012 – 2014 34 Banken Portugal	Ausbildung (insb. an ausländischen Business Schools)	ROAA – ROAE +
Mavrakana & Psillaki (2019)	2004 – 2016 75 Banken 18 Länder	Finanzmarkterfahrung	Performance + Risiko +/-
Ayadi et al. (2019)	2004 – 2009 30 Banken 4 Länder	Finanzmarkterfahrung	ROA + ROE + IR –
de Andres et al. (2020)	2004 – 2010 45 Banken Spanien	Finanzmarkterfahrung Politisierung	FME: ROA + EFF +
Außerhalb Europas			
Ellul & Yerramilli (2013)	1990 – 2010 72 BHC USA	Finanzmarkterfahrung	RMI – NPL + Aktienrendite –
Fernandes & Fich (2023)	2002 – 2008 479 Banken USA	Interne / Externe Finanzmarkterfahrung Managementenerfahrung	Interne FME: CARs + T1 + TARP – Externe FME: CARs, T1, TARP ?
Kanojia & Priya (2016)	2008 – 2009 2011 – 2012 40 Banken Indien	Ausbildung	ROA, ROE, ROI, T1, NPL ?
Jin & Mamatzakis (2018)	2008 – 2016 20 Banken China	Ausbildung Finanzmarkterfahrung Managementenerfahrung Politisierung	Ausbildung: ROA, ROE, EFF – FME: ROA, ROE, EFF + ME: ROA, ROE, EFF – Politisierung: ROA, ROE ?, EFF –
Boadi & Osarfo (2019)	2001 – 2016 28 Banken Ghana	Ausbildung	ROA + ROE + Profit +
Al-Matari et al. (2022)	2014 – 2020 47 Banken Saudi-Arabien	Finanzmarkterfahrung	ROA + TQ ?
Magnis et al. (2023)	2002 – 2019 125 Banken 8 Länder	Finanzmarkterfahrung	Volatilität der tägl. Aktienrenditen – Z-Score –

Anmerkungen: BHC = Bank Holding Company, CARs = kumulierte abnormaler Renditen, CIR = Cost Income Ratio, EFF = Efficiency, NPL = Non-Performing Loans, RMI = Risk Management Index, ROA = Return on Assets, ROE = Return on Equity, T1 = Tier-1-Kapitalquote, TQR = Tobin's-Q-Ratio, + = Kompetenzmaß in Spalte 3 wirkt positiv auf Ergebnismaß in Spalte 4, – = Kompetenzmaß wirkt negativ auf Ergebnismaß, ? = Auswirkung des Kompetenzmaßes auf das Ergebnismaß ungewiss.

Quelle: Zusammenstellung der Autoren.

wie viele Banken und aus welchen Ländern die Untersuchung erfolgte. Dabei ist zu beachten, dass die Methodik der Studien im Detail variiert, da sich die Governance-Strukturen zwischen den Ländern unterscheiden. So gibt es beispielsweise anstelle des zweigeteilten Systems mit Vorstand und Aufsichtsrat wie in Deutschland auch Länder mit einem einstufigen System, bei dem beide Funktionen im »Board« (oder Verwaltungsrat) gebündelt sind. Die dritte Spalte enthält die Kompetenzen, auf die sich die jeweilige Studie konzentrierte. Außer den auch von uns verwendeten Dimensionen der Ausbildungs-, Finanzmarkt- und Managementkompetenz (s. hierzu den nächsten Abschnitt) finden sich in einigen Studien auch Maße für den politischen Einfluss in den Aufsichtsorganen (»Politisierung«). Die letzte Spalte enthält die in den Studien identifizierte Wirkung auf die Ergebnisvariablen. Am häufigsten finden sich Renditemaße wie die Kapitalrendite (Return on Assets) oder die Eigenkapitalrendite (Return on Equity), aber auch Aktienrenditen oder verschiedene Risikomaße (Tier-1-Kapitalquote, Non-Performing Loans, Tobin's-Q-Ratio) finden Verwendung. Viele der Studien bestätigen, dass höhere Kompetenzmaße mit einer höheren Rendite einhergehen, was mit einem »+« gekennzeichnet ist, und dass eine stärkere Politisierung die Rendite senkt, was mit einem »-« gekennzeichnet ist. Nicht signifikante oder nicht eindeutige Ergebnisse werden durch ein »?« dargestellt.

In der Zusammenschau zeigen die Studien über Länder und verschiedene Zeiträume hinweg, dass Kompetenz im Aufsichtsrat mit einer besseren Performance der Banken einhergeht. Angesichts der Komplexität moderner Banken und Finanzmärkte kann kompetente Aufsicht längst nicht mehr umfänglich von einzelnen Personen geleistet werden. Die Aufsichtsräte müssen daher fachlich breit aufgestellt sein und sollten alle relevanten Bereiche des Bankgeschäfts abdecken (Fernandes et al. 2016).

KONNTE DIE AUFSICHTSRATSKOMPETENZ REGULATORISCH GESTEIGERT WERDEN?

Nach der Finanzkrise 2007/08 hat Deutschland neue gesetzlicher Grundlagen für die Ernennung von Aufsichtsratsmitgliedern erlassen. Gesetzlich wird seit 2009 im Kreditwesengesetz (§ 25d (2)) verlangt, dass das Verwaltungsrats- oder Aufsichtsratsorgan »in seiner Gesamtheit die Kenntnisse, Fähigkeiten und Erfahrungen haben [muss], die zur Wahrnehmung der Kontrollfunktion sowie zur Beurteilung und Überwachung der Geschäftsleitung des Instituts oder der Institutsgruppe oder Finanzholding-Gruppe, der Finanzholding-Gesellschaft oder der gemischten Finanzholding-Gesellschaft notwendig sind.« Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) kann hierfür die Qualifikation und Unabhängigkeit der Mitglieder von Bankenaufsichtsräten prüfen, die Zusammensetzung der Aufsichtsräte überwachen und von den Ban-

Abb. 2
Indikatorvariablen der Aufsichtsratskompetenz

Aufsichtsratskompetenzen		
Ausbildung	Finanzmarkterfahrung	Managementenerfahrung
Wirtschaftswissenschaftliches Studium	Bankerfahrung	Unternehmensberatung
	Finanzmarkterfahrung	Mittlere Führungsebene
MBA	Finanzmarkterfahrung seit 1990	Top-Management
	Finanzmarkterfahrung in derselben Bank	Top-Management in derselben Bank
Promotion in Wirtschaftswissenschaften	US Finanzmarkterfahrung	Weitere Aufsichtsratsmandate
	US Finanzmarkterfahrung seit 1990	

Quelle: Darstellung der Autoren.

© ifo Institut

kenaufsichtsräten eine transparente Berichterstattung über ihre Tätigkeiten (Risikobewertung, Compliance und Corporate Governance) verlangen. Die BaFin hat nach der Novelle des Kreditwesengesetzes auch die Befugnis, Sanktionen gegen Bankenaufsichtsräte zu verhängen.

War diese Gesetzesinitiative erfolgreich? Oder war diese Reaktion auf die vorangegangene Finanzkrise nur ein politischer Blitzableiter, der mangels regulatorischer Umsetzung (durch die BAFIN) ohne wirkliche Konsequenz für die tatsächliche Fachkompetenz deutscher Bankenaufsichtsräte geblieben ist? Diese Fragen veranlassen uns, die ursprüngliche Kompetenzerhebung von 2009 im Jahr 2023 noch einmal durchzuführen. Hat sich eine Verbesserung – nicht zuletzt dank der Gesetzgebung – eingestellt?²

Da sich die Qualität der Unternehmenskontrolle durch Aufsichts- und Verwaltungsräte nicht direkt beobachten lässt, verwenden wir wie schon 2009 die gleichen, indirekten Maße, um zu prüfen, ob die Aufsichtsräte zumindest über die erforderlichen Kompetenzen zur Überwachung der Führungskräfte verfügen. Für das Überwachungspotenzial in den Aufsichtsräten der Banken definieren wir 14 verschiedene biografische Kriterien. Die Variablen erfassen den Bildungshintergrund (drei Indikatorvariablen), die Finanzerfahrung (sechs Indikatorvariablen) und die Managementenerfahrung (fünf Indikatorvariablen) eines Aufsichtsratsmitglieds (vgl. Abb. 2). Die Finanzerfahrung umfasst beispielsweise, ob ein Mitglied über Bankerfahrung verfügt, ob das Mitglied über Finanzmarkterfahrung verfügt und ob diese Erfahrung nach 2005 erworben wurde. Für jede positive Antwort wird

² Eine englischsprachige Zusammenfassung der Ergebnisse findet sich in Hau et al. (2024).

Tab. 2

Im Datensatz erfasste Banken

Bank	Bilanzsumme (in Mrd. €)	Mitarbeiter	Rechtlicher Status
Deutsche Bank	1 337	84 930	privat
DZ Bank	627	32 985	privat
KfW	555	7 984	öffentlich-rechtlich
Commerzbank	477	37 852	privat
LBBW	324	10 384	öffentlich-rechtlich
HypoVereinsbank	318	10 866	privat
BayernLB	259	8 491	öffentlich-rechtlich
Helaba	212	6 336	öffentlich-rechtlich
NRW.BANK	160	1 538	öffentlich-rechtlich
NORD/LB	109	4 228	öffentlich-rechtlich
DekaBank	97	5 084	öffentlich-rechtlich
DZ Hyp	77	855	privat
Deutsche Pfandbriefbank	53	791	privat
Landesbank Berlin	49	2 883	öffentlich-rechtlich
Berlin Hyp	34	613	privat
Hamburg Commercial Bank	34	868	privat
IKB Deutsche Industriebank	15	551	privat

Quellen: Jahresberichte der Banken des Jahres 2022; Darstellung der Autoren.

dem Mitglied ein Punkt zugewiesen und die Punkte werden summiert. Die Gesamtkompetenz des Aufsichtsrats wird berechnet, indem der Durchschnitt der entsprechenden Variablen über alle für den Index erfassten Aufsichtsratsmitglieder gebildet wird. Für jede Bank bilden wir dann sowohl einen Gesamtindex als auch Subindizes für jede der drei Variablengruppen (Ausbildung, Finanzmarkt, Management).

Nicht alle der in Hau und Thum (2009) untersuchten Banken sind noch – in derselben Form – aktiv. Die ursprüngliche Stichprobe bestand aus den 29 deutschen Banken mit einer Bilanzsumme von mehr als 40 Mrd. Euro im Jahr 2007. Fünf Banken haben inzwischen ihren Geschäftsbetrieb eingestellt (Hypo Real Estate, WestLB, Sachsen LB, Dexia, Sal. Oppenheim), sieben weitere haben mit Banken fusioniert, die bereits in der Stichprobe enthalten sind. Zwei Banken haben den Namen und ihren rechtlichen Status geändert: Die HSH Nordbank wurde als Hamburg Commercial Bank privatisiert und die Berlin-Hannoversche Hypothekenbank AG firmiert heute als Berlin Hyp AG. Die aktuelle Stichprobe umfasst damit 17 Banken, wovon neun Banken privat und acht öffentlich-rechtlich organisiert sind (vgl. Tab. 2). Trotz der Veränderungen in den vergangenen gut 15 Jahren erfasst der Datensatz acht der zehn größten Banken nach der Bilanzsumme in Deutschland.

ENTWICKLUNG DER AUFSICHTSRATSKOMPETENZ IN DEUTSCHEN BANKEN

Abbildung 3 zeigt die Aufsichtsratskompetenzen für jede der im Datensatz verfügbaren Banken in den Jahren 2008 und 2023, aufgeteilt nach den Subindizes für Ausbildungskompetenz, Finanzmarktkompetenz und

Managementkompetenz und als aggregierte Gesamtkompetenz. An der horizontalen Achse ist jeweils das Kompetenzmaß für das Jahr 2008 abgetragen. Je höher die Kompetenz im Aufsichtsrat einer Bank, desto höher fällt der Kompetenzindex aus. An der vertikalen Achse ist dasselbe Kompetenzmaß für das Jahr 2023 abgetragen.

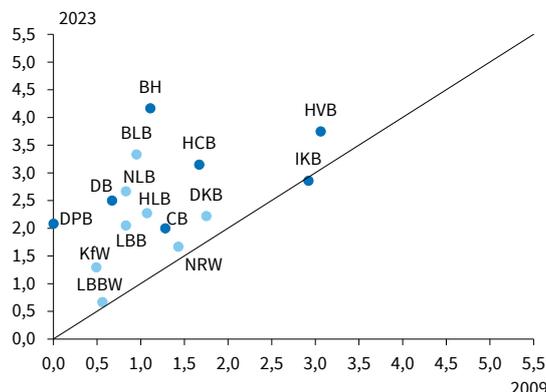
Folgende Punkte sind erwähnenswert: Erstens haben die Kompetenzmaße bei der Mehrzahl der Banken geringfügig zugenommen. Wären die Kompetenzen unverändert, würden die Punkte auf der 45-Grad-Linie liegen. Da die meisten Punkte oberhalb der 45-Grad-Linie liegen, sind die Kompetenzmaße in allen drei Unterkategorien heute etwas höher als im Jahr 2008.³ Insgesamt bleibt jedoch der Abstand zwischen den qualifizierten und wenig qualifizierten Aufsichtsräten groß. Zweitens hat sich an der Kompetenzreihenfolge nicht viel verändert. Das fällt vor allem bei der Finanzmarktkompetenz ins Auge: Banken mit einer (im Vergleich zu anderen Banken) relativ hohen Finanzmarktkompetenz im Jahr 2023 standen in der Regel auch im Jahr 2008 bei diesem Indikator gut da. Drittens hinken die Verwaltungsräte öffentlich-rechtlicher Banken bei der Finanzmarktkompetenz, aber auch bei der Managementkompetenz den Aufsichtsräten privater Banken hinterher. Zwar haben die öffentlich-rechtlichen Banken aufgeholt – auch ihre Punkte liegen oberhalb der 45-Grad-Linie, aber die Punkte für die öffentlich-rechtlichen Banken liegen immer noch näher beim Ursprung. Gerade angesichts der weiter zunehmenden Komplexität in den internationalen Finanzmärkten besteht hier immer noch

³ Das Kompetenzmaß für die Ausbildung sollte bereits wegen der Akademisierung im Laufe der Zeit zunehmen.

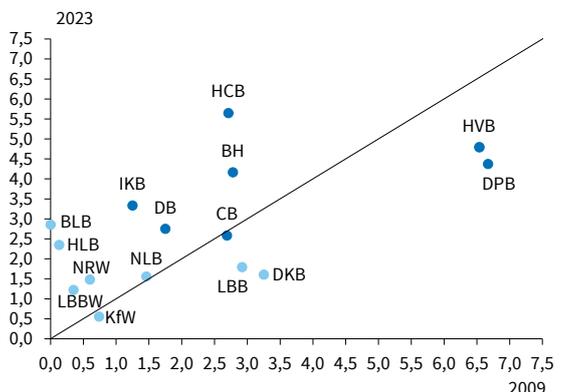
Abb. 3

Aufsichtsratskompetenz 2008 vs. 2023

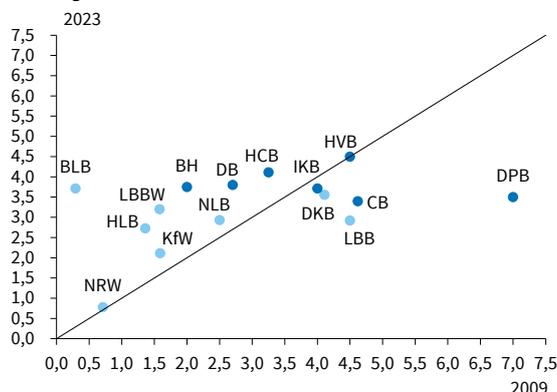
A. Ausbildungsindex



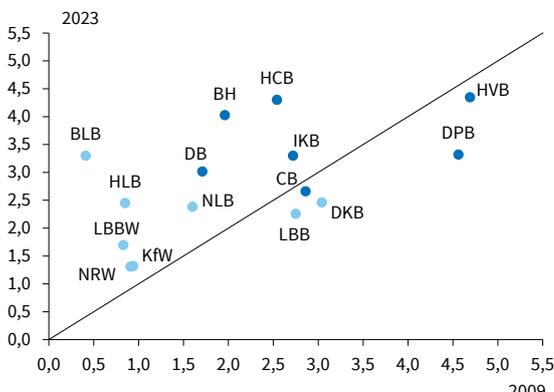
B. Finanzmarktindex



C. Managementindex



D. Gesamtindex



^a BLB = BayernLB, BH = Berlin Hyp, CB = Commerzbank, DKB = DekaBank, DB = Deutsche Bank, DPB = Deutsche Pfandbriefbank, HCB = Hamburg Commercial Bank, HLB = Helaba, HVB = HypoVereinsbank, IKB = IKB Deutsche Industriebank, KfW = KfW, LBB = Landesbank Berlin, LBBW = LBBW, NLB = NORD/LB, NRW = NRW.BANK.
Quelle: Darstellung der Autoren. © ifo Institut

Handlungsbedarf, um bei den nächsten Schocks in den Finanzmärkten besser gewappnet zu sein.

SCHLUSSFOLGERUNGEN

Die Finanzkrise von 2007/08 und die hohen Verluste vor allem öffentlicher Banken hat unsere ursprüngliche Studie zur Kompetenz deutsche Bankaufsichtsräte motiviert. In nachfolgenden 15 Jahren wurde diese Forschungsfrage nach dem Zusammenhang von Aufsichtsratskompetenz und Bankperformance von zahlreichen anderen wissenschaftlichen Studien aufgenommen und für verschiedene Länder mit Abwandlungen repliziert. Die überwiegende Mehrheit der 17 hier untersuchten Studien finden einen statistisch signifikanten Zusammenhang.

Ein direkter Kausalitätsnachweis ist dies zwar nicht, doch ist ein solcher sehr plausibel. Umgekehrt ist es unklar, warum sich Banken mit besserer Performance kompetentere Aufsichtsräte leisten sollten, wenn diese nicht zum finanzwirtschaftlichen Erfolg der Bank beitragen. Zudem zeigen drei Studien, dass eine »Politisierung« besonders bei öffentlichen Banken oftmals mit einer reduzierten Fachkompetenz einhergeht und dann auch einen geringeren wirtschaftlichen Erfolg nach sich zieht. Dies ist zumindest ein Indiz für einen Kausalzusammenhang. Dies sollte der Banken-

aufsicht eigentlich eine hinreichende Begründung sein, der Aufsichtsratskompetenz von Banken verstärkte Aufmerksamkeit zu schenken.

In Deutschland hat diese Idee auch ihre gesetzliche Verankerung gefunden: Seit 2009 müssen Aufsichtsratsbenennungen von der BaFin genehmigt werden, wobei von Kandidaten »Kenntnisse, Fähigkeiten und Erfahrungen« zur Ausübung ihrer Kontrollfunktion verlangt werden. Dieser gesetzliche Auftrag hat jedoch in der Praxis kaum Auswirkungen gezeigt. 15 Jahre nach der großen Finanzkrise von 2007/08 hat sich die durchschnittliche Aufsichtsratsqualität gemessen an den Kriterien in Abbildung 2 nur geringfügig verbessert. Besonders bei den öffentlichen Banken ist diese Qualität nach wie vor unterdurchschnittlich.

Was sind die wirtschaftspolitischen Implikationen aus diesem empirischen Befund? Es besteht ein öffentliches Interesse an kompetenteren Aufsichtsräten gerade bei Banken, in denen der Staat der Haupteigentümer ist, denn hier haftet der Steuerzahler. Doch auch bei großen privaten Banken stellt fehlende Aufsichtsrats- oder Verwaltungsratskompetenz oft eine systemische Gefahr für das gesamte Bankensystem dar, wie der Fall Credit Suisse eindrücklich beweist.

Daher ist es überlegenswert, im Rahmen der Regulierung auch formal die Aufsichtsratskompetenz besser zu regulieren. Zwar wurden 2009 im Kreditwe-

sengesetz (KWG) Regelungen zur Kontrolle der Mitglieder von Verwaltungsrats- oder Aufsichtsratsorganen eingeführt. Insbesondere müssen Aufsichts- und Verwaltungsräte die notwendige »Sachkunde« besitzen, was sehr allgemein definiert ist als »fachlich in der Lage [zu sein], die Geschäftsleiter der Kapitalverwaltungsgesellschaft angemessen zu kontrollieren, zu überwachen und die Entwicklung aktiv zu begleiten. Dazu muss die Person die vom Unternehmen getätigten Geschäfte verstehen und deren Risiken für das Institut beurteilen können« (BaFin 2020). Praktisch ist dies ein sehr weiches Kriterium, und es scheint der BaFin auch keine wirkliche Handhabe zu geben, wenig qualifizierte Kandidaten abzulehnen. Seit 2010 wurden von der BaFin nur extrem wenige Kandidaten abgelehnt. § 25d im reformierten KWG greift nicht wirklich. Bleibt die Bankenaufsicht hier zahnlos, wird die eigentliche Intention des Gesetzgebers untergraben und bereitet indirekt neue Bankenrisiken vor. Der Niedergang der Credit Suisse sollte der deutschen Bankenaufsicht als Lehrbeispiel dienen, dass Aufsichtsratskompetenz keine Nebenschauplatz der Bankenaufsicht ist, sondern ein wichtiges Merkmal darstellt, welches das langfristige Risiko einer Bank mitbestimmt. In dieser Hinsicht wurden die Lektionen aus der Finanzkrise von 2007/08 nicht wirklich gelernt.

REFERENZEN

Al-Matari, E. M., M. H. Mgamal, M. H. Alosaimi, T. F. Alruwaili und S. Al-Bogami (2022), »Fintech, Board of Directors and Corporate Performance in Saudi Arabia Financial Sector: Empirical Study«, *Sustainability* 14(17), 1–23.

Ayadi, M. A., N. Ayadi und S. Trabelsi (2019), »Corporate Governance, European Bank Performance and the Financial Crisis«, *Managerial Auditing Journal* 34(3), 338–371.

BaFin (2020), *Merkblatt zu den Mitgliedern von Verwaltungs- oder Aufsichtsorganen gemäß KWG und KAGB*, Bonn/Frankfurt a. M., 29. Dezember 2020.

Boadi, I. und D. Osarfo (2019), »Diversity and Return: The Impact of Diversity of Board Members' Education on Performance«, *Corporate Governance: The International Journal of Business in Society* 19(4), 824–842.

Cuñat, V. und L. Garicano (2010), »Did Good Cajas Extend Bad Loans? The Role of Governance and Human Capital in Cajas' Portfolio Decisions«, FEDEA Working Paper 2010–08.

de Andres, P., I. Garcia-Rodriguez, M. E. Romero-Merino und M. Santamaria-Mariscal (2020), »Politicians in Disguise and Financial Experts on the Board: Evidence from Spanish Cajas«, *BRQ Business Research Quarterly* 24(2), 174–191.

Ellul, A. und V. Yerramilli (2013), »Stronger Risk Controls, Lower Risk: Evidence from U.S. Bank Holding Companies«, *The Journal of Finance* 68(5), 1757–1803

Fernandes, C., J. Farinha, F. V. Martins und C. Mateus (2016a), »Supervisory Boards, Financial Crisis and Bank Performance: Do Board Characteristics Matter?«, *Journal of Banking Regulation* 18(4), 310–337.

Fernandes, C., J. Farinha und C. Mateus (2016b), »Determinants of European Banks' Bailouts Following the 2007-2008 Financial Crisis«, *Journal of International Economic Law* 19(3), 707–742.

Fernandes, N. und E. Fich (2023), »Are Outside Directors with Greater Board Tenure Valuable? Evidence from the Last Credit Crisis«, *Journal of Accounting and Public Policy* 42(1), 10703.

Hau, H. und M. Thum (2008), »Wie (in-)kompetent sind die Aufsichtsräte deutscher Banken?«, *ifo Schnelldienst* 61(19), 27–29.

Hau, H. und M. Thum (2009), »Subprime Losses and Boardroom (In-) Competence: Private vs. Public Banks in Germany«, *Economic Policy* 60, 701–752.

Hau, H., T.-O. Radach und M. Thum (2024), »Insufficient Supervisory Board Competence as a Risk Factor for Banks«, *VoxEU.org*, 10. Juni 2024, verfügbar unter: <https://cepr.org/voxeu/columns/insufficient-supervisory-board-competence-risk-factor-banks>.

Jin, C. und E. Mamatzakis (2018), »Board Competence and Bank Performance in China«, *Economics Bulletin* 38(2), 681–688.

Kanojia, S. und S. Priya (2016), »Corporate Governance in Indian Banks post Subprime Crisis«, *International Interdisciplinary Business Advancement Journal* 1(2), 50–62

Magnis, C., S. Papadamou und G. E. Iatridis (2023), »The Impact of Corporate Governance Mechanisms on Mitigating Banks' Propensity for Risk-taking«, *Journal of Banking Regulation*.

Mavrakana, C. und M. Psillaki (2019), »Do Board Structure and Compensation Matter for Bank Stability and Bank Performance? Evidence from European Banks«, MPRA Paper 95776.

Mizan, M. (2018), »Corporate Governance and Bank Performance after the Financial Crisis: Note on the Walker Review«, *International Journal of Economics & Management* 12(1), 321–338.

Pereira, V. J. und A. Filipe (2015), »Measuring the Board's Members Effect on Banks' Performance: An Application to Portugal«, *International Journal of Latest Trends in Finance & Economic Sciences* 5(4), 1015–1030.

Pereira, V. J. und A. Filipe (2018), »Quality of Board Members' Training and Bank Financial Performance: Evidence from Portugal«, *International Journal of Economics and Business Administration* 6(13), 47–79.

Schütz, D. (2023.) *Zu hart am Wind: Warum die Credit Suisse untergehen musste*, Ringier Axel Springer Schweiz AG.

Jonas Hennrich und Klaus Wohlrabe

Gibt es einen Wochentageffekt in der ifo Konjunkturumfrage?

Die Frage, ob der Wochentag für ökonomische Prozesse, Transaktionen oder Entscheidungen eine Rolle spielt, wurde schon häufiger in der wissenschaftlichen Literatur untersucht. Solche sogenannten Wochentageffekte sind ein bekanntes Merkmal in der Finanzmarktliteratur und in den Sozialwissenschaften, wengleich die Fachartikel aus diesen Bereichen nur vereinzelt Erklärungen liefern, warum dieser Effekt existiert.

Cross (1973) war einer der ersten, der einen Wochentageffekt auf die Entwicklung von Aktienkursen zeigte. In seinem Artikel zeigt er, dass die Wahrscheinlichkeit eines Kursanstiegs am Freitag höher ist als am Montag. French (1980) stellt fest, dass während des größten Teils seines Untersuchungszeitraums von 1953 bis 1977 die durchschnittlichen täglichen Renditen des S&P Composite Portfolios am Montag signifikant negativ waren, während sie für die restlichen Tage der Woche einen positiven Wert verzeichneten. Das gleiche Bild ist in einer Studie von Gibbons und Hess (1981) zu erkennen, die tägliche Erträge in S&P 500-Portfolios über den Zeitraum 1962 bis 1978 untersucht. Das Ergebnis: Die Renditen sind über die Wochentage hinweg nicht konstant, wobei das Mittel am Montag ungewöhnlich niedrig oder sogar negativ ist. DellaVigna und Pollet (2009) schließlich zeigen, dass Gewinnankündigungen am Freitag eine niedrigere unmittelbare und eine höhere verzögerte Reaktionsrate aufweisen als Ankündigungen an anderen Wochentagen. Als möglichen Grund führen sie an, dass sich Investoren am Freitag stärker von nicht arbeitsbezogenen Aktivitäten ablenken lassen.

Neben der Literatur aus dem Bereich Finance beschäftigen sich auch sozialwissenschaftliche Studien mit dem Wochentageffekt. Taylor (2005) und Akay und Martinsson (2009) führen aus, dass der Wochentag das subjektive Wohlbefinden, die psychische Belastung oder die Arbeitszufriedenheit der Menschen beeinflussen kann.

Allerdings gibt es bisher kaum Literatur zu der Frage, ob auch bei Unternehmensbefragungen ein solcher Effekt zu beobachten ist. Deshalb wird hierfür mit Hilfe von Daten der monatlichen ifo Konjunkturumfrage nach Antworten gesucht. Grundlage für die Analyse ist das Teilnahmedatum aus der Online- und der Papierbefragung. Für die Onlinebefragung wird dieses seit 2004 erfasst und für die Papierbefragung seit 2020. Wir fokussieren uns zuerst auf zwei wesentliche Fragen hinsichtlich der Stimmung in den Unternehmen: die Einschätzung der aktuellen Geschäfts-

IN KÜRZE

Hat der Wochentag einen Einfluss auf das Antwortverhalten der Unternehmen in der monatlichen Konjunkturumfrage? Diese Frage wird anhand der Aussagen zu Geschäftslage und -erwartungen sowie Unsicherheit im vorliegenden Artikel untersucht. Die Wahrscheinlichkeit, dass Unternehmen an einem Montag pessimistischer antworten, ist leicht erhöht. Umgekehrt nimmt die Wahrscheinlichkeit zu, dass sie Ende der Woche etwas optimistischere Antworten geben. Die Effekte werden hauptsächlich von Unternehmen aus dem Dienstleistungssektor und von Unternehmen mit weniger als 50 Beschäftigten getrieben. Wenn auch statistisch signifikant, sind die Effekte aus ökonomischer Sicht aber eher relativ klein.

lage und die Geschäftserwartungen für die nächsten sechs Monate. Diese beiden Variablen bilden auch die Grundlage für den bekannten ifo Geschäftsklimaindex. Als weitere Variable wird außerdem die Beurteilung der Unsicherheit der Unternehmen hinsichtlich der Entwicklung der zukünftigen Geschäftslage in Betracht gezogen. Unsere Ergebnisse zeigen, dass Firmen zu Wochenbeginn weniger optimistisch sind als am Ende der Woche.

AN WELCHEM WOCHENTAG NEHMEN DIE UNTERNEHMEN AN DER UMFRAGE TEIL?

Die monatliche ifo Konjunkturumfrage wird seit 1949 durchgeführt und ist bis heute in ihrem Grundkonzept relativ gleich geblieben. Sie legt den Schwerpunkt vor allem auf qualitative Fragen (vorwiegend 3-stufige Likert-Skala) und deckt vier Hauptsektoren ab: Industrie, Handel, Dienstleister und Bau. Sauer und Wohlrabe (2020) sowie Sauer et al. (2023) liefern Hintergrundinformationen zu gestellten Fragen, Stichprobenerhebung und Repräsentativität.

Mit Blick auf die aktuelle Geschäftslage werden die Teilnehmenden gefragt, ob sie ihre Geschäftssituation als *gut*, *befriedigend* oder *schlecht* einschätzen. Im Falle der Geschäftserwartungen wird gefragt, ob die Unternehmen innerhalb der nächsten sechs Monate eine *bessere*, *gleichbleibende* oder *schlechtere* Geschäftslage erwarten. Die Fragen zu Geschäftslage und -erwartung sind dabei bewusst offengehalten, um den Befragten bei deren Antwort einen gewissen

Abb. 1
Entwicklung der Online-Teilnahme in der ifo Konjunkturumfrage

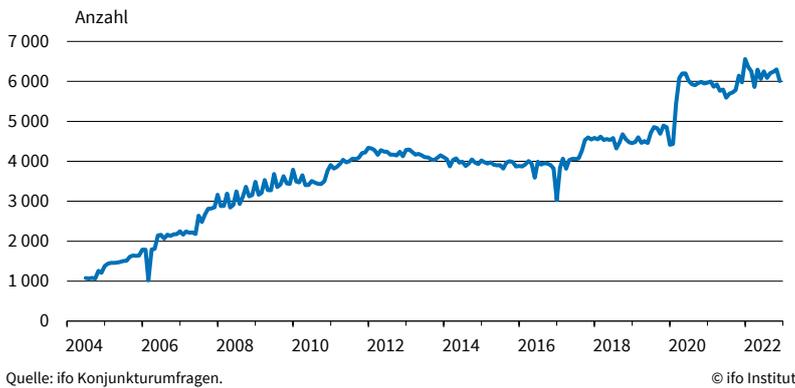
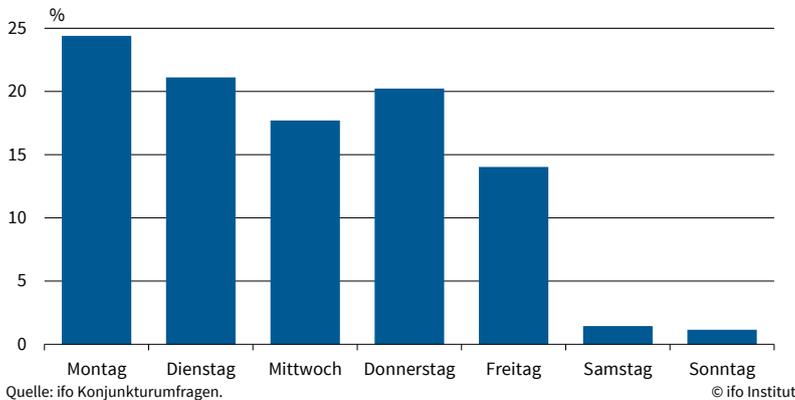


Abb. 2
Verteilung der Antworten über Wochentage



Spielraum zu ermöglichen. Freuding et al. (2023) liefern einige Hinweise, was die Unternehmen bei der Beantwortung der Fragen berücksichtigen.

Der Tag der Online-Umfrageteilnahme wird seit Juli 2004 erfasst. Seitdem hat sich der entsprechende Anteil der Unternehmen von 40% im Jahr 2004 auf 80% Ende 2022 erhöht. Für Firmen, die per Papier teilnehmen, wird erst seit Anfang 2020 nach dem genauen Ausfülldatum gefragt. Auslöser für die Abfrage auch auf dem Papierfragebogen war die Corona-Pandemie (Buchheim et al. 2022). Abbildung 1 zeigt die Anzahl an Firmen, für die ein Teilnahmedatum vorliegt. Von zunächst ungefähr 1 000 Unternehmen im Jahr 2004 stieg die Anzahl auf mehr als 6 000 Unternehmen im Jahr 2022. Die Erfassung des Datums auf dem Papierfragebogen im Jahr 2020 ist deutlich erkennbar. In Abbildung 2 ist zu sehen, an welchem Wochentag die Unternehmen den Fragebogen ausfüllen. In ca. 25% der Fälle ist dies der Montag, gefolgt von Dienstag und Donnerstag mit jeweils ungefähr 20%. Am Samstag und Sonntag werden die Fragebögen im Vergleich zu den restlichen Wochentagen deutlich seltener ausgefüllt.

METHODISCHES VORGEHEN

Zur Identifikation eines Wochentageffekts werden Regressionsverfahren verwendet. Die abhängigen Va-

riable sind dabei jeweils die Geschäftslage, die Geschäftserwartungen sowie die Unsicherheit. Als erklärende Variablen fungieren der jeweilige Wochentag und die Teilnahmeart (Online oder Papier). Außerdem werden Variablen, die die Woche, den Monat, die Branche sowie die Größenklasse des Unternehmens abbilden, berücksichtigt. Diese Aspekte kontrollieren für mögliche aggregierte Konjunkturreffekte sowie mögliche Einflüsse individueller Branchenentwicklungen.

Aus methodischen Gründen wird die jeweilige abhängige Variable in eine sogenannte Dummyvariable umgewandelt. Hierbei wird die Geschäftslage gleich 1 gesetzt, wenn das Unternehmen *gut* angekreuzt hat. Eine 0 wird entsprechend für *befriedigend* oder *schlecht* verwendet. Bei den Geschäftserwartungen wird der Wert 1 für *besser* und 0 für *gleichbleibend* oder *schlechter* zugewiesen. Die Verwendung von Dummyvariablen erlaubt es später, die Ergebnisse als Wahrscheinlichkeiten zu interpretieren.¹ Die Wochentage sind als Dummyvariable kodiert, wobei der Dienstag als Referenztag dient.²

Neben der gesamten Stichprobe werden auch Ergebnisse für die drei Wirtschaftssektoren Industrie, Dienstleister und Handel ausgewiesen.³ Darüber hinaus werden Beobachtungen ab 2020 genauer betrachtet, da dieser Zeitraum aufgrund der Corona-Pandemie und des Kriegs in der Ukraine eine recht turbulente Phase des Konjunkturzyklus darstellt.

Zusätzlich wird der Wochentageffekt hinsichtlich der Unsicherheit der Unternehmen untersucht. In der ifo Konjunkturumfrage können die Teilnehmenden angeben, ob ihnen die Prognose ihrer Geschäftsentwicklung *leicht*, *eher leicht*, *eher schwer* oder *schwer* fällt. Wie Geschäftslage und -erwartungen, wird auch die Unsicherheit als Dummyvariable mit den Ausprägungen *hoch* und *gering* behandelt. Dabei wird den Antwortoptionen *eher schwer* und *schwer* eine 1 und den Antwortoptionen *eher leicht* und *leicht* eine 0 zugewiesen. Die Unsicherheitsfrage ist erst seit 2019 Bestandteil des Fragebogens, weshalb eine partielle Betrachtung der Beobachtungen ab 2020 hier keinen Mehrwert liefert. Schließlich wird der Einfluss der Firmengröße auf den Wochentageffekt untersucht. Dafür wird der Datensatz in Firmen mit weniger als 50 und mehr als 1 000 Beschäftigte unterteilt und die Höhe des Wochentageffekts in der jeweiligen Gruppe analysiert.

MONTAGS PESSIMISTISCHER – AM ENDE DER WOCHES OPTIMISTISCHER

Tabelle 1 und 2 zeigen die Hauptergebnisse und dokumentieren die Wahrscheinlichkeiten und ihre statis-

¹ Die Ergebnisse bleiben qualitativ die gleichen, wenn ein ordinales Regressionsmodell verwendet oder ein Dummy für negative Antworten definiert wird.

² Die Ergebnisse bleiben qualitativ die gleichen, wenn der Mittwoch statt des Dienstags als Referenztag verwendet wird.

³ Wir schließen das Baugewerbe aus unserer Stichprobe aus, da in diesem Sektor Mehrfachnennungen bei den Stimmungsfragen möglich sind. Diese treten auf, wenn ein Unternehmen verschiedene Gewerke wie zum Beispiel Straßen- oder Gewerbebau anbietet.

tische Signifikanz.⁴ Ein positiver Wert impliziert eine steigende Wahrscheinlichkeit, dass ein Unternehmen die aktuelle Lage positiv einschätzt, die Erwartungen optimistisch bewertet oder die Unsicherheit steigt. Ein negativer Wert bedeutet jeweils das Eintreten des Gegenereignisses.

Für den Montag kann sowohl für die Geschäftslage als auch die Geschäftserwartungen ein kleiner statistisch signifikanter Effekt festgestellt werden. Die Wahrscheinlichkeit, dass die Geschäftslage als *gut* bewertet wird, sinkt um 2,1%, wenn der Fragebogen am Montag statt am Dienstag, dem Referenztag, ausgefüllt wird. Zudem sinkt die Wahrscheinlichkeit um 3,8%, dass Befragte *bessere* Geschäftserwartungen angeben. Dieser Effekt kehrt sich am Freitag um, wo die Wahrscheinlichkeit, eine *bessere* Antwort zu bekommen um 2,8% steigt. Folglich sind die Wahrscheinlichkeiten höher, dass Unternehmen bezüglich der zukünftigen Geschäftslage am Anfang der Woche weniger optimistisch und am Ende der Woche optimistischer sind. Hinsichtlich der aktuellen Geschäftslage finden wir am Freitag keinen signifikanten Effekt. Dies ändert sich hingegen am Samstag und Sonntag. Hier steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Unternehmen die aktuelle Lage als *gut* bewerten um 8,2% beziehungsweise 7,5%.

Für die einzelnen Sektoren ist erkennbar, dass die Effekte hauptsächlich von den Dienstleistungen getrieben werden. Außerdem haben sich seit 2020

einige der Effekte verstärkt. Für diesen Zeitraum ist ein erhöhter negativer Effekt für die Geschäftslage am Montag zu erkennen. Zudem vergrößert sich der positive Effekt auf die Geschäftserwartungen am Ende der Woche. Die Unternehmensgröße betreffend, wird ersichtlich, dass sich für Unternehmen mit weniger als 50 Beschäftigten der positive Effekt am Montag und der negative Effekt am Freitag sowohl für die Geschäftslage als auch für die Geschäftserwartungen verstärkt. Es ist zu beobachten, dass sich die Wahrscheinlichkeit auf eine *bessere* Antwort am Montag hinsichtlich der Geschäftserwartungen um 5,5% verringert, während sie am Freitag um 3,6% steigt. Für die Einschätzung der aktuellen Geschäftssituation als *gut* sinkt die Wahrscheinlichkeit um 3,2% am Montag und erhöht sich um 8,7% am Samstag. Für Firmen mit mehr als 1 000 Beschäftigten hingegen finden wir weder für die Geschäftslage noch für die Geschäftserwartungen einen signifikanten Effekt.

Die Ergebnisse bezüglich der Unsicherheit der Firmen werden in Tabelle 3 aufgeführt. Mit einer um 6,9% höheren Wahrscheinlichkeit nehmen die Unternehmen ihre Geschäftsentwicklung am Montag als unsicher wahr. Dies ist der größte Effekt im Vergleich zu allen anderen Tagen der Woche. Umgekehrt sinkt die Wahrscheinlichkeit, dass Firmen am Samstag unsicher sind, um 12,2%. Für kleine Firmen ist der Effekt am Montag mit 5,4% etwas schwächer ausgeprägt als für die gesamte Stichprobe. Zum anderen sinkt die Wahrscheinlichkeit auf eine *höhere* Unsicherheit am Samstag für kleine Firmen bei einem Wert von 15,9% im Vergleich zu allen Beobachtungen stärker.

⁴ Die Originalergebnisse in Hennrich und Wohlrabe (2024) dokumentieren die sogenannten »Odds-Ratios« (Chancenverhältnis). Diese wurden in vorliegendem Artikel in Wahrscheinlichkeiten umgerechnet.

Tab. 1

Änderungen der Wahrscheinlichkeiten für die Auswahl »Geschäftslage: Gut« (in %)

	Gesamt	Industrie	Dienstleistung	Handel	2020 – 2022	Kleine Firmen	Große Firmen
Montag	-2,1***	-1,2	-4,8***	-1,5	-5,6***	-3,2***	3,1
Mittwoch	-1,1	0	-0,25*	0	-4,4***	-1,7	-0,30
Donnerstag	1,3	3,5***	1,0	4,7**	-1,6	1,7	3,1
Freitag	0	1,9	-0,7	2,6	-3,3 [^]	1,9	-3,7
Samstag	8,2***	18,5***	7,1	2,4	9,6**	8,7**	0,8
Sonntag	7,5**	-0,3	14,7***	8,6	8,4	15,8***	5,0

Bemerkungen: p-Wert: *** < 0,01, ** < 0,05, [^] < 0,1

Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

Tab. 2

Änderungen der Wahrscheinlichkeiten für die Auswahl »Geschäftserwartung: Besser« (in %)

	Gesamt	Industrie	Dienstleistung	Handel	2020 – 2022	Kleine Firmen	Große Firmen
Montag	-3,8***	-0,6	-6,5***	-5,2**	-3,1	-5,5***	1,3
Mittwoch	0,7	1,2	0,2	-0,4	5,8***	2,4 [^]	-7,5**
Donnerstag	1,4	2,8 [^]	-0,1	1,9	4,2**	2,3 [^]	-1,4
Freitag	2,8***	3,8**	2,1	-3,2	7,5***	3,6**	-1,6
Samstag	6,5 [^]	15,1**	-2,5	10,6	13,9***	5,7	12,1
Sonntag	1,5	0,9	-1,7	3,8	13,6**	1,1	42,9

Bemerkungen: p-Wert: *** < 0,01, ** < 0,05, [^] < 0,1

Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

Tab. 3

Änderungen der Wahrscheinlichkeiten für die Auswahl »Unsicherheit: Hoch« (in %)

	Gesamt	Industrie	Dienstleistung	Handel	Kleine Firmen	Große Firmen
Montag	6,9 ^{***}	4,1	7,8 ^{***}	6,8	5,4 ^{**}	7,5
Mittwoch	2,9 [†]	1,2	4,7 [†]	4,2	0,6	1,5
Donnerstag	3,3 [†]	1,4	2,2	3,1	-0,8	-5,3
Freitag	-0,1	-5,4 [†]	3,9	-0,9	-2,9	11,5
Samstag	-12,2 ^{***}	-13,7	-13,9 ^{**}	-9,3	-15,9 ^{***}	172,8 ^{**1}
Sonntag	-1,1	-5,8	4,5	-5,3	-7,0	3,2

Bemerkungen: p-Wert: *** < 0,01, ** < 0,05, † < 0,1.

¹ Unzureichende Zahl an Beobachtungen in diesem Segment.

Quelle: ifo Konjunkturumfragen; Berechnungen des ifo Instituts.

© ifo Institut

FAZIT

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass der Wochentag einen Einfluss auf das Antwortverhalten der Befragten in der ifo Konjunkturumfrage hat. Es lässt sich feststellen, dass die Wahrscheinlichkeit auf eine gute Einschätzung der Geschäftslage am Montag (am Ende der Woche) geringer (höher) ist. Die Wahrscheinlichkeit auf optimistische Geschäftserwartungen ist am Montag (am Freitag) geringer (höher). Die Effekte werden vor allem vom Dienstleistungssektor getrieben und sind für Daten ab 2020 etwas stärker ausgeprägt als für die gesamte Stichprobe. Die Wahrscheinlichkeit, dass Firmen ihre Zukunft als unsicher ansehen, steigt am Montag und sinkt am Samstag. Der Wochentageffekt ist vor allem von Firmen mit weniger als 50 Beschäftigten getrieben, während bei Unternehmen mit mehr als 1 000 Beschäftigten kein signifikanter Effekt zu erkennen ist. Wenn auch statistisch signifikant, sind die Effekte aus ökonomischer Sicht eher klein. Im Hinblick auf Konjunkturumfragen ist das ein gutes Ergebnis, da starke Effekte ein Grund zur Sorge gewesen wären. Wenn das Antwortverhalten für wichtige Fragen wie zur Geschäftslage und zu den Geschäftserwartungen stark mit dem Wochentag variieren würde, hätte das eine besorgniserregende Verzerrung unserer Ergebnisse und ihrer Prognosekraft zur Folge (Lehmann 2023).

REFERENZEN

Akay, A. und P. Martinsson (2009), »Sundays are Blue: Aren't They? The Day-of-The-Week Effect on Subjective Well-Being and Socio-Economic Status«, IZA Discussion Paper 4563.

Buchheim, L., C. Krolage und S. Link (2022), »Sudden Stop: When Did Firms Anticipate the Potential Consequences of COVID-19?«, *German Economic Review* 23(1), 79–119.

Cross, F. (1973), »The Behavior of Stock Prices on Fridays and Mondays«, *Financial Analysts Journal* 29(6), 67–69.

DellaVigna, S. und J. M. Pollet (2009), »Investor Inattention and Friday Earnings Announcements«, *The Journal of Finance* 64(2), 709–749.

French, K. R. (1980), »Stock Returns and the Weekend Effect«, *Journal of Financial Economics* 8(1), 55 – 69.

Freuding, J., S. Sauer, R. Seitz und K. Wohlrabe (2023), »What is behind the ifo Business Climate? Evidence from a Meta-Survey«, mimeo.

Gibbons, M. R. und P. Hess (1981), »Day of the Week Effects and Asset Returns«, *Journal of Business* 54(4), 579–596.

Henrich, J. und K. Wohlrabe (2024), »From ›I don't like Mondays‹ to ›Friday I'm in Love‹ – Day-of-the-Week Effects in Business Surveys«, CESifo Working Paper 10750.

Lehmann, R. (2023), »The Forecasting Power of the ifo Business Survey«, *Journal of Business Cycle Research* 19(1), 43–94.

Sauer, S., M. Schasching und K. Wohlrabe (2023), *Handbook of ifo Surveys*, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung 100, München.

Sauer, S. und K. Wohlrabe (2020), *ifo Handbuch der Konjunkturumfragen*, ifo Beiträge zur Wirtschaftsforschung 88, München.

Taylor, M. P. (2005), »Tell Me Why I Don't Like Mondays: Investigating Day of the Week Effects on Job Satisfaction and Psychological Well-Being«, *Journal of the Royal Statistical Society Series A: Statistics in Society* 169(1), 127–142.

Jonas Hennrich und Daria Schaller

Unternehmensperspektiven zur 4-Tage-Woche

Spätestens seit der Corona-Pandemie erfährt der Arbeitsmarkt eine wachsende Flexibilisierung. Beschäftigte erwarten immer häufiger eine individuelle Wahl von Arbeitsort und -zeit. Letzteres wird in diesem Artikel genauer beleuchtet. Das in dieser Hinsicht aktuell am stärksten diskutierte Modell ist die 4-Tage-Woche. Dabei werden sowohl aus der Perspektive von Beschäftigten als auch aus unternehmerischer Sicht Argumente für und gegen eine Verkürzung der wöchentlichen Arbeitszeit angeführt. Immer mehr Menschen sehen sich durch ihren Beruf einer Überlastung ausgesetzt. Ein zusätzlicher freier Tag könnte hier zum Beispiel durch eine bessere Vereinbarkeit von Beruf und Familie für Entlastung sorgen. Aus unternehmerischer Sicht könnte die mit einer 4-Tage-Woche verbundene Attraktivitätssteigerung als Mittel gegen den Bewerbermangel von Vorteil sein. Demgegenüber steht die Befürchtung, dass eine Produktivitätssteigerung den Zeitverlust nicht ausgleichen kann und deshalb höhere Kosten entstehen oder mehr Personal benötigt wird.

GROSSTEIL DER ERWERBSTÄTIGEN WÜNSCHT SICH 4-TAGE-WOCHEN

Laut einer aktuellen Studie empfindet die Hälfte der Erwerbstätigen ihre Arbeit als eher stressig oder sehr stressig (Pronova BKK 2023). Der Anteil liegt damit leicht über dem Niveau von 2020 und 2022. Zudem sehen 61 % eine mäßige oder hohe Gefährdung, einen Burnout zu erleiden – elf Prozentpunkte mehr als vor der Corona-Pandemie. Die größten Stressfaktoren stellen hierbei Überstunden, Termindruck, eine ungleiche Verteilung von Arbeitslast sowie die Erwartung einer permanenten Erreichbarkeit dar. Weitere Faktoren sind Schichtarbeit, aber auch die schlechte Vereinbarkeit von Beruf und Familie oder die Pflege von Angehörigen. Aus Arbeitnehmersicht spricht dies für die Einführung einer 4-Tage-Woche. Passend dazu wünschen sich 81 % der Vollzeitbeschäftigten eine 4-Tage-Woche (Hans-Böckler-Stiftung 2023). Gleichzeitig ist zu beobachten, dass die Bindung der Erwerbstätigen zu ihrem Arbeitgeber sinkt und sich auf dem niedrigsten Wert seit 2012 befindet (Gallup 2024). Zudem zeigt die Studie von Pronova, dass jüngere Beschäftigte überdurchschnittlich häufig den Arbeitgeber wechseln. Gleichzeitig kennen 45 % der Befragten Beschäftigte, die bereits einer inneren Kündigung oder einem *Quiet Quitting*¹ verfallen sind, oder wa-

¹ Arbeitnehmende erbringen nur einen minimalen Arbeitseinsatz und verrichten weder Überstunden noch Extra-Arbeit.

IN KÜRZE

Das ifo Institut befragt im Auftrag von Randstad Deutschland quartalsweise deutsche HR-Abteilungen zu personalpolitisch relevanten Themen. In jedem Quartal werden in wechselnden Sonderfragen aktuelle arbeitsmarktrelevante Fragestellungen untersucht. Das aktuelle Thema befasste sich mit der möglichen Einführung sowie den Auswirkungen einer 4-Tage-Woche und damit verbundenen Vorteilen sowie Bedenken aus Sicht der Unternehmen. Auch mögliche gegenseitige Wechselwirkungen mit dem Arbeits- und Fachkräftemangel wurden abgefragt. Eng verknüpft sind diese Themen auch deshalb, weil eine 4-Tage-Woche dafür sorgen kann, dass Unternehmen wettbewerbsfähiger werden und ihre Attraktivität für Fachkräfte erhöhen.

ren selbst an diesem Punkt angelangt. Gründe dafür sind vor allem Überlastung, zu geringe Bezahlung, fehlende Wertschätzung oder belastende Arbeitszeiten. Sowohl die Bindung an den Arbeitgeber als auch die eigene Motivation scheinen geringer zu werden. Diese Aspekte sprechen dafür, dass die 4-Tage-Woche auch aus Unternehmenssicht ein interessantes Modell sein könnte – nicht zuletzt um sich als Arbeitgeber attraktiver zu machen und seine Beschäftigten an sich zu binden. Dies dürfte vor dem Hintergrund des Arbeits- und Fachkräftemangels immer wichtiger werden (Pronova BKK 2023).

Dennoch ist die Diskussion um die 4-Tage-Woche kontrovers. Argumente wie zufriedener Beschäftigte, eine Steigerung der Produktivität und eine Erhöhung der Flexibilität und somit dem Wohlbefinden der Beschäftigten stehen der Befürchtung eines höheren Kostenaufwands, mehr benötigtem Personal sowie einer Ungleichbehandlung der Beschäftigten gegenüber.

Um Erkenntnisse aus der Praxis zu gewinnen, gibt es bereits Pilotstudien, die eine 4-Tage-Woche in Unternehmen testen. Hier ist zu beachten, dass sich als Testunternehmen typischerweise solche Unternehmen bereit erklären, die der 4-Tage-Woche eher positiv gegenüberstehen, was einen Einfluss auf die Ergebnisse haben könnte. In Großbritannien wurde eine Pilotstudie von Juni bis Dezember 2022 durchgeführt. Die Einführung einer 4-Tage-Woche wurde von 61 Unternehmen aus verschiedenen Sektoren und Größen getestet, wobei jedes Unternehmen individuelle Modelle entwickelte, um den spezifischen Anfor-

derungen gerecht zu werden. Der Versuch zeigte, dass 92 % der teilnehmenden Unternehmen die 4-Tage-Woche fortgesetzt und zahlreiche positive Effekte auf das Wohlbefinden der Beschäftigten festgestellt haben, darunter weniger Stress und Burnout sowie eine bessere Work-Life-Balance. Die Beschäftigten konnten Arbeit und familiäre sowie soziale Verpflichtungen besser vereinbaren. Auch aus unternehmerischer Sicht zeigten sich positive Effekte, wie stabile bis leicht steigende Umsätze und eine deutlich reduzierte Fluktuationsrate. Insgesamt deutet die Studie darauf hin, dass die 4-Tage-Woche nicht nur die Lebensqualität der Beschäftigten verbessert, sondern auch ein wirksames Mittel gegen den Arbeits- und Fachkräftemangel sein könnte (Autonomy 2023). Eine ähnliche Studie in Deutschland läuft seit dem 1. Februar 2024 und wird im Oktober 2024 Ergebnisse liefern.

Die folgende Analyse zeigt die Arbeitgebersicht auf die 4-Tage-Woche. Diese wurden gefragt, ob die 4-Tage-Woche bereits im Einsatz oder geplant ist. Außerdem wurde abgefragt, welche positiven Effekte sich Unternehmen von dieser erwarten und welche Bedenken sie diesbezüglich haben. Im zweiten Teil werden die Wechselwirkungen mit dem Arbeits- und Fachkräftemangel untersucht.

4-TAGE-WOCHEN NUR BEI WENIGEN FIRMEN IM EINSATZ

Etwas mehr als 11 % der Betriebe geben an, dass eine 4-Tage-Woche bei ihnen bereits im Einsatz ist. Nur 2 % planen eine Einführung. Während in knapp einem Fünftel der Firmen über eine Einführung diskutiert wird, geben etwa 38 % und damit der größte Anteil der Unternehmen an, dass eine 4-Tage-Woche für sie kein Thema sei. Bei etwas weniger als einem Drittel der Betriebe ist eine 4-Tage-Woche nicht möglich. Ein Blick auf die verschiedenen Größenklassen zeigt, dass eine 4-Tage-Woche bei kleinen Unternehmen etwas häufiger als bei Großunternehmen ist (vgl. Abb. 1). 14 % der Betriebe mit weniger als 50 Angestellten geben an, dass das Modell bei ihnen zum Einsatz kommt. Bei Großunternehmen mit mehr als 500 Beschäftigten sind es nur etwa 7 %. Die größte Gruppe an Unternehmen, für die eine 4-Tage-Woche kein Thema ist, sind mit ca. 45 % mittelgroße Unternehmen mit 250 bis 499 Beschäftigten. Am häufigsten diskutiert wird die Einführung einer verkürzten Arbeitswoche bei Großunternehmen (31 %). Im Branchenvergleich ist mit 44 % eine 4-Tage-Woche vor allem in der Industrie kein Thema. Nicht möglich ist das Modell am häufigsten bei Handelsunternehmen (40 %). Der Anteil der Betriebe, bei denen eine 4-Tage-Woche bereits im Einsatz ist, ist über die Branchen hinweg ungefähr gleichverteilt.

In der Öffentlichkeit werden verschiedene Modelle einer 4-Tage-Woche diskutiert. Eine Stundenreduktion kann bei gleichem Gehalt oder bei weniger Gehalt erfolgen. Letzteres ähnelt klassischen Teilzeitmodellen. Außerdem wird auch diskutiert, Vollzeitstellen bei gleichbleibendem Arbeitspensum und Lohn auf vier anstatt auf fünf Tage zu reduzieren. Dieses Modell ist beispielsweise in Belgien bereits im Einsatz.

In unserer Befragung geben knapp die Hälfte der Betriebe, die eine 4-Tage-Woche bereits im Einsatz oder geplant haben, eine Stundenreduktion bei weniger Gehalt an. 43 % meldeten, Vollzeitstellen auf vier, anstatt auf fünf Tage aufzuteilen. Nur etwa ein Zehntel der Firmen reduziert die Stunden bei gleichem Gehalt. Im Größenklassenvergleich war dieses Modell am häufigsten bei kleinen Betrieben bis zu 49 Beschäftigten zu finden (vgl. Abb. 2). Für eine Stundenreduktion bei weniger Gehalt sprachen sich mit 79 % am häufigsten die Betriebe mit einer Mitarbeiteranzahl von 250 bis 499 Beschäftigten aus. Der Branchenvergleich zeigt, dass Handelsunternehmen häufiger als andere dazu bereit sind, eine Stundenreduktion bei gleichem Gehalt anzubieten (19 %). Eine Aufteilung von Vollzeit auf vier anstatt auf fünf Tage können sich mit 51 % am häufigsten Dienstleistungsunternehmen vorstellen.

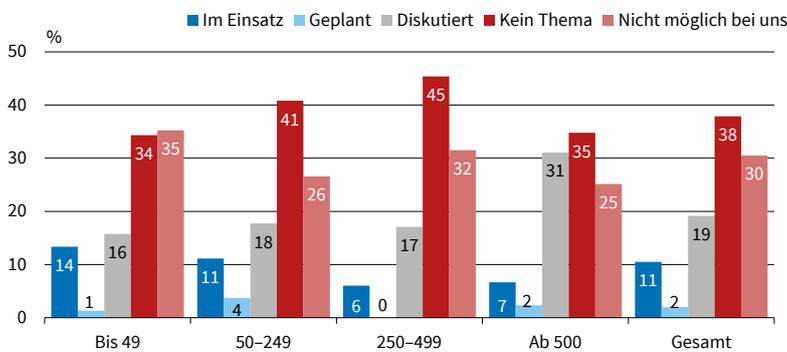
EIN DRITTEL DER UNTERNEHMEN ERWARTET KEINE POSITIVEN EFFEKTE

Wenngleich die 4-Tage-Woche bisher nur vereinzelt im Einsatz ist, werden ihre positiven Effekte breit disku-

Abb. 1

Wie steht Ihr Unternehmen ganz allgemein zu einer 4-Tage-Woche?

Gewichtete Anteile in %, nach Unternehmensgröße (Anzahl der Beschäftigten)



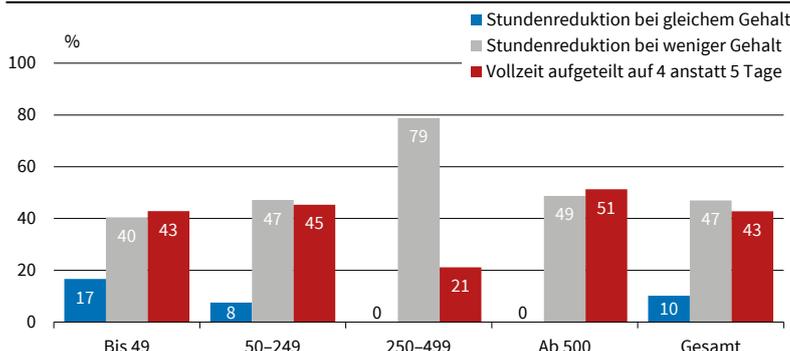
Quelle: Randstad-ifo-Personalleiterbefragung, 2024Q2.

© ifo Institut

Abb. 2

Welche Form der 4-Tage-Woche nutzen Sie / planen Sie zu nutzen?

Gewichtete Anteile in %, nach Unternehmensgröße (Anzahl der Beschäftigten)



Quelle: Randstad-ifo-Personalleiterbefragung, 2024Q2.

© ifo Institut

tiert. Aus Sicht der Arbeitgeber soll sie vor allem die Attraktivität des Unternehmens erhöhen. In unserer Untersuchung verspricht sich allerdings der größte Teil der Betriebe (37%) keine positiven Effekte durch eine verkürzte Arbeitswoche (vgl. Abb. 3). Etwas weniger Betriebe (35%) erwarten jedoch Vorteile aufgrund einer erhöhten Mitarbeiterbindung. Auch die höhere Motivation von Beschäftigten wird mit einem Anteil von 32% oft genannt. Zudem erwarten 26% der Unternehmen weniger Fehltag durch eine bessere Work-Life-Balance und ebenfalls 26% erhoffen sich mehr Bewerbende. Im Größenklassenvergleich zeigt sich, dass sich am häufigsten kleine Unternehmen mit weniger als 50 Beschäftigten (42%) keine positiven Effekte einer 4-Tage-Woche versprechen. Hoffnung auf mehr Bewerbende machen sich mit 45% vor allem Großunternehmen ab 500 Beschäftigten. In dieser Unternehmensgruppe wird die Erwartung einer stärkeren Mitarbeiterbindung und die höhere Motivation der Beschäftigten am häufigsten genannt. Hinsichtlich der verschiedenen Branchen sind die Antworten recht gleichmäßig verteilt. Mehr Bewerbende verspricht sich vor allem die Industrie (31%). Zusätzlich erhofft sie sich mit 12% am häufigsten eine höhere Produktivität bzw. Effizienzsteigerung. Als weiterer positiver Effekt wurde die Reduzierung der Fahrten zur Arbeit und die damit einhergehende Zeitersparnis sowie Emissionsreduzierung genannt.²

UNTERNEHMEN BEFÜRCHTEN HÖHEREN PERSONAL- UND ORGANISATIONSAUFWAND

Sowohl aus betriebswirtschaftlicher als auch aus volkswirtschaftlicher Sicht stehen den positiven Effekten einer 4-Tage-Woche auch Bedenken gegenüber. Dabei melden die Unternehmen in der aktuellen HR-Befragung am häufigsten, dass mit ihr mehr Personal nötig wäre (vgl. Abb. 4). Knapp über die Hälfte der Betriebe geben zudem den hohen Organisationsaufwand an. 40% fürchten einen gesamtwirtschaftlichen Wohlstandsverlust. Nur 3% der Betriebe haben hinsichtlich einer 4-Tage-Woche keine Bedenken. Beim Vergleich der einzelnen Branchen wird ersichtlich, dass mit 62% vor allem Industrieunternehmen den hohen Organisationsaufwand als Schwierigkeit sehen. Auch wird das Kostenrisiko bzw. ein sinkender Output in der Industrie am häufigsten genannt (43%). Hinsichtlich der verschiedenen Unternehmensgrößen ist zu erkennen, dass ein hoher Organisationsaufwand mit 41% am seltensten bei kleinen Unternehmen mit weniger als 50 Beschäftigten genannt wird. Bei den Großunternehmen ab 500 Beschäftigten geben über zwei Drittel diesen Punkt als Problem an. Auch nennen Großunternehmen häufiger Bedenken bezüglich des Kostenrisikos bzw. des sinkenden Outputs. Im Vergleich sehen weniger kleine Unternehmen im höheren Personalaufwand ein Problem. Die Ungleichbehand-

² Dies wurde über ein Freitextfeld ermittelt.

lung verschiedener Berufsgruppen stellt für die Unternehmen ein weiteres Problem dar.³ Berufsgruppen, die beispielsweise Kundenkontakt haben, müssen für ihre Kund*innen häufiger erreichbar sein und können nicht einfach auf eine 4-Tage-Woche umstellen.

ARBEITS- UND FACHKRÄFTEMANGEL BEEINFLUSST ENTSCHEIDUNG FÜR ODER GEGEN EINE 4-TAGE-WOCH

Die Themen der 4-Tage-Woche und des Arbeits- und Fachkräftemangels sind eng miteinander verbunden und von großer Relevanz. Die Diskussion über die Auswirkung einer 4-Tage-Woche auf den Arbeits- und Fachkräftemangel ist dabei ambivalent. Eine 4-Tage-Woche könnte die Attraktivität von Arbeitsplätzen erhöhen, die Mitarbeiterzufriedenheit steigern und somit die Bindung von Beschäftigten verbessern. Dies könnte besonders in Branchen mit hohem Fachkräftemangel von Vorteil sein, da Unternehmen so möglicherweise besser in der Lage sind, qualifizierte Beschäftigte zu halten oder neue anzuziehen. Gleichzeitig werden in manchen Branchen durch eine 4-Tage-Woche mehr Beschäftigte benötigt, was wiederum dazu führen könnte, dass Unternehmen dem Arbeits- und Fachkräftemangel stärker ausgeliefert sind.

³ Dies wurde über ein Freitextfeld ermittelt.

Abb. 3

Welche positiven Effekte erwarten Sie von einer 4-Tage-Woche?
Gewichtete Anteile in %, Mehrfachnennungen

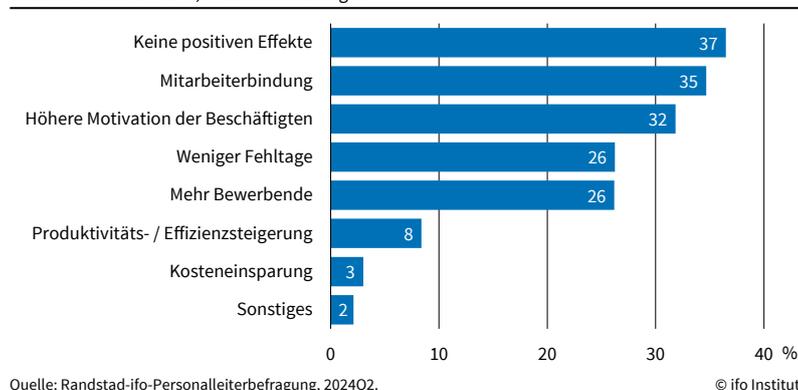
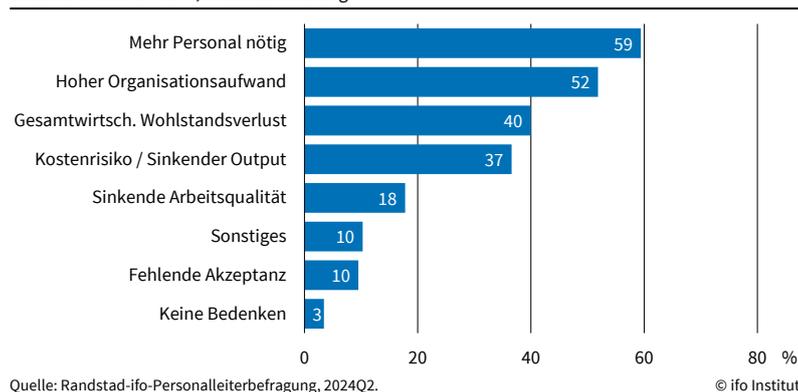


Abb. 4

Bedenken hinsichtlich einer 4-Tage-Woche
Gewichtete Anteile in %, Mehrfachnennung



Die nächste Frage zielte deshalb darauf ab, ob sich Unternehmen durch die Problematik des Arbeits- und Fachkräftemangels in ihrer Entscheidung über eine mögliche 4-Tage-Woche beeinflusst fühlen. 42% der Teilnehmenden verneinten dies. Knapp ein Drittel berichtete jedoch, dass dies für sie gegen eine Einführung spricht. Weitere 16% werden dahingehend beeinflusst, dadurch eher eine 4-Tage-Woche einzuführen. Im Größenklassenvergleich zeigt sich, dass sich kleine Unternehmen durch den Arbeits- und Fachkräftemangel weniger in ihrer Entscheidung, eine 4-Tage-Woche einzuführen, beeinflussen lassen (vgl. Abb. 5). Die Hälfte der Unternehmen unter 50 Beschäftigten gab an, dass dies keinen Einfluss habe. Bei Unternehmen ab 500 Beschäftigten waren es 31%, bei Unternehmen mit 250 bis 499 Beschäftigten 36%. In Großunternehmen spricht der Arbeits- und Fachkräftemangel für 42% gegen eine Einführung der 4-Tage-Woche, in Kleinstunternehmen nur für 24%. Im Branchenvergleich sticht der Handel heraus. Hier fühlt sich die Hälfte der Unternehmen (52%) nicht beeinflusst, während es in der Industrie 37% und im Dienstleistungssektor 41% sind. In allen Branchen ist häufiger eine Beeinflussung hin zu keiner Einführung zu beobachten.

VERSCHLECHTERUNG DES ARBEITS- UND FACHKRÄFTEMANGELS DURCH 4-TAGE-WOCHE?

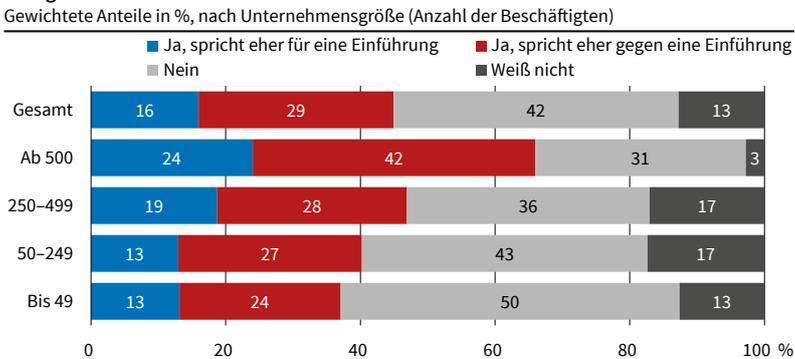
Da die eben beschriebene Beeinflussung wechselseitig ist, interessiert auch, ob die Unternehmen davon ausgehen, dass eine 4-Tage-Woche Einfluss auf den Arbeits- und Fachkräftemangel haben könnte und sich dieser dadurch verschärfen oder vermindern könnte. Insgesamt würde sich die Mehrheit der Befragten (61%) dem Fachkräftemangel noch stärker ausgeliefert sehen. 23% glauben, dass die positiven Aspekte, nämlich die Attraktivität für Bewerbende, überwiegen. Weitere 16% glauben an keine Auswirkungen. Im Branchenvergleich fällt auf, dass in der Industrie deutlich mehr Teilnehmende an eine Verschlechterung der Situation glauben (67%) als im Handel – hier ist es nur jedes zweite Unternehmen – aber auch als im Dienstleistungssektor (61%) (vgl. Abb. 6). Zudem rechnen die Betriebe im Handel und im Dienstleistungssektor häufiger damit, dass der Arbeits- und Fachkräftemangel keine Auswirkungen hat (jeweils 17%) als Betriebe in der Industrie (13%). Der Größenklassenvergleich zeigt, dass kleinere Unternehmen deutlich seltener mit einer Auswirkung rechnen als große Unternehmen.

FAZIT UND AUSBLICK

Der vorliegende Artikel beleuchtete anhand der Ergebnisse der Randstad-ifo-Personalleiterbefragung des zweiten Quartals 2024 die Einstellung der Unternehmen zu einer 4-Tage-Woche. Dabei untersuchten wir, wie die Betriebe im Allgemeinen zu einer 4-Tage-Woche stehen und welche positiven Effekte sie erwarten beziehungsweise welche Bedenken sie haben. Zudem betrachteten wir, ob der Arbeits- und Fachkräftemangel die Unternehmen in ihrer Entscheidung für oder gegen eine 4-Tage-Woche beeinflusst und welche Auswirkungen die Betriebe von einer verkürzten Arbeitswoche auf den Arbeits- und Fachkräftemangel erwarten. Bisher kommt eine 4-Tage-Woche nur bei wenigen Unternehmen zum Einsatz. Etwas mehr als ein Drittel der Betriebe erwartet keine positiven Effekte, nur ein etwas geringerer Anteil sieht jedoch einen Vorteil durch eine stärkere Mitarbeiterbindung. Mehr als die Hälfte der Firmen befürchtet einen höheren Personal- und Organisationsaufwand. Der Arbeits- und Fachkräftemangel ist nur für wenige Unternehmen ein Grund, eine 4-Tage-Woche abzulehnen, allerdings erwartet über die Hälfte der Betriebe durch eine verkürzte Arbeitswoche eine Verschärfung der Problematik.

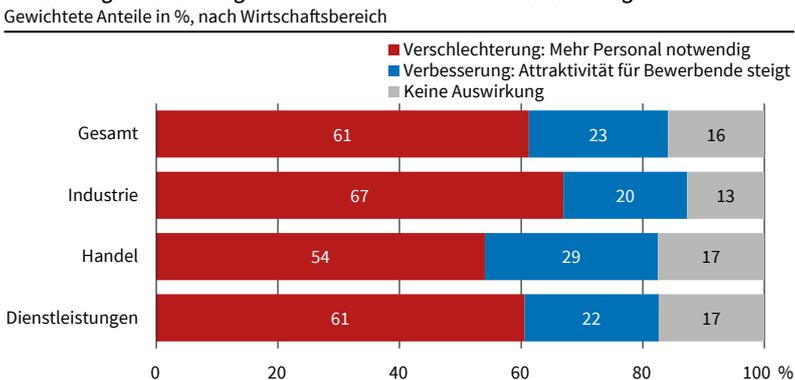
Themen wie die Flexibilisierung des Arbeitsmarktes, berufliche Überbelastung und der Arbeits- und Fachkräftemangel dürften einen langfristigen Einfluss auf den deutschen Arbeitsmarkt und somit die deutsche Wirtschaft haben. Die 4-Tage-Woche berührt diese Gebiete, weshalb die Diskussion um eine mögliche Einführung in nächster Zeit wohl kaum abflachen

Abb. 5
Möglicher Einfluss des Arbeits- und Fachkräftemangels auf die Einführung einer 4-Tage-Woche



Quelle: Randstad-ifo-Personalleiterbefragung, 2024Q2. © ifo Institut

Abb. 6
Auswirkungen einer 4-Tage-Woche auf Arbeits- und Fachkräftemangel



Quelle: Randstad-ifo-Personalleiterbefragung, 2024Q2. © ifo Institut

wird. Spannend wird sein, ob das deutsche Pilotprojekt ähnliche Ergebnisse liefert wie das in Großbritannien und wie darauf reagiert wird.

REFERENZEN

Autonomy (2023), »The Results Are In: The Uk's Four-Day Week Pilot«, verfügbar unter: <https://autonomy.work/portfolio/uk4dwpilotresults/>, aufgerufen am 26. Juni 2024.

Gallup (2024), *Gallup Engagement Index Deutschland 2023*, Hamburg, verfügbar unter: <https://www.gallup.com/de/472028/bericht-zum-engagement-index-deutschland-2023.aspx>, aufgerufen am 21. Juni 2024.

Hans-Böckler-Stiftung (2023), »Rund 81 Prozent der Vollzeitbeschäftigten wollen Vier-Tage-Woche, große Mehrheit wünscht sich Lohnausgleich«, Pressemitteilung, 8. Mai 2023, verfügbar unter: <https://www.boeckler.de/de/pressemitteilungen-2675-rund-81-prozent-der-vollzeitbeschaeftigten-wollen-vier-tage-woche-49242.htm>, aufgerufen am 21. Juni 2024.

Pronova BKK (2023), *Arbeiten 2023. Ergebnisse einer Befragung von Arbeitnehmer*innen*, Ludwigshafen, verfügbar unter: <https://www.pronovabkk.de/unternehmen/presse/studien/arbeiten-2023.html>, aufgerufen am 21. Juni 2024.

Niklas Potrafke, Marcel Schleppe, Ramona Schmid und Gesa Woyke

Geopolitik und Handel: Experteneinschätzungen zu den Abhängigkeiten von China

IN KÜRZE

Das 47. Ökonomenpanel von ifo und FAZ widmet sich den Handelsbeziehungen mit der Volksrepublik China. China wird von Ökonominen und Ökonomen an deutschen Universitäten zeitgleich als Partner, wirtschaftlicher Konkurrent, systemischer Rivale und geopolitische Widersacher wahrgenommen. Die Ökonominen und Ökonomen sehen im internationalen Handel hohe Abhängigkeiten Deutschlands und der EU von China. Das Risiko, dass die chinesische Regierung wirtschaftliche Abhängigkeiten zur Durchsetzung ihrer (außen-)politischen Interessen gegenüber Deutschland einsetzen wird, schätzen die Teilnehmenden des Ökonomenpanels mittelfristig als hoch und langfristig als sehr hoch ein. Vor diesem Hintergrund sieht eine Mehrheit De-Risking als angebrachte Leitlinie für Deutschland im Umgang mit China. Hinsichtlich der Ausgleichszölle für in China gefertigte E-Autos ergibt sich kein einheitliches Bild. Für ein Drittel der Teilnehmenden sind die Ausgleichszölle genau passend, während sich ein Drittel gegen Ausgleichszölle ausspricht. 60 % der Ökonominen und Ökonomen sehen keinen Bedarf, dass die EU auf chinesische Subventionen in »Zukunftsinvestitionen« mit eigenen Subventionen antworten sollte.

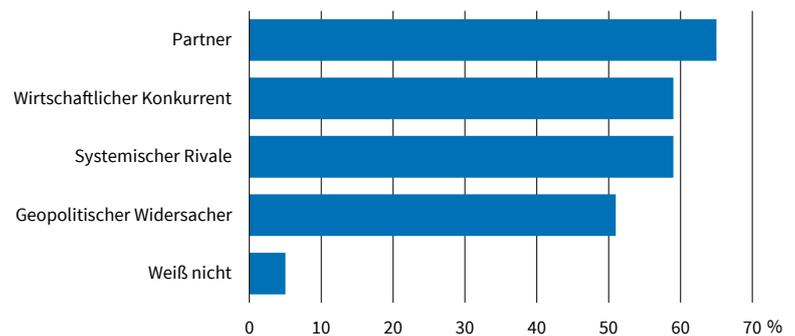
ische Kommission 2024). Diese Subventionen führen zu Wettbewerbsverzerrungen zulasten europäischer Hersteller. Deswegen hat die Europäische Kommission Ausgleichszölle je nach Hersteller zwischen 17% und 38% zum 4. Juli 2024 eingeführt. Diesen Handelsstreit haben wir kurz vor Einführung der Ausgleichszölle im 47. Ökonomenpanel von ifo und FAZ zum Anlass genommen, VWL-Professorinnen und VWL-Professoren an deutschen Universitäten nach ihrer Einschätzung zu den Handelsbeziehungen mit der Volksrepublik China zu befragen. An der Umfrage im Zeitraum vom 25. Juni bis zum 2. Juli 2024 nahmen 162 Ökonominen und Ökonomen teil.

CHINA: PARTNER, KONKURRENT, RIVALE UND WIDERSACHER

65 % der VWL-Professorinnen und VWL-Professoren sehen in China einen Partner (vgl. Abb. 1). Sie betonen vor allem die starken wirtschaftlichen Verflechtungen und Handelsbeziehungen sowie die daraus resultierenden und bereits heute bestehenden Abhängigkeiten. Gleichzeitig geben mit 59 % fast genauso viele der Teilnehmenden an, dass China ein wirtschaftlicher Konkurrent sei, der einen aktiven Verdrängungswettbewerb in verschiedensten Wirtschaftssektoren betreibe. In bestimmten Bereichen, wie z. B. der E-Mobilität, habe China technologisch aufgeholt oder sei deutschen Unternehmen bereits überlegen. Es wird betont, dass China in den Industriezweigen verstärkt konkurrenzfähig sei, in denen Deutschland traditionell führend war. Eine zunehmend höherwertige Wertschöpfung sowie starke Forschungs- und Entwicklungstätigkeiten in China werden anerkannt. In diesem Zusammenhang wird vermehrt auf die systematische Unterstützung von Schlüsselindustrien durch Subventionen der chinesischen Regierung hingewiesen. Für mehr als die Hälfte der VWL-Professorinnen und VWL-Professoren (59 %) ist die Volksrepublik China ein systemischer Rivale. Sie weisen darauf hin, dass sich China und Deutschland von grundsätzlich unterschiedlichen gesellschaftlichen, politischen und wirtschaftlichen Systemvorstellungen leiten lassen. Zudem sehen 51 % der Ökonominen und Ökonomen in China sogar einen geopolitischen Widersacher. Sie begründen das mit der chinesischen Unterstützung für Russland im Krieg gegen die Ukraine, den aggressiven geopoliti-

Umfangreiche Untersuchungen der Europäischen Kommission haben gezeigt, dass chinesische Automobilhersteller entlang der Wertschöpfungskette von hohen staatlichen Subventionen profitieren (Europä-

Abb. 1
Rolle Chinas für Deutschland
 Für die Bundesrepublik Deutschland ist die Volksrepublik China ein ... [Mehrfachnennungen möglich]



Quelle: Ökonomenpanel Juli 2024.

© ifo Institut

schen Absichten zum Beispiel gegenüber Taiwan, dem Paktieren mit international isolierten Diktaturen wie Nordkorea und Iran sowie dem Streben nach einer Destabilisierung des Westens. Etwa 5 % antworteten mit »Weiß nicht«. Mehrfachnennungen waren möglich.

ABHÄNGIGKEITSVERHÄLTNISSE UND (AUSSEN-)POLITISCHE INTERESSEN

Bei den aktuellen Handelsbeziehungen ergeben sich verschiedene Abhängigkeitsverhältnisse (vgl. Abb. 2). Mit Blick auf die Handelsbeziehungen bewerten 88 % der Ökonominen und Ökonomen Deutschland als sehr hoch oder hoch abhängig von China. Zwar ergibt sich für die Abhängigkeiten der EU von China ein ähnliches Bild, aber mit lediglich 63 % für sehr hoch oder hoch werden sie als weniger stark ausgeprägt bewertet. Zudem schätzen 34 % der Teilnehmenden das Abhängigkeitsverhältnis der EU von China als mittel ein. Für die Ökonominen und Ökonomen bestehen die Abhängigkeiten bei den Handelsverhältnissen primär einseitig. Die Abhängigkeit Chinas von Deutschland bzw. der EU bewerten nur 13 % bzw. 29 % als sehr hoch oder hoch. Etwa die Hälfte stuft das Abhängigkeitsverhältnis Chinas gegenüber Deutschland und der EU als mittel ein. Sogar 36 % bzw. 21 % der Teilnehmenden bewerteten die Abhängigkeit Chinas von Deutschland bzw. der EU nur als niedrig oder sehr niedrig. Andersherum hat das weniger als 2 % der Teilnehmenden angegeben.

Vor dem Hintergrund der asymmetrischen Abhängigkeitsverhältnisse befürchten die Ökonominen und Ökonomen, dass die chinesische Regierung die wirtschaftlichen Abhängigkeiten zur Durchsetzung ihrer (außen-)politischen Interessen gegenüber Deutschland einsetzen wird (vgl. Abb. 3). Für die nächsten ein bis fünf Jahre sehen 47 % der Teilnehmenden dafür ein hohes Risiko, 25 % sogar ein sehr hohes. Demgegenüber schätzen 23 % das Risiko als mittel ein. Nur 3 % geben niedrig, 1 % sehr niedrig an. Für den Zeithorizont von sechs bis zehn Jahren stufen 44 % bzw. 36 % der Teilnehmenden das Risiko als sehr hoch bzw. als hoch ein. Nur 13 % stufen in diesem Fall das Risiko eines Einsatzes der wirtschaftlichen Abhängigkeiten für die chinesischen (außen-)politischen Interessen als mittel ein. Nur 2 % antworten mit niedrig oder sehr niedrig. 5 % antworten mit »Weiß nicht«.

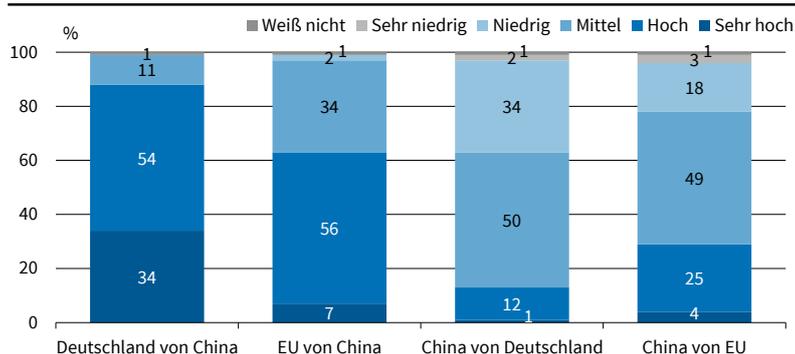
LEITLINIEN FÜR DEUTSCHE HANDELSPOLITIK GEGENÜBER CHINA

Mit 69 % spricht sich die eindeutige Mehrheit der Ökonominen und Ökonomen für De-Risking als Leitlinie mit Blick auf die Handelsbeziehungen zu China aus (vgl. Abb. 4). Darunter versteht man das Minimieren von wirtschaftlichen Risiken sowie das Reduzieren von Importabhängigkeiten. Die Unterstützerinnen und Unterstützer dieser Leitlinie fordern, Abhängigkeiten in kritischen und sicherheitsrelevanten Industrien wie

Abb. 2

Abhängigkeiten bei aktuellen Handelsbeziehungen

Mit Blick auf die aktuellen Handelsbeziehungen, wie bewerten Sie die jeweiligen Abhängigkeiten?



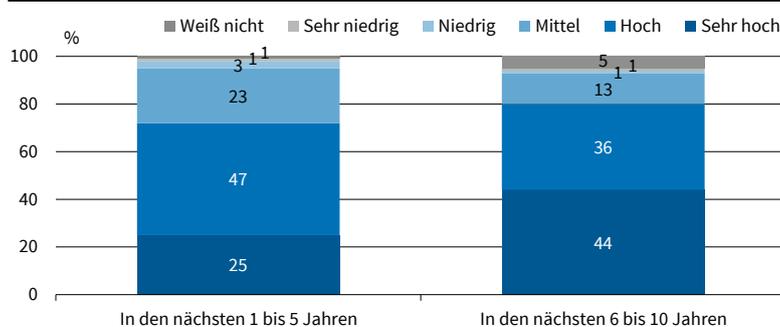
Quelle: Ökonomenpanel Juli 2024.

© ifo Institut

Abb. 3

Risiko für Ausnutzung von Abhängigkeiten für Chinas politische Interessen

Wie schätzen Sie das Risiko ein, dass die chinesische Regierung wirtschaftliche Abhängigkeiten zur Durchsetzung ihrer (außen-)politischen Interessen gegenüber Deutschland einsetzen wird?



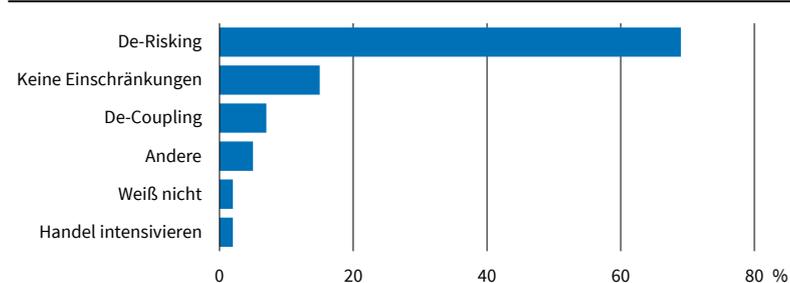
Quelle: Ökonomenpanel Juli 2024.

© ifo Institut

Abb. 4

Präferierte Leitlinie für deutsche Handelspolitik gegenüber China

Welche Leitlinie sollte Deutschland Ihrer Meinung nach mit Blick auf die Handelsbeziehungen zu China verfolgen?



Anmerkung: De-Risking meint die Minimierung wirtschaftlicher Risiken. Keine Einschränkungen meint den Verzicht auf die Einschränkung unternehmerischer Tätigkeiten. De-Coupling meint die wirtschaftliche Entkopplung.
Quelle: Ökonomenpanel Juli 2024.

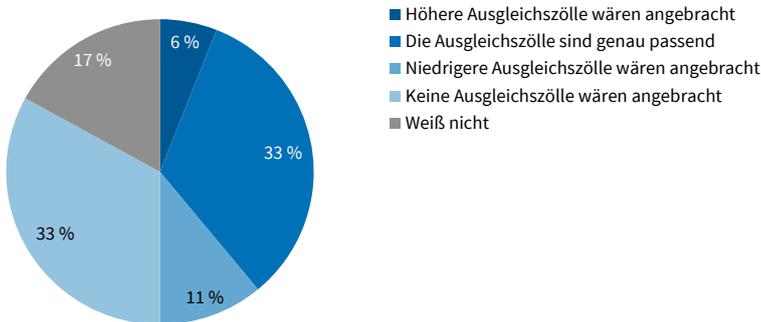
© ifo Institut

der Telekommunikations- oder Pharmaindustrie zu reduzieren. Zudem wird die Diversifikation von Bezugsquellen und Absatzmärkten verstärkt empfohlen. Es solle außerdem sichergestellt werden, dass kritische sowie wirtschaftlich wichtige Güter innerhalb der EU hergestellt werden können. Des Weiteren werden höhere Forschungs- und Entwicklungsausgaben vor allem in den Bereichen empfohlen, in denen China mittlerweile führend sei (z. B. Batterien, E-Autos und KI). Die ganzheitliche wirtschaftliche Entkopplung von China, De-Coupling, wird nur von 7 % der Teilnehmenden

Abb. 5

Bewertung des EU-Plans für Ausgleichszölle für in China gefertigte E-Autos

Wie bewerten Sie das Vorhaben der EU-Kommission, Anfang Juli unternehmensspezifische Ausgleichszölle von 17 bis 38 % auf E-Autos aus China einzuführen?



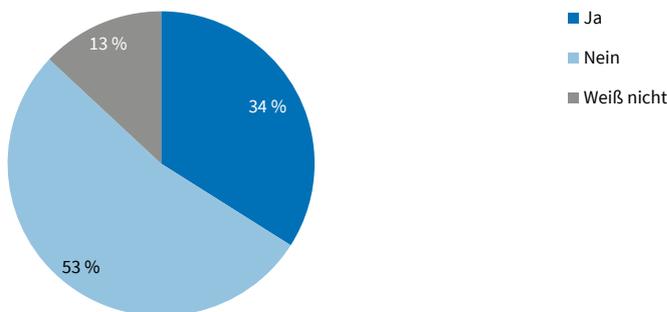
Quelle: Ökonomenpanel Juli 2024.

© ifo Institut

Abb. 6

Unterstützung für europäische Subventionen in »Zukunftsindustrien«

Sollte die Europäische Union auf die chinesischen Subventionen in »Zukunftsindustrien« mit eigenen Subventionen antworten?



Quelle: Ökonomenpanel Juli 2024.

© ifo Institut

den als präferierte Leitlinie für China gesehen. Keinerlei Einschränkungen in unternehmerischen Entscheidungen sehen und 15% der Teilnehmenden als beste Vorgehensweise. Den Handel mit der Volksrepublik zu intensivieren, schlagen nur rund 2% der Ökonominnen und Ökonomen vor. Etwa 2% antworten »Weiß nicht«.

AUSGLEICHSZÖLLE AUF E-AUTOS AUS CHINA

Die von der Europäischen Kommission vorläufig implementierten Ausgleichszölle für in China gefertigte E-Autos spalten der Ökonominnen und Ökonomen. Ein Drittel der Teilnehmenden gibt an, dass die Ausgleichszölle genau passend seien (vgl. Abb. 5). Hauptgrund für diese Position seien die nachgewiesenen Subventionen der chinesischen Regierung, denen man entgegenwirken müsse. Gleichzeitig ist ein Drittel der VWL-Professorinnen und VWL-Professoren der Meinung, dass überhaupt keine Ausgleichszölle ange-

bracht wären. Sie führen vor allem das Risiko eines drohenden Handelskriegs an. Des Weiteren würden Zölle nicht die Dominanz chinesischer E-Autos beheben, und die europäischen Hersteller würden dadurch nicht effizienter werden. Ausgleichszölle seien kein Mittel zur Stärkung der heimischen Wettbewerbsfähigkeit. Zudem würden europäische Konsumentinnen und Konsumenten sowie die europäischen Klimaziele von der Verfügbarkeit günstiger E-Autos aus China profitieren. Rund 11% sprechen sich für Ausgleichszölle aus, jedoch in einem geringeren Ausmaß als von der Kommission implementiert. Sie argumentieren, dass die europäische Automobilindustrie dadurch kurzfristig geschützt werden könne, sich jedoch mittelfristig an die neuen Gegebenheiten anpassen und die verschlafene Umstellung auf E-Mobilität nachholen müsse. Mit niedrigeren Ausgleichszöllen könne auf der einen Seite eine Gegenreaktion demonstriert und auf der anderen Seite das Risiko eines Handelskriegs minimiert werden. Etwa 17% der Teilnehmenden haben hierzu keine klare Meinung und nur rund 6% empfehlen höhere Ausgleichszölle als von der EU vorläufig implementiert.

Die Frage, ob die Europäische Kommission auf chinesische Subventionen in »Zukunftsindustrien« mit eigenen Subventionen antworten sollte, beantwortet die klare Mehrheit der Teilnehmenden mit »Nein« (53%) (vgl. Abb. 6). In diesem Zusammenhang werden die Ineffizienz einer solchen Maßnahme sowie die Gefahr eines globalen Subventionswettkampfs genannt. Des Weiteren sollten Unternehmen sowie Konsumentinnen und Konsumenten selbst darüber entscheiden, was als »Zukunftsindustrie« zu sehen sei. Sie haben die Sorge, dass die EU und die Politik im Allgemeinen nicht genug Informationen darüber hätte, welche Industrien zukunftsträchtig seien, und Subventionen somit meistens nur an Verlierer des Strukturwandels fließen würden. Dagegen führen die 34% der Teilnehmenden, die sich für europäische Subventionen aussprechen, vor allem an, dass so die Abhängigkeiten von China reduziert werden könnten. Zudem befände sich die EU längst in einem internationalen Subventionswettkampf und es sei daher unumgänglich, selbst Subventionen einzuführen. 13% der Ökonominnen und Ökonomen haben hierzu keine klare Meinung.

REFERENZ

Europäische Kommission (2024), »E-Autos aus China: vorläufige Kommissionsuntersuchung ergibt unfaire Subventionierung«, Pressemitteilung, 12. Juni 2024, verfügbar unter: https://germany.representation.ec.europa.eu/news/e-autos-aus-china-vorlaufige-kommissionsuntersuchung-ergibt-unfaire-subventionierung-2024-06-12_de.

Ludwig Dorffmeister

Europäisches Bauvolumen schrumpft 2024 um 2,7 % – durchwachsener Ausblick

Ausgewählte Ergebnisse der EUROCONSTRUCT- Sommerkonferenz 2024

Der Umfang der Bauleistung in den 19 EUROCONSTRUCT-Ländern belief sich im Jahr 2023 auf 2,23 Bio. Euro (in Preisen von 2023). Knapp vier Fünftel davon entfielen dabei auf den Hoch- und gut ein Fünftel auf den Tiefbau. Im Hochbausektor dominierten mit rund 57 % Maßnahmen an bestehenden Gebäuden, wohingegen die Errichtung neuer Wohn- und Nichtwohngebäude gerade einmal 43 % der Hochbauarbeiten ausmachten.

BAUSEKTOR ERLEIDET RÜCKSCHLAG

Abbildung 1 zeigt die Entwicklung der Bauaktivitäten seit dem Jahr 2010. Dabei sind anfangs noch die Spätfolgen der Finanzkrise sowie die Auswirkungen der Eurokrise zu sehen. Ab 2014 fasste der Bausektor dann immer mehr Tritt. Die Wirtschaft wuchs kontinuierlich, die finanzielle Ausstattung der Marktakteure verbesserte sich zunehmend und die Baunachfrage profitierte von Nachholbedarfen, die beispielsweise durch die erhöhte Zuwanderung ausgelöst wurden. Die Pandemie im Jahr 2020 führte zu einer heftigen, aber insgesamt nur vorübergehenden Marktkorrektur. Die Folgen des im Frühjahr 2022 begonnenen Kriegs in der Ukraine waren dagegen weniger abrupt zu spüren, bereiten aber noch immer Probleme. So drehten etwa aufgrund der gestiegenen Materialkosten und der massiven Reallohnverluste der Privathaushalte die Wohnungsgenehmigungen 2022 ins Minus. Die Wohnungsnachfrage blieb danach derart schwach, dass die Neubautätigkeit erheblich zurückgefahren wurde.

Im Jahr 2022 befand sich das europäische Bauvolumen in preisbereinigter Betrachtung schon um 3,1 % über dem Vor-Corona-Niveau. 2023 war jedoch

¹ Das europäische Forschungs- und Beratungsnetzwerk EUROCONSTRUCT® wurde 1975 gegründet. In diesem Verbund kooperieren Institute mit spezifischem Know-how im Bau- und Immobiliensektor aus 15 westeuropäischen sowie 4 osteuropäischen Ländern. Den Kern der EUROCONSTRUCT-Aktivitäten bilden Konferenzen, auf denen die neuesten Prognosen zum Baugeschehen in den Mitgliedsländern vorgestellt werden. Diese Veranstaltungen finden zweimal im Jahr an wechselnden Orten in Europa statt. Das ifo Institut ist Gründungsmitglied und deutsches Partnerinstitut des Netzwerks. Dieser Beitrag enthält ausgewählte Analysen und Prognosen der 19 Länderberichte zur 97. EUROCONSTRUCT-Konferenz, die am 10. und 11. Juni 2024 in Stockholm stattfand (Euroconstruct 2024a, 2024b). Die 98. EUROCONSTRUCT-Konferenz ist für den 2. und 3. Dezember 2024 in Mailand geplant. Interessenten können sich hierzu auf www.euroconstruct.org über die weiteren Details informieren.

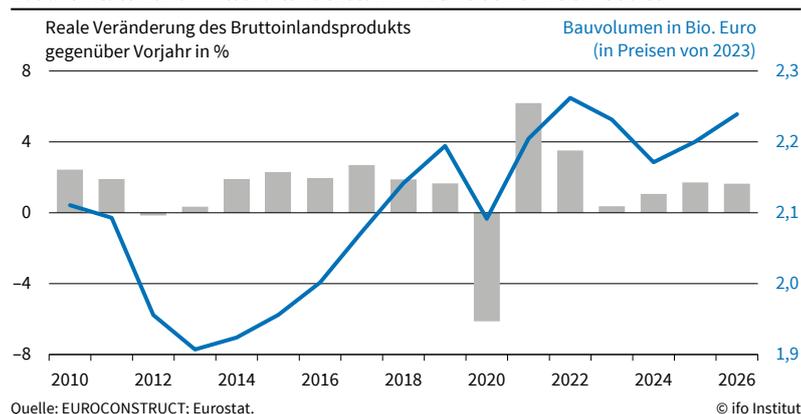
IN KÜRZE

Der europäische Bausektor durchläuft derzeit eine Korrekturphase. So wird das Bauvolumen im EUROCONSTRUCT-Gebiet¹ in den Jahren 2023 und 2024 um insgesamt 4 % sinken. Während beispielsweise die Investitionen in neue Wohngebäude im selben Zeitraum um 18,2 % sinken werden, ist für den Tiefbau mit einem Zuwachs um 6,1 % zur rechnen. Im kommenden Jahr wird die Bautätigkeit dann voraussichtlich wieder zunehmen, wobei der Anstieg mit 1,3 % mäßig ausfällt. 2026 gewinnt das Baugeschehen weiter an Dynamik (+1,8 %) und auch der Wohnungsneubau dürfte wieder moderat expandieren.

ein Rückgang um 1,4 % zu verzeichnen, und 2024 dürften die prozentualen Einbußen fast doppelt so hoch ausfallen, wobei insgesamt zwölf Länderpartner ein Minus erwarten. Damit würde die Bauleistung insgesamt wieder um 1,1 % unterhalb des Niveaus von 2019 liegen. Die schwächere Baunachfrage geht dabei mit einer gedämpften wirtschaftlichen Entwicklung einher. Erst 2025 dürfte es wieder aufwärts gehen. Die Baumaßnahmen werden dann voraussichtlich um 1,3 % – also mit eher moderater Schlagzahl – ausgeweitet. 2026 dürfte das Bauvolumen mit 1,8 % sogar etwas stärker wachsen als das Bruttoinlandsprodukt.

Abb. 1

Bauaktivitäten und Wirtschaftswachstum im EUROCONSTRUCT-Gebiet



WOHNUNGSBAU ALS WACHSTUMSHINDERNIS

Der Blick auf die einzelnen Bausegmente offenbart, dass der Wohnungsbau für die aktuelle Schwächephase des Bausektors hauptverantwortlich ist. Sicherlich läuft es im Nichtwohnhochbau in den Jahren 2023 und 2024 auch nicht wirklich gut, weil der Neubau in diesem Zeitraum kumuliert um 4,1% nachgibt und der Sanierungssektor 2024 nur geringfügig wächst. Im Wohnungsbau verringert sich jedoch der Umfang der Bestandsmaßnahmen im Jahr 2024 um 3,8% und damit stärker als in allen früheren Jahren seit 1992. Bemerkenswerterweise geht dieser Rückgang einzig auf das Konto des italienischen Marktes, wo die Anpassung des Förderinstruments »Superbonus 110« zu starken Verwerfungen (erst Torschlusspanik, dann Markteinbruch) führt. Ohne Italien würde dieses Segment um knapp 1% zulegen. Darüber hinaus wird der Wohnungsneubau im Zeitraum 2023 bis 2024 um nahezu ein Fünftel nachgeben. In der Summe schrumpft das europäische Wohnungsbauvolumen dieses Jahr um 6%, nachdem 2023 bereits Einbußen in Höhe von 4,2% zu verzeichnen waren (vgl. Abb. 2).

Die Bauwirtschaft verspürt weiterhin einigen Gegenwind. Zu den nachfragedämpfenden Einflussfaktoren zählen u. a. das Zinsumfeld, die zurückliegenden Kaufkraftverluste, die stark gestiegenen Baukosten, die schwache Wirtschaftsentwicklung, die begrenzten staatlichen Haushaltsspielräume, aber auch segment- oder länderspezifische Themen wie das veränderte Büronutzungsverhalten oder Anpassungen bei der staatlichen Bauförderung. Für den Tiefbau spielt es zwar auch eine Rolle, wenn Gemeinden weniger Steuern einnehmen, die Versorgungsunternehmen höhere Kapitalzinsen zahlen müssen oder die Materialpreise auf deutlich höherem Niveau liegen. Gleichzeitig überwiegen aber die positiven Faktoren.

Dazu zählen – wie schon in der Vergangenheit an dieser Stelle regelmäßig ausgeführt – die umfangreichen Investitionsbedarfe aufgrund von energie- und umweltpolitischen sowie demografischen Gründen. Dabei geht es u. a. um Kapazitäts- und Struktur Anpassungen (z. B. Verkehrssysteme, Energieübertra-

gung/-erzeugung), aber auch um die Modernisierung der bestehenden Netze. Die erfolgreiche Umsetzung der geplanten Maßnahmen ergibt sich einerseits aus eigenwirtschaftlichen Interessen (vgl. Erhalt der Wettbewerbsposition im technologischen Wandel) und andererseits aus dem politischen Bekenntnis zur Bereitstellung auskömmlicher Mittel. Auf Grundlage erhöhter Haushaltsmittel, aber vor allem der EU-Fonds und mehrjähriger nationaler Infrastrukturfonds, die sich zumeist aus vergleichsweise stabilen Quellen, wie Mauteinnahmen oder Steueranteilen, speisen, kommt dem Tiefbau jährlich eine umfangreiche staatliche Unterstützung zugute, die auch den Folgen konjunktureller Schwächephasen trotzen kann. Im Anschluss an das starke Wachstum des europäischen Tiefbausektors im vergangenen Jahr wird es mittelfristig weiter kontinuierlich aufwärts gehen. Der durchschnittliche jährliche Anstieg dürfte im Zeitraum 2024 bis 2026 rund 2,5% betragen.

MITTELFRISTIG KEINE TRENDUMKEHR BEI DEN WOHNUNGSFERTIGSTELLUNGEN

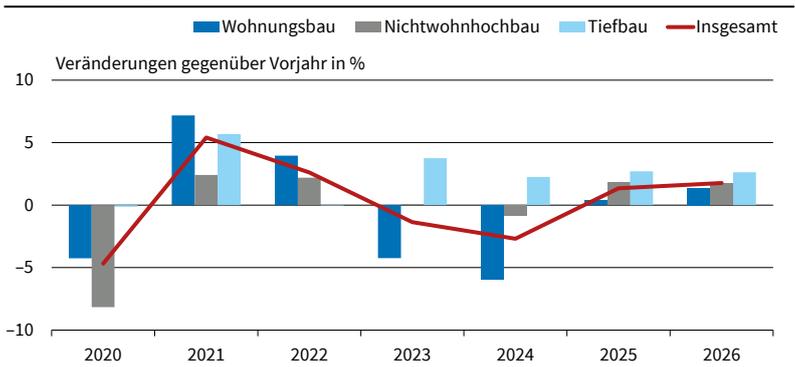
Im Gegensatz zum Tiefbauvolumen wird die Zahl der fertiggestellten Wohnungen in den kommenden Jahren stetig sinken. Daran hat auch die kürzliche Veröffentlichung des amtlichen Wertes für Deutschland für das Jahr 2023 und eine entsprechende Prognoseanpassung nichts geändert. Während 2023 im EUROCONSTRUCT-Gebiet noch rund 1,75 Mio. fertiggestellte Wohneinheiten (einschließlich Wohnungen in bestehenden Gebäuden sowie in Nichtwohngebäuden) registriert wurden, dürften es 2026 nur noch 1,53 Mio. Einheiten sein (vgl. Tab. 1). Der Anteil der Geschosswohnungen bleibt dabei relativ stabil bei etwa 60% und die Ein- und Zweifamilienhäuser bei 40%. Die aktuellen Genehmigungsprognosen lassen für beide Kategorien keine baldige, spürbare Marktbelebung erwarten.

Der Fertigstellungswert des Jahres 2022 repräsentiert den Höchstwert einer zwischenzeitlichen kräftigen Erholung des Wohnungsbaus in Europa. Die damals erzielten knapp 1,85 Mio. Wohnungen waren zuletzt im Jahr 2009 übertroffen worden. Ausgehend von diesem Wert dürften die bis einschließlich 2026 erwarteten Einbußen bei 17% oder 318 000 Wohneinheiten liegen. In prozentualer Betrachtung dürften Schweden (-48%), Finnland (-45%), Deutschland (-41%) und Frankreich sowie Österreich (jeweils -36%) die größten Rückgänge gegenüber 2022 verzeichnen. Aufgrund der unterschiedlichen Marktgröße konzentrieren sich die mengenmäßigen Verluste im Zeitraum 2023 bis 2026 dagegen auf Frankreich (-136 000 Wohneinheiten) und Deutschland (-120 000). Danach folgen mit deutlichem Abstand Schweden (-33 000) und Österreich (-21 000).

EUROPÄISCHE FERTIGSTELLUNGSQUOTE 2024 BEI 3,3 WOHNHEINHEITEN

Auf der anderen Seite ist für Spanien (+21 000 Wohneinheiten) sowie für Irland und Großbritannien (jeweils

Abb. 2
Entwicklung der Baunachfrage im EUROCONSTRUCT-Gebiet nach Baubereichen
In Preisen von 2023



Quelle: EUROCONSTRUCT. © ifo Institut

Tab. 1

Wohnungsfertigstellungen^a in Europa nach Ländern 2022 bis 2026

	in 1 000 Wohneinheiten					Veränderung in % 2026/2022
	2022	2023	2024	2025	2026	
Belgien	57,0	51,8	47,2	46,9	47,2	-17,2
Dänemark	42,4	37,5	23,5	23,5	32,2	-24,0
Deutschland ^b	295,3	294,4	250,0	205,0	175,0	-40,7
Finnland	41,4	40,4	18,4	19,9	22,9	-44,7
Frankreich	375,7	353,7	324,8	265,5	240,1	-36,1
Großbritannien	207,6	184,1	179,6	201,0	215,7	3,9
Irland	29,7	32,6	36,0	41,0	38,0	27,9
Italien	96,0	101,0	97,5	92,9	88,9	-7,5
Niederlande	74,4	73,3	66,5	70,0	76,5	2,8
Norwegen	28,0	28,0	21,7	21,4	25,5	-9,0
Österreich	58,5	54,3	46,5	39,6	37,4	-36,1
Portugal	20,2	21,5	21,4	22,0	22,7	12,6
Schweden	69,0	54,1	28,1	29,5	35,6	-48,4
Schweiz	43,4	41,7	41,4	41,7	42,2	-2,7
Spanien	89,1	85,5	98,0	105,0	110,0	23,4
Westeuropa (EC-15)	1 527,6	1 453,9	1 300,5	1 225,0	1 209,8	-20,8
Polen	238,6	220,4	230,0	235,0	244,0	2,3
Slowakei	20,2	20,9	19,4	20,0	22,2	9,8
Tschechien	39,4	38,1	34,5	35,7	37,5	-4,8
Ungarn	20,5	18,6	18,0	16,5	15,0	-27,0
Osteuropa (EC-4)	318,8	298,0	301,9	307,2	318,7	-0,0
Insgesamt	1 846,4	1 751,9	1 602,4	1 532,2	1 528,5	-17,2

^a Fertiggestellte Wohnungen in neu errichteten sowie in bestehenden Wohn- bzw. Nichtwohngebäuden.

^b Amtlicher Wert für 2023; revidierte Prognosewerte für die Jahre 2024-2026.

Quelle: EUROCONSTRUCT.

+8 000) auch mit relevanten mengenmäßigen Anstiegen zu rechnen. Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass sich der spanische und der britische Markt weiterhin nicht durch dynamische Wohnungsbauaktivitäten auszeichnen. Während in Irland 2024 pro 1 000 Einwohner fast 7 Wohneinheiten fertiggestellt werden dürften, werden es in Spanien lediglich 2,0 und in Großbritannien 2,6 Wohnungen sein. Der Durchschnitt für das gesamte EUROCONSTRUCT-Gebiet wird im laufenden Jahr bei geschätzt 3,3 Fertigstellungen pro 1 000 Einwohner liegen, wobei für Deutschland ein Wert von 3,0 Wohneinheiten unterstellt wird.

Den deutschen Wohnungsneubausektor plagen dabei ähnliche Probleme wie die anderen Länder (Zinsanstieg, Kaufkraftverluste usw.). Der hiesige Markt leidet aber zudem unter einem massiven Kostenproblem, für das nicht nur die Materialkostenzuwächse, sondern vielfältige Auflagen und Anforderungen verantwortlich sind. Infolge der inzwischen sehr langen Realisierungszeiten von Neubauvorhaben konnten die schon vor etlichen Jahren genehmigten Projekte die Fertigstellungszahlen bis zuletzt auf hohem Niveau (2023: 294 400 Einheiten) stabilisieren. Angesichts der rapide sinkenden Baubewilligungswerte (2024/2021: -44%) und zunehmender Zweifel an der tatsächlichen Durchführbarkeit von Altprojekten, die noch vor Ausbruch des Kriegs in der Ukraine geneh-

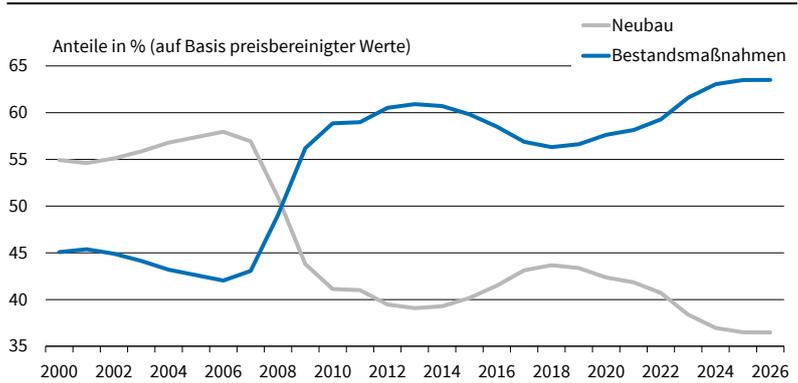
ligt worden sind, wird das Problem aber nicht länger zu kaschieren sein.

ANTEIL DES WOHNUNGSNEUBAUS SINKT MITTELFRISTIG AUF 36 %

Die oben erwähnte zwischenzeitliche Belebung des Wohnungsneubaus begann Mitte der 2010er Jahre und endete 2022. In diesem Zeitraum nahmen die Leistungen zur Errichtung neuer Wohngebäude im EUROCONSTRUCT-Gebiet um insgesamt 35% zu. Im Zuge dessen erhöhte sich der Neubauanteil im Wohnungssektor von 39 auf in der Spitze gut 43% (vgl. Abb. 3). Die robuste Entwicklung der Sanierungsmaßnahmen während der Corona-Pandemie bis einschließlich 2022 verhinderte eine weitere Zunahme des Neubauanteils. So sank dieser bereits 2020 auf 42% und dürfte angesichts der ungünstigen Aussichten für die Neubaunachfrage bis 2025 unter die 37%-Marke rutschen.

Im Vergleich zu den Jahren vor 2008 hat der europäische Wohnungsneubau erheblich an Bedeutung eingebüßt. Innerhalb des Wohnungsbaus entfielen im Zeitraum 2000 bis 2007 durchschnittlich 56% auf das Neubausegment. Als der zum Teil spekulativ getriebene Bauboom in etlichen Ländern mit dem Einsetzen der Finanzkrise ein jähes Ende fand, stürzte der Anteil auf nur noch 41% im Jahr 2010 ab. Auch der

Abb. 3
Wohnungsbauaktivitäten im EUROCONSTRUCT-Gebiet nach Bauarten



Quelle: EUROCONSTRUCT.

© ifo Institut

Bestandsektor musste in der Vergangenheit immer wieder Einbußen hinnehmen, die großen Krisen hat er aber recht gut überstanden. Insgesamt verschiebt sich der Fokus zusehends weg von der Schaffung

zusätzlichen Wohnraums, hin zur Pflege und (energetischen) Modernisierung des bereits existierenden Wohnraums bzw. zur Umnutzung von gewerblichen und öffentlichen Flächen in Wohnflächen. In diesem Zusammenhang spielen in den einzelnen Ländern auch die vielen staatlichen Fördermaßnahmen sowie Nutzungseinschränkungen (für Gebäude mit hohem Energieverbrauch) eine wichtige Rolle. Dennoch ist ein dauerhafter Anstieg des Bestandsanteils auf zwei Drittel oder sogar mehr nicht vorstellbar. Dagegen sprechen Faktoren wie Ersatzbedarf, Zuwanderung, oder demografisch-regionale Verschiebungen.

REFERENZEN

EUROCONSTRUCT (2024a), 97th EUROCONSTRUCT Country Report – Summer 2024. *European Construction: Market Trends up to 2026*, Hrsg. Prognoscentret AB, Stockholm.

EUROCONSTRUCT (2024b), 97th EUROCONSTRUCT Summary Report – Summer 2024. *European Construction: Market Trends up to 2026*, Hrsg. Prognoscentret AB, Stockholm.

Der Euro: Ein langer Weg zur einheitlichen Währung

Am 1. Januar 2002 wurde die Veränderung für die EU-Bürger*innen greifbar: In zwölf Ländern begann die größte Bargeldumstellung der Geschichte. An diesem Feiertag nach Silvester zogen auch viele Bundesbürger*innen ihre ersten Euroscheine aus den Automaten. Bis Ende 2001 wurden insgesamt etwa 15 Mrd. Banknoten im Wert von 630 Mrd. Euro und über 51 Mrd. Münzen mit einem Wert von 16 Mrd. Euro hergestellt.

DER LANGE WEG

Der 1989 verabschiedete Delors-Bericht, der nach dem damaligen Präsidenten der Europäischen Kommission Jacques Delors benannt war, sah eine Realisierung der Europäischen Wirtschafts- und Währungsunion in drei Schritten vor. Im Vertrag von Maastricht 1992 einigten sich die Staats- und Regierungschefs der EU auf einen rechtlichen Rahmen und auf Beitrittskriterien zur Währungsunion. Der Stabilitäts- und Wachstumspakt von 1997 formulierte konkrete Vorgaben: Den Euroländern war eine jährliche Neuverschuldung von maximal 3% und ein Gesamtschuldenstand von maximal 60% ihres Bruttoinlandsprodukts erlaubt. Am 1. Januar 1999 wurden dann die Wechselkurse der nationalen

Währungen zum Euro endgültig festgelegt. Deutschland, Frankreich, Italien, die Niederlande, Belgien, Luxemburg, Österreich, Irland, Finnland, Spanien und Portugal übergaben die geldpolitische Steuerung in die Hand der 1998 gegründeten Europäischen Zentralbank (EZB) mit Sitz in Frankfurt am Main.

GROSSE HOFFUNGEN UND BEDENKEN

Viele Ökonom*innen hofften, dass die Bedeutung des Euro durch einen hohen Vertrauensgewinn sowie durch die Attraktivität des europäischen Finanzmarkts zunehmen würde und rechneten mit Aufwertungseffekten. Allerdings, so mahnte Dr. Jürgen Stark, Staatssekretär im Bundesministerium der Finanzen, und Festvortragender auf der ifo Jahresversammlung im Juni 1998: »Die Beibehaltung und Intensivierung der Stabilitätskultur der Mitgliedsländer der EWU ist die wichtigste Voraussetzung dafür, daß der Euro Vertrauen gewinnt und einen gebührenden Platz im internationalen Währungsgefüge einnehmen kann.« (Stark 1998).

Auch andere mahnende Stimmen wurden laut: Die Beitrittskriterien für die Mitgliedstaaten der Währungsunion seien nicht streng genug. Konflikte



Ein Fest für den Euro – Tausende feiern am 1. Januar 1999 vor der EZB in Frankfurt am Main die Einführung der neuen Währung.

© picture alliance / Ulrich Baumgarten

zwischen Ländern, deren Ökonomie unterschiedlich gefestigt seien, wären vorhersehbar. Ökonom und Nobelpreisträger Paul Krugman sah die Einführung des Euro sogar als »invitation to desaster«. Und tatsächlich kam es vor und nach der Einführung immer wieder zu Verstößen der Mitgliedstaaten gegen die Beitrittskriterien und Vorgaben des Stabilitätspakts.

EIN POLITISCH GEWOLLTES PROJEKT?

Als es im deutschen Bundestag am 23. April 1998 zur Abstimmung über die Eurowährung kommen sollte, dauerte der heftige Schlagabtausch zwischen Koalition und Opposition fast sieben Stunden. Bundesaußenminister Hans-Dietrich Genscher (FDP) war einer der Befürworter der neuen Währung. Es handele sich dabei »nicht nur um eine währungspolitische Entscheidung«, sondern um einen Beitrag zur europäischen Einigung von historischer Dimension. Deshalb sollte sich der Bundestag kein ausweichendes »Nicht jetzt« und »Nicht so« erlauben, forderte Genscher. Jetzt müsse man klar »Ja« oder »Nein« sagen.



Der amerikanische Wirtschaftswissenschaftler und Nobelpreisträger Paul Krugman, 1999.
© picture alliance / TT NEWS AGENCY

Für ein klares »Nein« entschied sich Gregor Gysi (PDS): Die Vereinigung Europas lasse sich nicht über gemeinsame Banken schaffen. Um eine weitgehende Integration zu erreichen, müssten auch die Steuern angepasst sowie soziale, ökologische und juristische Standards vereinheitlicht werden, argumentierte Gysi.

Schließlich wurde die Einführung des Euro als neue europäische Gemeinschaftswährung mit einer überraschend großen

Mehrheit beschlossen: Nur 35 von 672 der Bundestagsabgeordneten stimmten mit »Nein«.

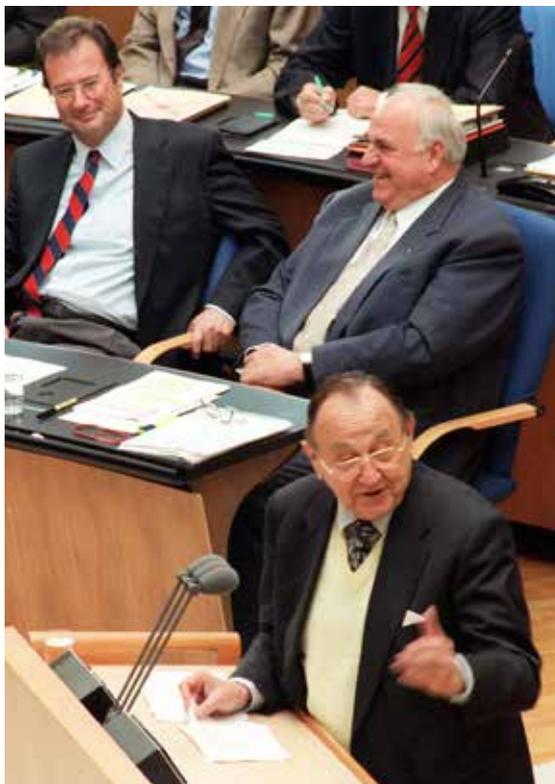
DIE SCHWÄCHEN DER NEUEN WÄHRUNG

Im Jahr 2001 erfolgte dann eine erste Bilanz vonseiten des ifo Instituts: Seit seiner Einführung am 1. Januar 1999 hatte der Euro über ein Viertel seines Außenwerts verloren. Die andauernde Schwäche der europäischen Währung konnte mit makroökonomischen Faktoren nicht erklärt werden und im *ifo Schnelldienst* Nr. 13 aus dem Jahr 2001 kam es zu einem Meinungsaustausch der Wissenschaftler*innen (Bofinger et al. 2001). Man war sich einig, dass »erst das Vertrauen in die Existenz eines faktischen sowie wirtschaftlich dynamischen und stabilen Eurolandes den Euro nachhaltig stärken würde«. Letztlich seien »wirtschaftspolitische Reformen, die glaubhaft eine höhere realwirtschaftliche Dynamik versprechen, wichtiger für die Stabilisierung des Eurokurses als der Umlauf eines einheitlichen Geldes«. Ebenso wurden feste Regeln und strengere Haushaltsdisziplin der Mitgliedsländer und ein sicheres Agieren der EZB gefordert.

REFERENZEN

Stark, J. (1998), »Der Euro – Die neue Realität in Europa und der Welt«, Vortrag im Rahmen der ifo Jahresversammlung am 25. Juni 1998, *ifo Schnelldienst* 51(25-26), 22–28.

Bofinger, P., R. Ohr, M. Hüther, W. Filc und F. Reither (2001), »Kann die Einführung des Euro-Bargelds die europäische Währung stabilisieren?«, *ifo Schnelldienst* 54(13), 3–15.



Bundesaußenminister Hans-Dietrich Genscher hält während der Eurodebatte seine letzte Rede vor dem Parlament. Von der Regierungsbank aus verfolgen Bundeskanzler Helmut Kohl und Genschers Amtsnachfolger Klaus Kinkel (links) die Rede.

© picture-alliance / dpa



THEMA IM NÄCHSTEN IFO SCHNELLDIENST:

ifo Schnelldienst 8/2024 erscheint am 14. August 2024

Gender Gaps und Steuerpolitik