

HNU Working Paper

Nr. 50

Albert A. Müller

**Perspektivische Wirkungen der Zinsänderungs- und
Fehlallokationsrisiken**

3 / 2022

Abstrakt

In den Rezessionen der beiden letzten Jahrzehnte federten die europäischen Staaten und die EZB individuelle Risiken ab. So ist oftmals der Eindruck entstanden, dass man auch zukünftig von Krisen weitgehend verschont bleiben könnte. In Kombination mit der Niedrigzinspolitik und den Rezessionen, mit vorausgehenden hohen Schuldenständen, konnten Fehlallokationen von Ressourcen mit rückläufigen Produktivitätstrends entstehen. In den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften nimmt vor allem deshalb der Anteil der Zombie-Firmen signifikant zu und betrifft mindestens jedes siebte Unternehmen. Die auch daraus resultierenden Zinsänderungsrisiken steigen angesichts anziehender Inflationsraten. Diese Entwicklungen und der Ukraine-Krieg mit seinen Folgen lassen zudem erwarten, dass im Euroraum der geldpolitische Expansionskurs nicht nennenswert ausgesetzt wird und damit Stagflation droht.

Freie Schlagwörter:

Inflation, Zinsänderungsrisiko, Fehlallokation, Zombie-Firmen, Produktivität.

JEL-Klassifikation: E24 ,E44 ,G33 ,O47

Einleitung¹

Nach mehr als drei Jahrzehnten zunehmender Globalisierungstrends² und damit einhergehender Wettbewerbsintensivierung und Senkung der Inflationsniveaus könnte nunmehr zumindest eine Unterbrechung des Trends einsetzen. Die geopolitischen Spannungen nehmen tendenziell zu und gewinnen zudem an Schärfe.³ Deshalb und bedingt durch die Erfahrungen in der Corona-Pandemie dürfte die Rückholung der ins Ausland verlagerten Produktionsprozesse intensiviert werden. Eine weitere, strukturelle Frachtkostensenkung erscheint wegen der verstärkten Internalisierungstrends der Umweltverschmutzungs- und Klimaänderungskosten unwahrscheinlich. Die ursprünglichen, inflationsmildernden Grundtendenzen dieser mittlerweile in eine andere Richtung drehenden Entwicklungen entsprachen bisher auch den Erfahrungen mit den Inflationsraten und deren Prognosen bis zur Mitte des Jahres 2021. Ein weiteres, strukturelles Absinken der Inflationsniveaus, wie in den vergangenen Jahrzehnten, ist nicht mehr zu erwarten. Seitdem scheinen die Preise nur noch eine Richtung zu kennen. Die Gründe für steigende Preise sind sowohl angebots- als auch nachfrageseitig zu finden.

Nach 2005 gehen z.B. in Deutschland die Arbeitslosigkeit und die Unternehmensinsolvenzen im Trend zurück. Trotz zweimaliger tiefer wirtschaftlicher Einschnitte – die große Finanzkrise spätestens 2008/9 und die Corona-Krise 2020/21 – änderte sich daran vergleichsweise wenig. Der Staat und die europäische Notenbank federten jeweils mit umfangreichen Stützungsprogrammen individuelle Risiken auf der Angebots- (z.B. Wirtschaftsfonds Deutschland, Sofort-, November- und Dezemberhilfen) und Nachfrageseite (z.B. Kurzarbeitergeld, Umsatzsteuersenkung, Anleihekaufprogramme) großzügig und zunächst erfolgreich ab. Für die Angebots- und Nachfrageseite, also für Banken, Unternehmen und Konsumenten ist so aber oftmals der Eindruck entstanden, dass sie auch zukünftig von Krisen weitgehend verschont bleiben könnten. Die Risikoeinschätzung der Marktteilnehmer hat sich an diese Szenarien der Vergangenheit angepasst.⁴

Nun sind allerdings die Kräfte des Staates und die der Zentralbank deutlich geschwächt. Die Staatsverschuldung hat historische Ausmaße angenommen (vgl. Abb. 1, linke Graphik) und die Geldpolitik steckt in der Liquiditätsfalle⁵. Zumindest die meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften⁶ haben sich seit der großen Finanzkrise nicht wirklich erholt. Sie gleichen seitdem eher einem drogenabhängigen Patienten, der immer höhere Dosen benötigt. Für den Erhalt

¹ Meinen Kollegen Stefan R. Mayer, Thorsten Neumann und Markus Wilhelm gebührt großer Dank für ihre wertvollen Hinweise beim Erstellen dieser Arbeit.

² Gründe dafür sind u.a.: Abbau geopolitischer Spannungen, Integration Chinas in die internationale Arbeitsteilung, Reduzierung der Frachtraten und der Telekommunikationskosten.

³ Die Datenanalyse dieser Arbeit endet mit dem 3. März 2022.

⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht, S. 44 f.

⁵ Vgl. Sinn, H.-W., Die wundersame Geldvermehrung – Staatsverschuldung, Negativzinsen, Inflation, Freiburg i.B. 2021, S. 245 ff.

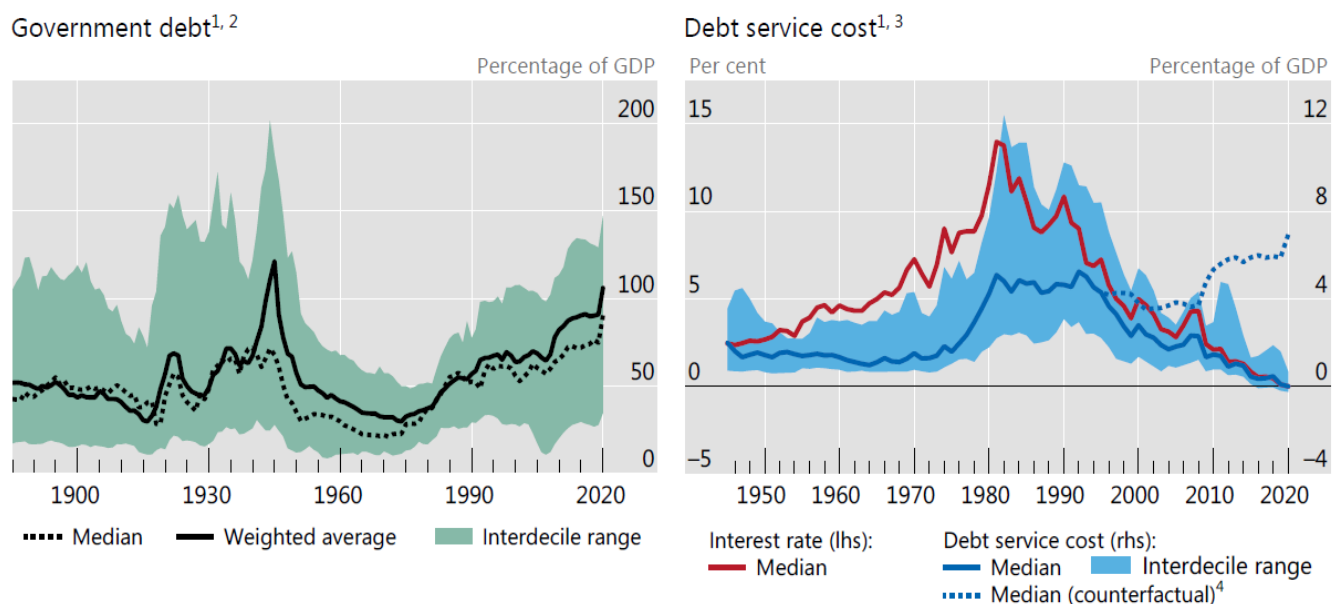
⁶ Unter fortgeschrittenen Volkswirtschaften (AE) versteht die Bank for International Settlements (BIS) unter der Autor: Australien, Kanada, Dänemark, Euroraum, Japan, Neuseeland, Norwegen, Schweden, Schweiz, Vereinigtes Königreich, USA. Aufstrebende Volkswirtschaften werden mit EME abgekürzt. BIS, Annual Economic Report 2021, S. vii

des hohen Konsumstandards müssen die Volkswirtschaften ein quantitativ überhöhtes finanz- und geldpolitisches Niveau beibehalten bzw. weitere Impulse geben. Welche Wirkungen der Zinsänderungs- und Fehlallokationsrisiken können daraus erwachsen?

Historische Ausmaße der Staatsverschuldung und der Geldpolitik sowie Zinsänderungsrisiken

Die außerordentlich hohen Staatsverschuldungen der ökonomisch bedeutsamsten Staaten (vgl. Abb. 1, linke Graphik) wurden durch entsprechend expansive Geldpolitiken (vgl. Abb. 2, linke Graphik) seit der großen Finanzkrise zumindest mitverursacht. Die Staaten konnten sich nicht nur außerordentlich günstig dauerhaft finanzieren,⁷ sondern wurden auch von der Geldpolitik mittelbar finanziert, indem u.a. die Zinsen so historisch niedrig gehalten wurden (vgl. Abbildung 1, rechte Graphik).

Abbildung 1



¹ Sample of 19 AEs and five EMEs. ² General government debt at nominal value, latest available quarter for 2020. ³ Debt/GDP multiplied by the simple average of short- and long-term interest rates. ⁴ Median debt service if nominal interest rates had stayed at the 1995 level.

Quelle: Bank for International Settlements (BIS), Annual Economic Report 2021, S. 31.

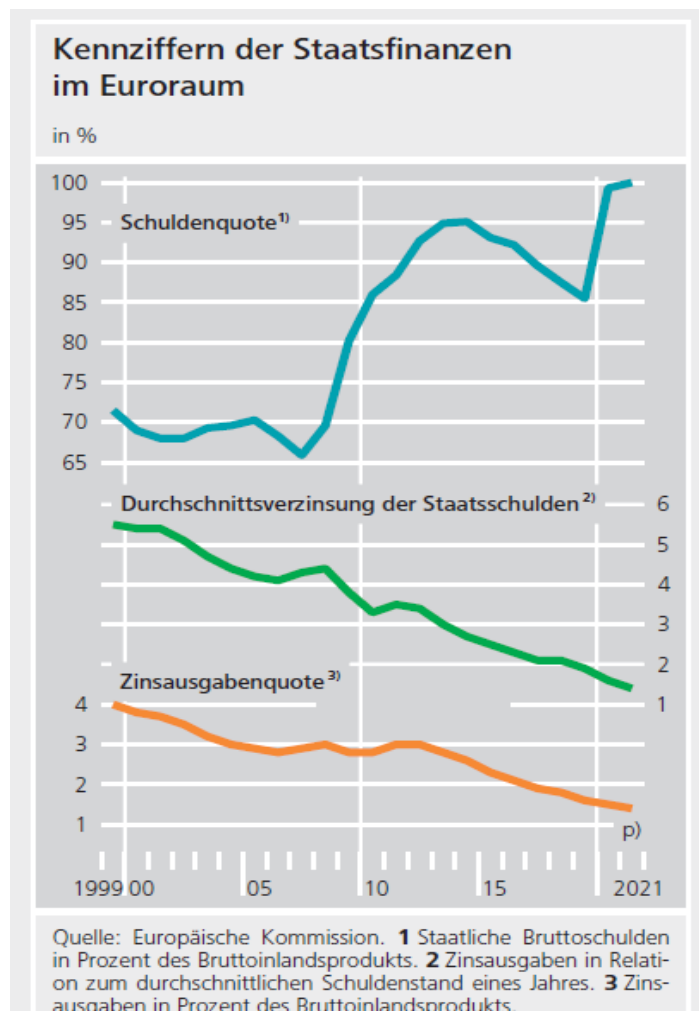
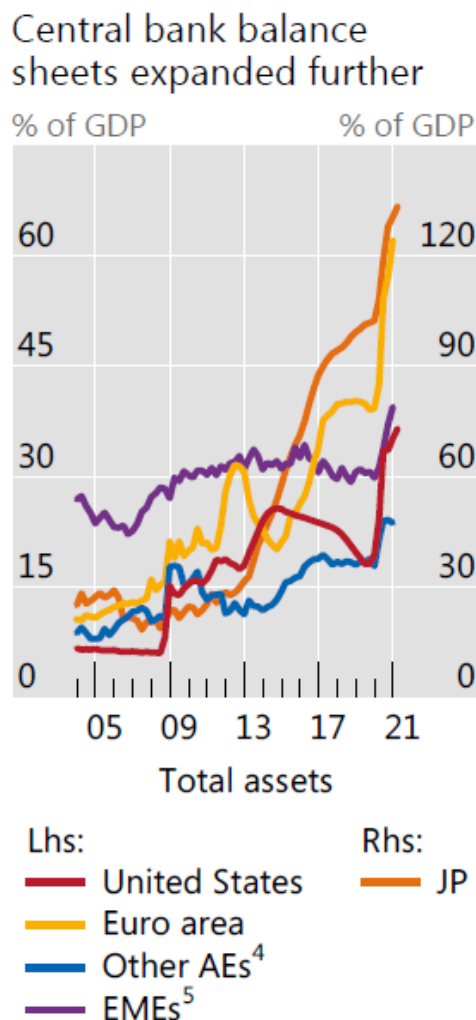
Sollten sich Geldpolitiken weltweit tendenziell wieder normalisieren, ist aber nicht mit einem schlagartigen Anstieg der Zinsen für Schuldendienstlasten zu rechnen, da sich zumindest die europäischen Staaten mit langfristigen, niedrigverzinsten Anleihen finanziert haben (vgl. Abb. 2, rechte Graphik).

Bei der zukünftigen Refinanzierung der Schuldenlasten können jedoch Probleme mit den dann zu zahlenden Risikoprämien auftreten. Sollte das Zinsniveau dann wieder das des Jahres 1995

⁷ Das gilt auch für Unternehmen und den Immobilienkauf.

erreichen, einem repräsentativen Jahr für Zeiträume mit weltweit weitgehend niedrigen Inflationsraten und noch nicht geglätteten Risikozuschlägen bei der europäischen Staatsverschuldung⁸, würden die Zinslasten nach Berechnungen der Bank for International Settlements (BIS) nahezu beim Doppelten dessen liegen, was in den letzten 70 Jahren durchschnittlich beobachtet wurde (vgl. Abb. 1, rechte Graphik; blau gestrichelte Linie).⁹ Aufgrund der Tatsache, dass die Schuldentragfähigkeit einer Reihe von Staaten im Euroraum bereits jetzt mit Schuldenquoten deutlich über 100 % (vgl. Abb. 2, rechte Graphik), gemessen am jeweiligen BIP, kritisch ist und auch von der Bundesbank diesbezüglich „erhebliche Bedenken“ geäußert werden,¹⁰ wären in diesem Fall außerordentliche ökonomische und soziale Verwerfungen zu erwarten. Sie dürften an die Euro-Staatsschuldenkrise ab 2010 erinnern.

Abbildung 2



Quelle: BIS, Annual Economic Report 2021, S. 2 (linke Graphik), Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2021, S. 25 (rechte Graphik).

⁸ Vgl. Sinn, H.-W., a.a.O., S. 32.

⁹ Bank for International Settlements (BIS), Annual Economic Report 2021, S. 30 f.

¹⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2021, S. 68.

Die Zinsänderungsrisiken der europäischen Staatsanleihen sind allerdings kurzfristigerer Natur, als es die langen Laufzeiten der Wertpapiere vermuten lassen. Knapp 40 % der europäischen Staatsschuldentitel sind mittlerweile im Eigentum des Eurosystems.¹¹ Da die emittierenden Staaten an den erzielten Gewinnen der jeweiligen Notenbanken beteiligt sind, profitieren sie von ihren eigenen Schuldtiteln, sofern dafür überhaupt Zinsen anfallen. Sollte das Zinsniveau steigen, würde das zunächst nur die Neuemissionen der öffentlichen Anleihen zeitverzögert betreffen. Bei steigenden Zinsen werden aber auch kurzfristig die zunächst unveränderten Wertpapierforderungen der Zentralbanken¹² dann besser verzinst¹³ und größer werdenden Verbindlichkeiten, in Gestalt der Überschussliquiditäten der Geschäftsbanken, gegenüberstehen. Dadurch erzielen die Notenbanken weniger Gewinne, von denen die Staaten bisher profitierten.¹⁴

Bei einer Überschussliquidität in Höhe von rund 4.500 Mrd. Euro¹⁵ hat ein potentieller „Gewinneinbruch“ bei den nationalen Notenbankgewinnen, aufgrund einer Anhebung des Einlagezinses, durchaus Gewicht. Dieser Effekt wird dadurch verstärkt, dass bei einer staatlichen Alternativfinanzierung der entgangenen Notenbankgewinne dann auch kurzfristig wieder Risikoprämien zu zahlen wären, weil die Finanzmärkte weitere Zinsänderungsrisiken antizipieren.

Zinsänderungsrisiken für Kreditinstitute und Unternehmen

Noch problematischer dürfte es jedoch bei den Banken werden, sollten die Zinsen wieder steigen. Kreditinstitute haben sich zunehmend über langfristig laufende Immobilienkredite gebunden, die sie bisher kurzfristig finanzieren konnten. In Deutschland unterliegen 44 % der Kreditinstitute einem solchermaßen erhöhten Zinsänderungsrisiko aufgrund der Fristentransformation.¹⁶ Auch die Risikobewertung der Banken ist bisher kaum an die Pandemie angepasst worden. Die Risikovorsorge fiel sogar auf historische Tiefstände.¹⁷ Sollte es hier entsprechende Risikozuschläge geben, dürften die Banken vor erheblichen Problemen stehen.

Diese könnte die Zentralbank jedoch teilweise abfedern, da ein potentielles Zinsänderungsrisiko für die Geschäftsbanken einerseits auch günstig für sie ausgehen kann: Die den Banken vom Eurosystem am Sekundärmarkt abgekauften Staatsanleihen führen zu entsprechenden Forderungen der Banken gegenüber den Zentralbanken des Eurosystems. Diese Gelder haben die Banken wiederum überwiegend bei der Zentralbank als meist negativ verzinsten Überschussli-

¹¹ Bei einem Bestand an staatlichen Anleihen, die die Zentralbanken des Eurosystems in Höhe von etwa einem Drittel des gesamten Euroraum-BIP Ende 2021 halten, entspricht das ca. 4 Billionen Euro. Daraus resultieren auch Folgen für die Wirksamkeit der Geldpolitik: „De facto erhöhen derzeit die Staatsanleihekäufe weitgehend im gleichen Umfang die Überschussliquidität.“ Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 6/2021, S. 41 und 44.

¹² Öffentliche Schuldtitel werden über die Geschäftsbanken an das Eurosystem weiterverkauft.

¹³ Sofern die Einlagefazilität steigt.

¹⁴ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 6/2021, S. 41 ff.

¹⁵ Vgl. EZB, Wirtschaftsbericht 1/2022, S. 13.

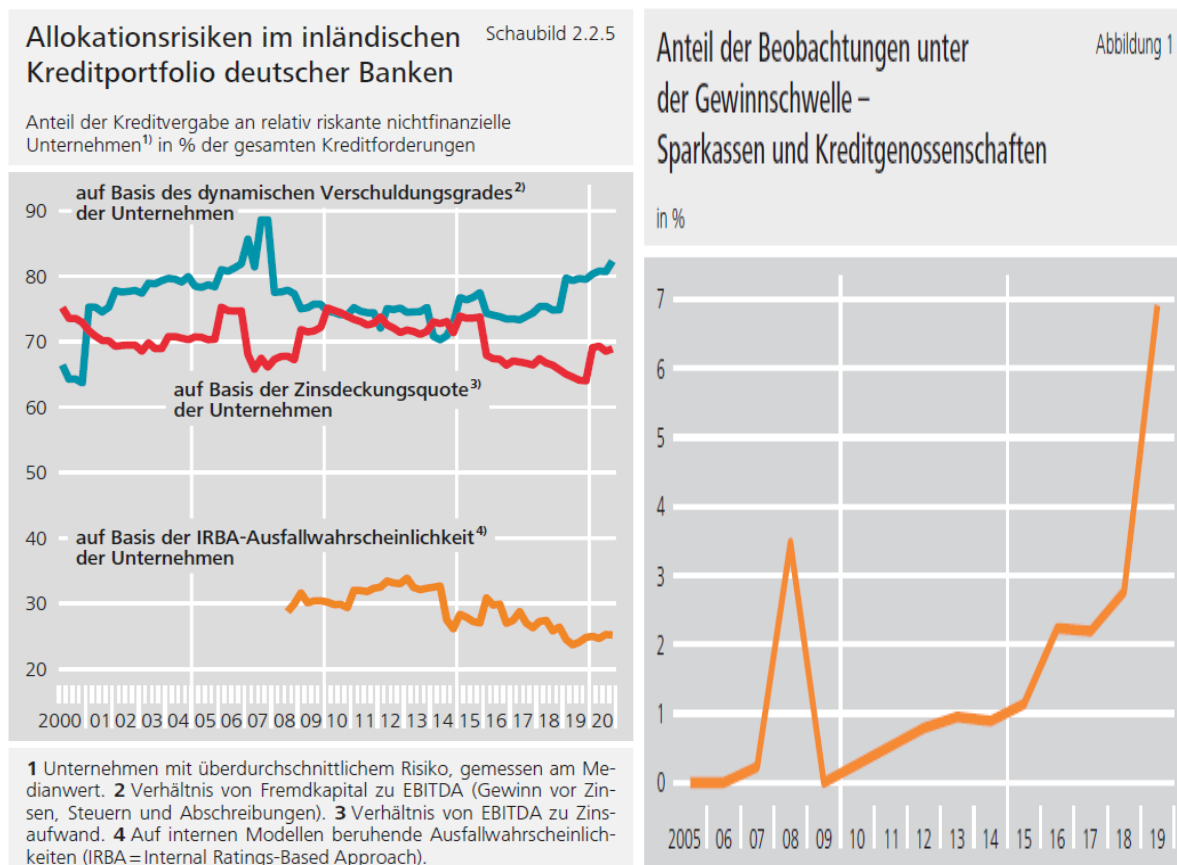
¹⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2021, S. 47.

¹⁷ Ebenda, S. 42.

quidität kurzfristig deponiert und könnten im Falle einer Zinsanhebung dann auch gewinnbringend zur Verfügung stehen. Andererseits werden steigende Zinsniveaus für Staatsanleihen auch die Hypothekenzinsen antreiben, da es aufgrund vermeintlich ähnlicher Sicherheitsmerkmale zwischen ihnen zu positiv korrelierten Entwicklungen kommt. Dies führt dann zu einem entsprechenden, umfänglichen Wertberichtigungsbedarf und Rückgang der Anzahl an neuen Darlehensverträgen bei den Kreditinstituten.

Da die deutschen Banken generell wenig rentabel sind, könnten die skizzierten Entwicklungen problematisch werden. Der Trend ihrer Eigenkapitalrenditen ist seit 2006 negativ und erreichte zuletzt für 2020 lediglich einen Wert von rund 1,1 %. Für die Gesamtkapitalrentabilität sieht es im Trendverlauf ähnlich aus.¹⁸ Die Neigung der Kreditinstitute, ihre internen Risikobewertungen an ein schwieriges Marktumfeld anzupassen, wird dadurch tendenziell gemindert, obwohl es dafür durchaus Anlass gäbe. Bereits mit dem Platzen der Aktienkursblase der sog. New Economy in 2000 hat sich das Kreditvergabeverhalten der deutschen Kreditinstitute strukturell verändert (vgl. Abb. 3, linke Graphik, blauer Kurvenzug). Das passt grundsätzlich zu dem Befund, dass auch die Abschreibungen und Wertberichtigungen seit 2009 einen stark negativen

Abbildung 3



Quelle: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2021, S. 42 sowie Bundesbank, Research Brief, Oktober 2021, S. 2.

¹⁸ Vgl. jeweils Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 9/2021, S. 102 f.

Trendverlauf haben.¹⁹ Für den Aufbau von notwendigen Puffern zum Schutz vor Finanzstabilitätsrisiken bleibt somit wenig Raum und macht die Banken besonders anfällig für Zinsänderungsrisiken.

Für einige Unternehmen haben sich bis vor der Corona-Krise die üblichen Bewertungskennziffern nicht verbessert und danach hat sich ihr Verschuldungsgrad deutlich erhöht, so dass ein neuerlicher wirtschaftlicher Abschwung oder steigende Finanzierungskosten nur schwer zu verkraften wären.²⁰ Während das Niveau der Schuldendienstquoten für deutsche Unternehmen im Vergleich zu denen anderer großer Volkswirtschaften des Euroraums zwar noch als relativ gering eingeschätzt werden kann (vgl. Abb. 10), ist die Ausfallgefährdung der an diese Unternehmen vergebenen Kredite doch als eher beträchtlich einzuschätzen, auch wenn die internen Ausfallmodellierungen der Banken ein anderes Perspektivenniveau einnehmen (vgl. Abb. 3, linke Graphik).

So sind nach Berechnungen der Deutschen Bundesbank²¹ die Anteile der Kreditvergaben an relativ riskante Unternehmen, gemessen an den gesamten Kreditforderungen der deutschen Banken, je nach Kennziffernanalyse zwischen 69 % und 82 % potentiell ausfallgefährdet. Dieses sog. Allokationsrisiko (vgl. Abb. 3, linke Graphik) hat sich demnach wieder auf das Niveau zubewegt, das zur Zeit der großen Finanzkrise herrschte und liegt teilweise auch darüber. Das Allokationsrisiko hat zusammen mit Zinsänderungsrisiken das Potential, die Ausfallgefährdung der Kredite an größere Teile der deutschen Wirtschaft deutlich ansteigen zu lassen: Da insbesondere große Banken nach internationalen Rechnungslegungsstandards bilanzieren, müssten sie ihre Kredite vorausschauend bewerten,²² so dass noch vor tatsächlichen Zinsänderungen entsprechende Reaktionen zu erwarten sind. Tatsächliche Zinsänderungen führen zu Wertberichtigungen und Rückstellungen bei den Banken, die ihre Kreditvergabe und –verlängerungen gegenüber den dann zusätzlich belasteten Unternehmen weiter zurückführen werden.

Aber auch Sparkassen und Genossenschaftsbanken weisen aufgrund ihrer größeren Abhängigkeit vom Kreditgeschäft höhere Zinsänderungsrisiken auf.²³ Diejenigen von ihnen mit niedrigen Gewinnen neigen im Niedrigzinsumfeld vermehrt dazu, Kredite mit erhöhten Risiken zu vergeben (vgl. Abb. 3, rechte Graphik). Eine Studie der Bundesbank befürchtet, dass sich das Problem erhöhter Risikoübernahmen auf einen signifikanten Anteil im gesamten Bankensystem ausgeweitet haben könnte.²⁴ Sollten die Banken die gestiegenen Zinsen an ihre Geschäftskunden in Deutschland weiter geben, dürfte sich das, aufgrund rund eines Siebtels der Kreditbestände mit einer Kreditlaufzeit von bis zu einem Jahr,²⁵ bald in höheren Finanzierungskosten

¹⁹ Vgl. jeweils Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 9/2021, S. 109.

²⁰ Vgl. Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2021, S. 41.

²¹ Ebenda, S. 46.

²² Ebenda, S. 43.

²³ Ebenda, S. 43 und S. 47.

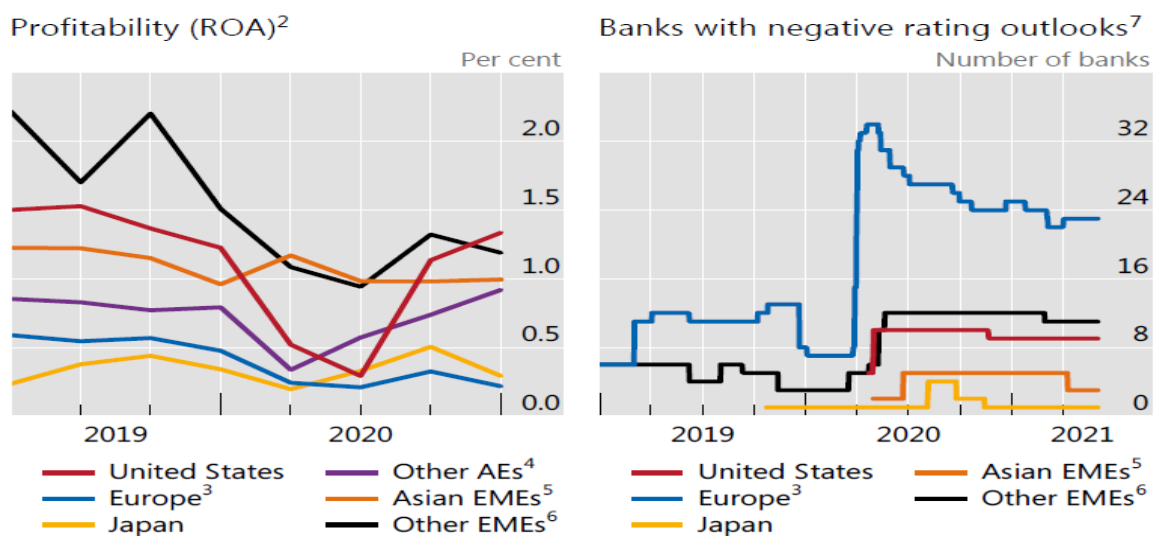
²⁴ Vgl. Memmel, C., Seymen, A., Banken mit niedrigem Gewinn gehen verstärkt Risiken im Niedrigzinsumfeld ein, in: Deutsche Bundesbank, Research Brief, 42. Ausgabe, Oktober 2021, S. 2.

²⁵ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 2/2022, S. 44*.

der kreditnehmenden Unternehmen niederschlagen und so manches Geschäftsmodell zusammenbrechen lassen.

Das gilt für europäische Banken aufgrund schlechter Profitabilität und entsprechendem Rating in ähnlichem Umfang. Die Befunde für deutsche Banken lassen sich grundsätzlich auch auf europäische Banken übertragen. Auch sie haben im internationalen Vergleich eine schlechte Wettbewerbsposition und überdurchschnittlich oft langfristig entsprechend negativ eingestufte Geschäftsaussichten (vgl. Abb. 4).

Abbildung 4



² ROA = return on assets, calculated as operating income as a share of total assets; asset-weighted average of banks in each region.

³ BE, CH, DE, ES, FR, GB, IT, NL and SE. ⁴ AU and CA. ⁵ CN, ID, IN, KR and SG. ⁶ AR, BR, MX, RU, SA, TR and ZA. ⁷ Outlooks from Fitch on foreign currency long-term issuer default ratings, including negative watches. For banks in other AEs, there were no negative outlooks during the period shown.

Quelle: BIS, Annual Economic Report 2021, S. 5.

Eine zielgerichtete, weiterhin expansive Geldpolitik kann die Gefahren bei den Banken und Unternehmen zwar mildern und weiterhin zeitlich strecken, damit würden dann aber auch die beschriebenen Nebenwirkungen dieser Politik weiter steigen und die Probleme grundsätzlich verschärfen.

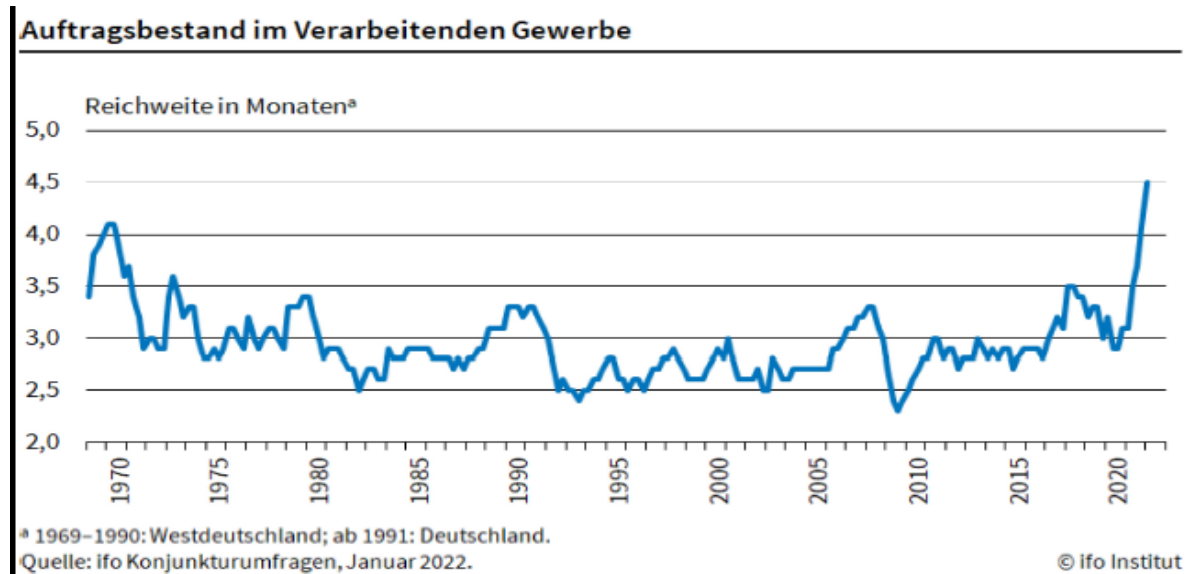
Sobald die Inflationsraten dauerhaft deutlich über ihren Zielwerten liegen, wird die Geldpolitik jedoch den Staaten nicht im gewohnten Maße mit Anleihekäufen über ihre Refinanzierungsprobleme helfen können, da die Sicherung der Preisstabilität oberste Priorität in der EZB-Politik haben sollte.²⁶ Mit weiter sinkenden Realzinsen und realistischeren Risikobewertungen im Euroraum dürften öffentliche Anleihen an Attraktivität verlieren. Und dafür, dass die Inflationsraten dauerhaft erhöht bleiben, gibt es eine Reihe von Indikatoren.

²⁶ Es könnten zudem vermehrt rechtliche Probleme mit der Zulässigkeit der Staatsanleihekäufe auftreten. Eine Problemlösung über Änderungen der regulatorischen Rahmenbedingungen wird hier jedoch ausgeschlossen.

Indikatoren der Inflationsentwicklung

Die Umfrageergebnisse des ifo Instituts zeigen für Januar 2022 einen rapiden Anstieg der Auftragsbestände in der deutschen Industrie, wie er im historischen Vergleich seit 1969 noch nicht gemessen wurde:

Abbildung 5



Die Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe Deutschlands wird demnach entsprechend ansteigen und nochmals über den zurzeit bereits überdurchschnittlichen 85,5 % liegen. Trotz der mit dem Ukraine-Krieg verbundenen ökonomischen Verwerfungen müssen diese Aufträge erst einmal abgearbeitet werden, bevor wieder eine Normalisierung der Lage eintreten könnte. Es ist davon auszugehen, dass der Preisdruck, den das Statistische Bundesamt beispielsweise für den Großhandel im Januar 2022 mit 16,2 % gegenüber dem Vorjahr, den Baupreisindex im gesamten Jahr 2021 mit einem Zuwachs der Erzeugerpreise um 10,5 % und dem Anstieg der Baugenehmigungen für fast das ganze Jahr 2021 um ca. 4,5 % gegenüber dem Vorjahreszeitraum meldet,²⁷ sich auf große Teile der deutschen Wirtschaft übertragen wird. Es bahnt sich ein großflächiger Preisschub an, wie er in Deutschland in den letzten 50 Jahren nicht beobachtet wurde. So sind die industriellen Erzeugerpreise im Januar 2022 gegenüber dem Vorjahreswert um 25 % gestiegen; ein Spitzenwert seit 1949.²⁸

Der Grad der Kapazitätsauslastung im Verarbeitenden Gewerbe der EU ist einer der „harten“ Indikatoren zur Beurteilung der konjunkturellen Lage. Er ist gegenüber dem langjährigen Durchschnitt von 1999 bis 2015 mit 80,6 % auf 81,9 % im Januar 2022 angestiegen. Die trendmäßig höhere Kapazitätsauslastung setzte mit 82,6 % bereits im 2. Vierteljahr 2021 ein und lief der Inflation (gemessen am HVPI) damit um ein Quartal voraus.²⁹ Daran gemessen ist davon auszugehen, dass sich die Inflationsraten zwar etwas gebremst, aber weiterhin deutlich über

²⁷ Vgl. Statistisches Bundesamt, Pressemitteilungen Nr. 56 und Nr. 59 vom 10. und 11. Februar 2022.

²⁸ Ebenda, Pressemitteilung Nr. 69 vom 21. Februar 2022.

²⁹ Vgl. EZB, Wirtschaftsbericht 1/2022, S. S 12 und S 14.

dem von der EZB gewünschten Zielwert von 2 % bis ins Frühjahr 2022 fortentwickeln werden. Aufgrund des Ukraine-Krieges wird dieser Trend aber nicht abgebremst sondern beschleunigt werden, wie der letzte Preisanstieg im Februar gegenüber Januar 2022 bereits zeigt.

Dies gilt grundsätzlich auch für die Kernrate (HVPI ohne Energie und Nahrungsmittel) der Verbraucherpreise. Sie lag im Januar 2022 bei ebenfalls weit überdurchschnittlichen 2,3 %. Ein Blick auf die industriellen Erzeugerpreise bestätigt diese Grundaussagen und zwar auch dann, wenn sie ohne die Energiekostenentwicklung berechnet werden; ihr Anstieg lag im Euroraum zuletzt bei 9,8 %. Ebenso deuten die Branchen- und Verbraucherumfragen darauf hin, dass sowohl Anbieter als auch Nachfrager für die kommenden Monate mit deutlichen Preissteigerungen rechnen.³⁰

Da die EZB mit Rücksicht auf die ausufernde Staatsverschuldung der Euroländer, die weitgehende Abhängigkeit der Kreditinstitute von unbegrenzter, zinsloser Mittelvergabe und die Wertberichtigungsbedarfe der Banken, nur sehr zögerlich auf diese Preisentwicklungen wird reagieren können, kann der Preisschub 2022 zunächst weitgehend ungebremst zum Tragen kommen. Damit ist die Wahrscheinlichkeit für Zweitrundeneffekte bei der Inflationsentwicklung deutlich erhöht. Mit einem typischerweise einjährigen Zeitverzug könnten die Nominallöhne an die Inflationsentwicklungen ab Mitte 2021 noch in 2022 angepasst werden. Da in Deutschland die Reallöhne bereits in zwei aufeinanderfolgenden Jahren (2020: -1,1 % und 2021: -0,1 %)³¹ gesunken sind und ein grundsätzlicher Fachkräftemangel besteht, ist mit deutlichen Lohnforderungen zu rechnen. Dies gilt tendenziell auch für den Euroraum insgesamt: Nach Unternehmensbefragungen liegt der Beschäftigungsaufbau hier aktuell auf einem Dreimonatshoch³² und die Arbeitslosigkeit bereits wieder unter dem Vor-Corona-Krisen-Niveau³³.

Auch die angebotsverknappenden Lieferengpässe dürften wohl noch länger andauern. Einer der Indikatoren dafür sind die Frachtraten der 40-Fuß-Container. Diese sind im Zusammenhang mit der Corona-Krise ab Herbst 2020 etwas zeitverzögert stark in Bewegung geraten. Die Frachtraten haben sich um bis zu 800 % verteuert. Gründe dafür sind u.a. zumindest in Europa in wettbewerbsrechtlichen Ausnahmeregelungen zu finden, die bis zum Frühjahr 2024 wirken können.³⁴ Der Ukrainekrieg wird mit den damit verbundenen ökonomischen Umbrüchen und Verwerfungen, insbesondere bei der Energie- und Rohstoffbeschaffung, zusätzlich und dauerhaft preistreibend wirken, da in Zweitrundeneffekten (z.B. bei energieintensiver Produktion) Kostensteigerungen zu erwarten sind.

Bezüglich der Vermögenspreisentwicklungen zeigt sich seit geraumer Zeit insbesondere bei den Immobilienpreisen ein rascher Anstieg, der sich zunehmend von den verfügbaren Ein-

³⁰ Vgl. EZB, Wirtschaftsbericht 1/2022, S. S 15 f.

³¹ Statistisches Bundesamt, Pressemitteilung Nr. 65 vom 16. Februar 2022.

³² Vgl. Deka Makro Research vom 21. Februar 2022

³³ Vgl. EZB, Wirtschaftsbericht 1/2021, S. 19.

³⁴ Vgl. FAZ vom 22. und 23. Februar 2022.

kommen der Haushalte in Europa abkoppelt.³⁵ Ausgehend von einem bereits erhöhten Niveau hat sich – vor allem auch in Deutschland – die vom ESRB diagnostizierte Überbewertung der Wohnimmobilien gegenüber dem Jahresende 2019 nochmals deutlich beschleunigt. Demnach nimmt Deutschlands Wohnimmobilienmarkt bei der Risikogewichtung einer Reihe von Frühindikatoren für zunehmende Stabilitätsrisiken bereits Spitzenplätze und oftmals kritische Gruppierungen ein, weshalb an Deutschland schon 2019 offizielle Ermahnungen durch den ESRB gingen.³⁶ Insbesondere für sog. A-Städte in Deutschland (Berlin, Düsseldorf, Frankfurt, Hamburg, Köln, München, Stuttgart) werden im Frühjahrsgutachten der sog. Immobilienweisen die fortgesetzten Anstiege und das „enorme Niveau der Kaufpreise“ als „durchaus beängstigend“ klassifiziert. Bereits früher seien nach Meinung der Autoren „...vernehmliche Warnungen ausgesprochen (worden), die weiterhin und mit nochmals größerem Nachdruck wiederholt werden müssen.“³⁷

All diese – über selbstgenutztes Wohneigentum auch für den Verbraucherpreisindex³⁸ – grundsätzlich preistreibenden Tatsachen finden vermehrt unter professionellen Marktbeobachtern Beachtung. Die Sonderfrage zur Inflationserwartung in der Eurozone durch den ZEW Finanzmarkttest vom Februar 2022 (vor dem Ukraine-Krieg), auf Basis der Einschätzungen von ca. 350 sog. Finanzexperten, signalisiert Preissteigerungen bis 2024, die deutlich über dem Inflationsziel der EZB liegen. Die prognostizierte Verbraucherpreisinflation liegt demnach für 2022 bei 3,8 %, für 2023 bei 2,7 % und auch noch im Folgejahr bei 2,3 %. Bemerkenswert an diesen Einschätzungen ist u.a., dass sie sich innerhalb von nur drei Monaten seit November 2021 um bis zu 1,4 Prozentpunkte nach oben entwickelt haben. Maßgeblich dafür waren insbesondere Neubewertungen der Energie- und Rohstoffpreisentwicklungen sowie die internationalen Lieferengpässe.³⁹ Der Ukraine-Krieg dürfte diese Einschätzungen wohl nochmals deutlich steigen lassen, obwohl der Krieg auch die Nachfrage etwas dämpfen wird.

Gestützt werden die gestiegenen Inflationserwartungen von den umfragebasierten, konjunkturellen Stimmungsbildern für den Euroraum und Deutschland. Für den Euroraum verbessert sich die Konjunktüreinschätzung leicht⁴⁰ und für Deutschland melden die Unternehmen durchgängig deutliche Konjunkturaufhellungen in Folge.⁴¹ Die Einkaufsmanagerindizes für den Euroraum und Deutschland haben sich im Februar insgesamt spürbar verbessert und liegen eindeutig im sog. Wachstumsbereich.⁴² Das Economic Sentiment der EU-Kommission deutet ebenfalls auf

³⁵ Vgl. European Systemic Risk Board (ESRB), Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries, February 2022, S. 14 ff.

³⁶ Vgl. European Systemic Risk Board (ESRB), Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries, February 2022, S. 2 ff, S. 14 ff. und S. 25.

³⁷ Vgl. Frühjahrsgutachten Immobilienwirtschaft 2022, S. 209.

³⁸ Die Berücksichtigung selbstgenutzten Wohneigentums im HVPI wird für frühestens 2026 erwartet. Der EZB-Rat bezieht die damit verbundenen Verbraucherpreissteigerungen zwischenzeitlich jedoch in seine geldpolitischen Beurteilungen ein. Vgl. EZB, Wirtschaftsbericht 1/2022, S. 104 und S. 106.

³⁹ Vgl. ZEW, Finanzmarktreport März 2022, S 3 f.

⁴⁰ Vgl. ZEW, Finanzreport März 2022, S. 2.

⁴¹ Vgl. ifo, Geschäftsklimaindex vom 22. Februar 2022.

⁴² Vgl. Deka, Makro Research vom 21. Februar 2022.

eine Fortsetzung des ökonomischen Aufschwungs im Euroraum hin;⁴³ das Industrier Vertrauen liegt nur knapp unter seinem Allzeithoch.⁴⁴ Nach den Umfrageergebnissen des ifo Instituts planen im Februar so viele Unternehmen Preiserhöhungen in den kommenden drei Monaten wie nie zuvor.⁴⁵ Auch die monatlichen Umfragen der Bundesbank (vor dem Ukraine-Krieg) zu den Inflationserwartungen bei den Privathaushalten und den Unternehmen für die kommenden zwölf Monate werden mit Werten zwischen 4,2 % und 4,5 % angegeben. Die Inflationserwartungen der Unternehmen für die nächsten drei bis fünf Jahre liegen mit rund 3,5 % auch noch erheblich über dem offiziellen Inflationsziel der EZB von 2 %.⁴⁶

Es gibt mithin ausreichend Hinweise darauf, dass die sog. Verankerung der Inflationserwartungen der Märkte wohl nicht mehr verlässlich gegeben und ein massives Gegensteuern der EZB überfällig ist. Sollte die EZB jetzt mit einer restriktiveren Geldpolitik starten, würde es wegen der aufgebauten, erheblichen Reserven der Banken, vornehmlich in Gestalt der Höhe ihrer Einlagefazilitäten, jedoch noch länger dauern, bis die restriktiveren Maßnahmen in der Realwirtschaft ankommen.⁴⁷ Die o.g. Inflationserwartungen der Marktteilnehmer dürften das zu einem gewissen Grad antizipieren.

Produktivität und Zombie-Firmen in fortgeschrittenen Volkswirtschaften

Erhöht die EZB jedoch die Zinsen, um die Inflation einzudämmen, würgt sie ggf. nicht nur den Aufschwung ab. Es entstehen auch massive strukturelle Probleme. Die Fristentransformationsproblematik der Banken bei der Immobilienfinanzierung würde erweckt und neu emittierte europäische Staatsschulden würden einer Risikoprämienenerhöhung unterworfen. Eine Loslösung von dieser Dilemma-Struktur könnte in dauerhaft hohen, überdurchschnittlichen Wachstumsraten der Volkswirtschaften liegen. Ob diese angesichts strukturell bedingter geringer Wachstumsraten der Produktivität möglich sind, ist aber zweifelhaft.

Seit den 1980er Jahren steigt der Beitrag der aufstrebenden Volkswirtschaften zum globalen Wirtschaftswachstum von Jahrzehnt zu Jahrzehnt stetig an. Die fortgeschrittenen Volkswirtschaften hatten in den 2010er Jahren nur noch zu rund einem Viertel daran Anteil. Zerlegt man das BIP-Wachstum in das der Arbeitsproduktivität (kurz: Produktivität) und jenes der Beschäftigung, so lassen sich Rückschlüsse auf die Entwicklungsmuster ziehen. Demnach ist in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften der Anteil der Beschäftigung am Wirtschaftswachstum in

⁴³ In dem Indikator ist allerdings der Krieg in der Ukraine nicht berücksichtigt. Dieser wird im Euroraum u.a. ebenfalls stark inflationsbeschleunigend wirken.

⁴⁴ Vgl. Deka, Makro Research vom 25. Februar 2022.

⁴⁵ Vgl. ifo, Pressemitteilung vom 25. Februar 2022.

⁴⁶ Vgl. Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2021, S. 21.

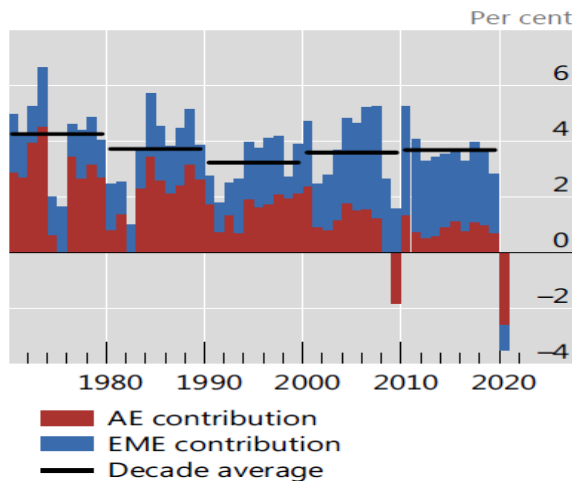
⁴⁷ Selbst Philip Lane, der Chefvolkswirt der EZB, geht davon aus, dass die geldpolitischen Instrumente der EZB zwischen 9 und 18 Monate benötigen, um zu wirken. Vgl. FAZ vom 24. Februar 2022.

den letzten drei Jahrzehnten größer geworden und hat in den 2010er Jahren bereits zu etwas mehr als der Hälfte zur BIP-Steigerung beigetragen (vgl. Abb. 6).⁴⁸

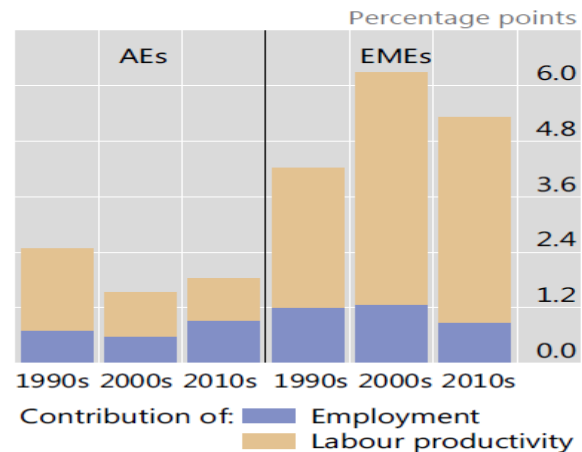
Abbildung 6

Recent developments in global GDP growth

EMEs have driven global growth in the 2000s¹



Labour productivity drove growth in EMEs, employment was key in AEs²



Quelle: BIS, Quarterly Review, March 2022, S. 48.

Anmerkung: AE: fortgeschrittene Volkswirtschaften, EME: Aufstrebende Volkswirtschaften.

Allerdings muss für die meisten der fortgeschrittenen Volkswirtschaften angenommen werden, dass aufgrund demographischer Entwicklungen der Beitrag der Beschäftigung zum BIP-Wachstum bereits in nächster Zeit zumindest deutlich abnehmen und dieser Pfad gemäß Projektion der BIS bis 2040 bestimmend bleiben wird.⁴⁹ Mithin rückt zur Beurteilung der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung der fortgeschrittenen Volkswirtschaften deren Arbeitsproduktivität in den Fokus der Analyse, da sie durch wirtschaftspolitische Maßnahmen flexibler und besser als die demographische Entwicklung zu beeinflussen ist.

Die Analyse des Trends der Arbeitsproduktivität für wichtige Industriestaaten in Amerika und Europa seit Beginn des 20. Jahrhunderts (vgl. Abb. 7) zeigt deren strukturellen und stark ausgeprägten Rückgang seit ungefähr den 60er Jahren des letzten Jahrhunderts.⁵⁰ Für die USA ist die Entwicklung weniger dramatisch. Dort ist mit einem mäßigen und auch nicht dauerhaften Rückgang der Produktivität der Sachverhalt nicht so einhellig wie in Europa. Allerdings bleibt es auch in den USA beim trendmäßigen Rückgang der Produktivität. Mit Ausnahme Italiens fallen in den betrachteten Industriestaaten die Trends der Produktivitätsraten spätestens seit der Jahrtausendwende. Welche Ursachen könnten diese Entwicklungen haben?

⁴⁸ Vgl. Nodari, G., Rees, D., Rungcharoenkitkul, P., Global growth: drivers and post-pandemic prospects, in: BIS, Quarterly Review, March 2022, S. 47 f.

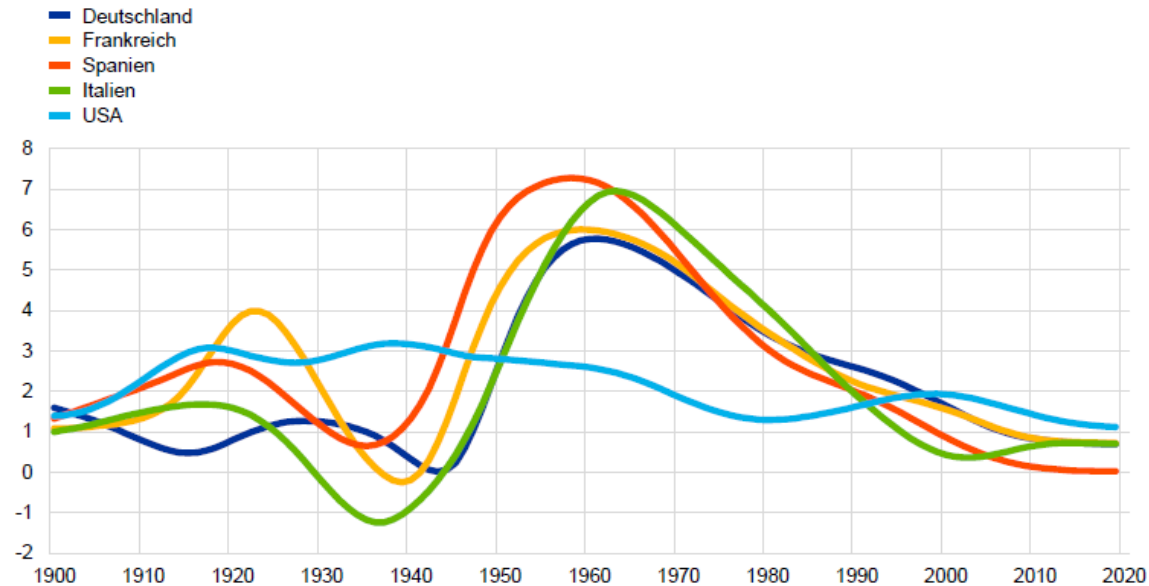
⁴⁹ Ebenda, S. 52 f.

⁵⁰ Vgl. EZB, Wirtschaftsbericht 7/2021, S. 104 f.

Abbildung 7

Trends des Arbeitsproduktivitätswachstums (BIP je geleistete Arbeitsstunde) in ausgewählten Euro-Ländern und in den USA

(geglättete Veränderung gegen Vorjahr in %)



Quellen: Eigene Berechnungen auf der Grundlage von: A. Bergeaud, G. Cette und R. Lecat, Productivity Trends in Advanced Countries between 1890 and 2012, Review of Income and Wealth, Bd. 62, Nr. 3, 2016, S. 420-444.

Anmerkung: Der Trend wird mithilfe eines Hodrick-Prescott-Filters unter Anwendung eines Glättungsparameters ($\lambda = 10$) berechnet.

Quelle: EZB, Wirtschaftsbericht 7/2021, S. 104.

Die Produktivität selbst kann – unter nicht allzu restriktiven Annahmen - wiederum als von der Totalen Faktorproduktivität (TFP) und der Kapitalintensität abhängig verstanden werden.⁵¹ Die Wachstumszerlegung der gesamtwirtschaftlichen Produktion für den Euroraum und die USA misst in einer Studie der EZB⁵² der TFP einen abnehmenden Beitrag zur Arbeitsproduktivitätsentwicklung von zunächst 68 % (1995 bis 2001) auf 55 % in den Jahren 2014 bis 2019 bei. Im Durchschnitt dieser 25 Jahre kommt die Analyse auf rund 60 % Wachstumsbeitrag der TFP und ca. 40 % aufgrund zunehmender Kapitalintensivierung.

Letztere ist jedoch starken Veränderungen, nicht nur in konjunkturellen Krisenzeiten, ausgesetzt. Aufgrund der geringeren Streuung als Bestandsgröße wird der Kapitalbestand (die Kapazitätsauslastung wird gesondert ausgewiesen), z.B. wegen Investitionszurückhaltung, weniger variieren. Nicht überraschend an der Kapitalintensitätsentwicklung ist, dass sie zwar in der großen Finanzkrise im Zeitraum von 2008 bis 2013 für die Euroländer und die USA ausgeprägte positive Wachstumsbeiträge liefert, jedoch im folgenden Zeitraum von 2014 bis 2019 geringeren Anteil hat. Während in den USA der Beitrag der Kapitalintensivierung an der Arbeitspro-

⁵¹ Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Produktivität: Wachstumsbedingungen verbessern, Nationaler Produktivitätsbericht 2019, S. 91.

⁵² Vgl. EZB, Wirtschaftsbericht 7/2021, S. 104 f.

duktivitätsentwicklung noch positiv war, wurde er im Euroraum allerdings negativ (vgl. Abb. 8), was erklärungsbedürftig ist.

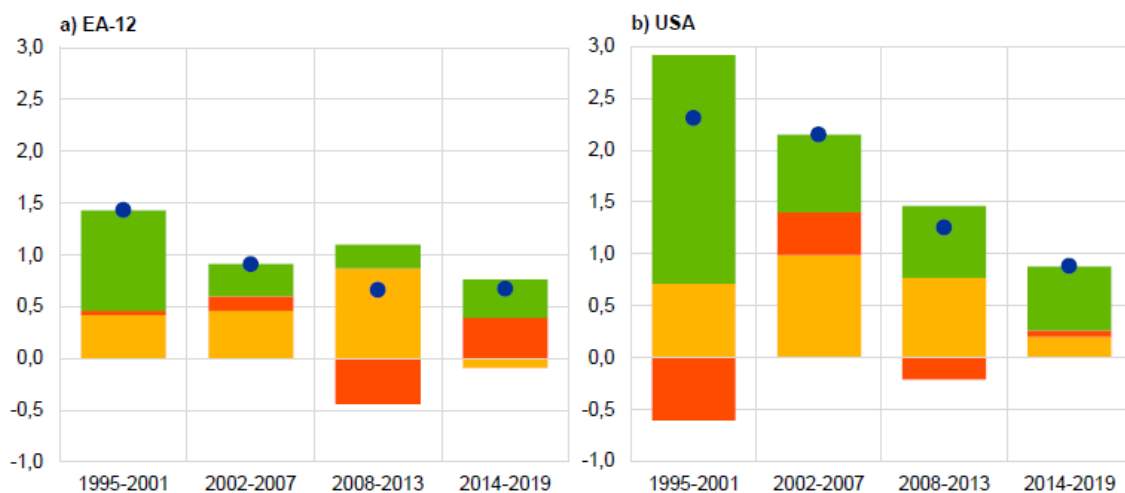
Von 1995 bis 2007 waren die absoluten Produktivitätsbeiträge der Kapitalintensität des Euroraums zumindest noch annähernd gleich hoch geblieben. Auffällig ist, dass die Kapitalintensität nach der großen Finanzkrise in beiden Wirtschaftsräumen deutlich unter ihren jeweiligen Beiträgen zur Stundenproduktivitätsentwicklung seit 1995 liegt. Zwar scheinen sich die Wachstumsraten der Arbeitsproduktivität im Euroraum und den USA von 2014 bis 2019 anzugleichen, was jedoch, wegen des großen Beitrags der Kapazitätsauslastung im Euroraum eher konjunkturell bedingt sein dürfte und damit am Strukturproblem des im Vergleich zu den USA trendmäßig niedrigeren Produktivitätsniveaus nichts ändert.

Abbildung 8

Beiträge zum Wachstum des BIP je geleistete Arbeitsstunde in den EA-12 und in den USA in unterschiedlichen Zeiträumen

(in Prozentpunkten)

- BIP je geleistete Arbeitsstunde
- Kapital je geleistete Arbeitsstunde
- Kapazitätsauslastung
- Totale Faktorproduktivität (TFP)



Quellen: Eigene Berechnungen anhand von Daten von AMECO, Eurostat und (für die USA) dem Board of Governors of the Federal Reserve System.

Anmerkung: EA-12 = Belgien, Deutschland, Irland, Griechenland, Spanien, Frankreich, Italien, Luxemburg, die Niederlande, Österreich, Portugal und Finnland. In diesem Aufsatz werden folgende Zeiträume untersucht, sofern entsprechende Daten verfügbar sind: die Jahre vor der Bargeldumstellung auf den Euro (1995-2001), die Zeit vor dem Ausbruch der Weltfinanzkrise (2002-2007), die Weltfinanz- und die Staatsschuldenkrise (2008-2013) sowie die Zeit nach der Weltfinanzkrise (ab 2014).

Quelle: EZB, Wirtschaftsbericht 7/2021, S. 105.

Da es sich bei der Kapitalintensität hier im Nenner um geleistete Arbeitsstunden handelt, könnten die Änderungsimpulse daraus abgeleitet werden. Der Arbeitseinsatz ist zwar im Betrachtungszeitraum gestiegen, er erklärt jedoch nur zum geringeren Teil den drastischen Rückgang der Kapitalintensivierung von 2014 bis 2019 im Euroraum. So liegt die Vermutung nahe, dass der Kapitaleinsatz (die Kapazitätsauslastung spielt hier also keine Rolle) starke Wertein-

bußen hinnehmen musste. Ein Erklärungsansatz ist, dass sich hier zunehmend eine Fehlallokation des Kapitals zeigt. So können in den Unternehmen Anlage- und Umlaufvermögenspositionen schlummern, die nicht mehr in ausreichendem Maße werthaltig sind und keinen positiven Beitrag zur Produktivitätssteigerung mehr leisten können.

Auch bei den Banken dürften sich Unternehmenskredite in größerem Umfang befinden, die einer Substanzwertberichtigung bedürften. Vor allem schwach kapitalisierte Banken haben Kredite an „nicht lebensfähige Firmen“ vergeben und diese Geschäfte durch langfristige Refinanzierungsinstrumente der EZB finanziert.⁵³ Auch verschiedene, insbesondere inländische Anleihebestände der Euro-Staaten im Besitz der Kreditinstitute im Euroraum sind nicht risiko-adäquat bilanziert (siehe unten). Sie bilden zusammen mit überbewerteten Immobilienkrediten (siehe oben) zusätzliche Risiken, die in den Aggregatsberechnungen des BIP und des gesamtwirtschaftlichen Kapitalstocks bzw. -einsatzes einmal ihren Niederschlag finden werden. Die Arbeitsproduktivität wird dann nochmals sinken.

Der Teil der Produktivitätsentwicklung, der nicht direkt mit der Kapitalintensität erklärt werden kann, lässt sich mit der TFP als „catch all“-Variable oder Residualgröße analysieren. Für deren tendenziellen Rückgang (vgl. Abb. 8) kommt eine Reihe von Gründen in Betracht. Strukturelle Gründe für den dramatischen Produktivitätsrückgang der europäischen Industrienationen ab ungefähr 1960 könnten u.a. in einem Technologieschock durch computergestützte Produktion, den Ölpreiskrisen, einer einsetzenden Tertiarisierung der Wirtschaftsstrukturen, einer zunehmenden Bürokratie sowie einem hohen Schuldenstand bei Unternehmen und Staaten zu finden sein. Im Analysezeitraum von 1995 bis 2019 hinterlassen zudem mindestens zwei Konjunkturzyklen, das Ende des Aktienbooms der sog. New Economy, der Terroranschlag auf die USA im September 2001, die Immobilien-, die große Finanz- und die europäische Staatsschuldenkrise, die dadurch verursachte Unterauslastung der Beschäftigten (z.B. durch Kurzarbeit), der demographische Wandel sowie die Niedrigzinspolitik ihre auch strukturellen Spuren.

Auffällig ist, dass in den USA, aber insbesondere im Euroraum, die Stundenproduktivität von 1999 bis 2019 jeweils deutlich höher liegt als die gemessene Arbeitsproduktivität auf Basis der Anzahl der Erwerbstätigen (kurz: Arbeitsproduktivität).⁵⁴ Vor allem nach der großen Finanzkrise bis zum Jahre 2012 ist dieser Effekt stark ausgeprägt. In Italien waren die Trendraten der Arbeitsproduktivität während des gesamten Zeitraums im Durchschnitt negativ, die der Stundenproduktivität aber positiv. Bis 2012 waren dort die jeweiligen Wachstumsunterschiede der beiden Produktivitätsmessungen besonders groß. Entsprechender sog. mismatch am Arbeitsmarkt könnte so den Anstieg der italienischen Stundenproduktivität nach 2002 (vgl. Abb. 7) erklären. Mitverursacht durch umfängliche Kurzarbeiterregelungen war die Diskrepanz beider Produktivitätsmessungen auch in Deutschland von 2008 bis 2012 stark ausgeprägt. Staatliche Stützungsmaßnahmen bei der Beschäftigung und Arbeitsmarktrigiditäten im Euroraum scheinen die Produktivität in den untersuchten zwei Jahrzehnten insgesamt stark gebremst zu ha-

⁵³ Vgl. Bittner, C., Fecht, F., Georg, C., Contagious zombies, in: Deutsche Bundesbank, Discussion Paper No 15/2021, S. 3.

⁵⁴ Vgl. dazu und im Folgenden die Daten der Deutschen Bundesbank, Monatsbericht 1/2021, S. 17.

ben. So waren die beschriebenen Effekte im Vereinigten Königreich und den USA erwartungsgemäß deutlich weniger wirksam.

Die mehr oder weniger stark ausgeprägten Arbeitsmarktrigiditäten in den untersuchten Staaten haben sich nach der großen Finanzkrise anscheinend jeweils verfestigt. Überall bleiben die Zuwächse bei der Stundenproduktivität nach der großen Finanzkrise deutlich hinter ihren Vorkrisenwerten zurück.⁵⁵ Das kann damit begründet werden, dass Rezessionen mit vorausgehenden hohen Schuldenständen und –diensten erstens tiefer und länger sind als sonstige Rezessionen und sie zweitens mit höheren Arbeitslosenraten und ggf. auch verstärkten Arbeitsmarktrigiditäten einhergehen.⁵⁶ Letztlich scheinen Marktineffizienzen und hysteretische Effekte umso größer auszufallen, je höher die Staats- und Unternehmensverschuldungsquoten in Rezessionen sind.

Zum rückläufigen Produktivitätstrend wird auch beigetragen haben, dass die Veränderungen der Wirtschaftsstrukturen weniger Produktivitätsgewinne zulassen. Mit schrumpfendem Industrieanteil und wachsender Bedeutung der Dienstleistungssektoren können gesamtwirtschaftlich möglicherweise nur geringere Produktivitätssteigerungen erzielt werden. Allerdings scheinen auch das Verarbeitende Gewerbe und der Wirtschaftsbereich Kommunikation und Information unterdurchschnittliche Wachstumsraten der Produktivität aufzuweisen.⁵⁷ Die Ursachen dafür können wiederum in schweren Rezessionen liegen. Sie schwächen die Adaption von Innovationen und behindern eine optimale Faktorallokation.⁵⁸

So eine schwere Behinderung der optimalen Faktorallokation erinnert an die Anfänge der Wachstumsschwäche der japanischen Wirtschaft ab den 1990er Jahren, wo sog. „zombie lending“ zur Fehlallokation von Ressourcen und zu negativen Effekten beim Produktivitätswachstum führte.⁵⁹ Auch in den meisten fortgeschrittenen Volkswirtschaften nimmt seit Mitte der 1980er Jahre der geschätzte Anteil der Zombie-Firmen⁶⁰ signifikant zu (vgl. Abb. 9) und betrifft nach Schätzungen der BIS mindestens jedes siebte Unternehmen.⁶¹ Deren Anteil stieg insbesondere mit der großen Finanzkrise stark an und verharrte vor der Corona-Krise auf hohem Niveau. Außerdem ist die Wahrscheinlichkeit für ein Unternehmen sich aus der misslichen Lage herauszuarbeiten demnach, mit etwas mehr als 10 %, recht gering. Der Anstieg der Wahr-

⁵⁵ Vgl. Deutschen Bundesbank, Monatsbericht 1/2021, S. 17.

⁵⁶ Vgl. BIS, Annual Economic Report 2021, S. 49 f.

⁵⁷ Vgl. Deutsche Bundesbank, Monatsbericht 1/2021, S. 18 f.

⁵⁸ Ebenda, S. 18 ff.

⁵⁹ Vgl. Vgl. Banerjee, R., Hofmann, B., Corporate zombies: Anatomy and life cycle, in: BIS, Working Papers, No 882, 2020, S. 4 f.

⁶⁰ Zombie-Firmen werden von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich „...definiert als börsennotierte Firmen, die seit mindestens 10 Jahren bestehen und bei denen der Quotient aus Betriebsergebnis (vor Zinsen und Steuern) und Zinsaufwendungen weniger als 1 beträgt.“ BIS bzw. BIZ, 87. Jahresbericht, S. 60. Von dieser Definition gibt es in anderen Publikationen und den Abbildungen hier öfter Abweichungen. In den jeweiligen Anmerkungen zu den Abbildungen wird darauf hingewiesen. Im Text hier werden die jeweiligen Definitionen verwendet. Vgl. zu den Auswirkungen unterschiedlicher Definitionen: Banerjee, R., Hofmann, B., The rise of zombie firms: causes and consequences, in: BIS Quarterly Review, 2018, S. 70.

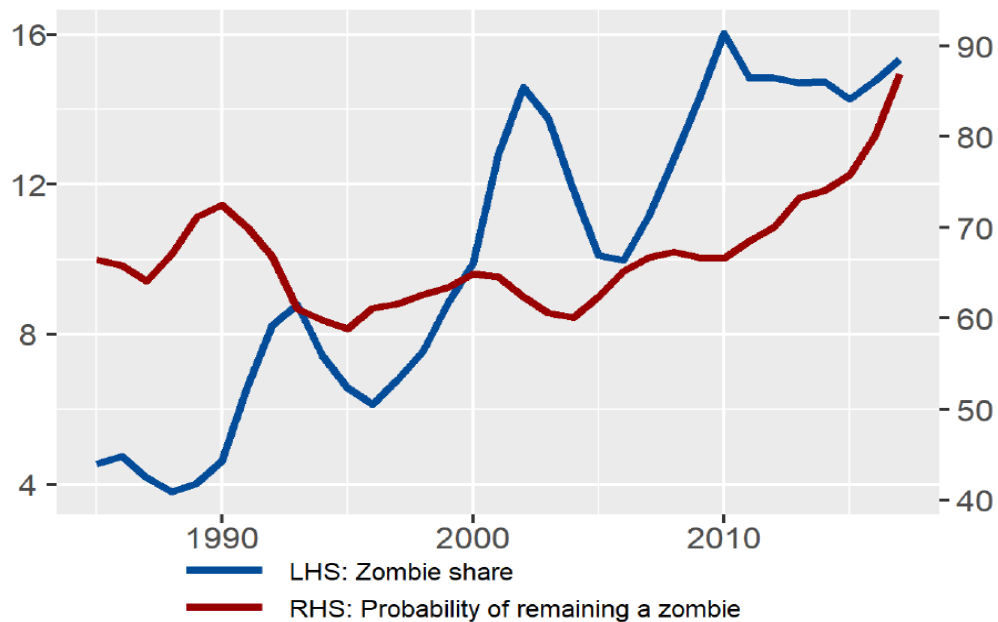
⁶¹ Vgl. Banerjee, R., Hofmann, B., Corporate zombies: Anatomy and life cycle, in: BIS, Working Papers, No 882, 2020, S. 4 ff.

scheinlichkeit, im Zombie-Status zu verharren, korreliert positiv mit der Anzahl der Zombie-Firmen.

Abbildung 9

Zombie share and persistence¹

In per cent



¹ Zombie firms defined as firms with both an interest coverage ratio of less than 1 and a Tobin's q below the median firm in the sector over two years. To be declassified as a zombie firm, an ICR larger than one or a Tobin's q above the sector median over two years is required. The probability of remaining a zombie firm is calculated as the number of firms that are classified a zombie in year t that remain a zombie in year $t+7$ divided by the number of firms that are classified a zombie in year t .

Quelle: Banerjee, R., Hofmann, B., Corporate zombies: Anatomy and life cycle, in. BIS, Working Papers, No 882, 2020, S. 8.

Mit der Pandemie dürfte der Anteil gefährdeter Unternehmen noch deutlich gestiegen sein. In Europa lag vor der Corona-Krise der Anteil der Zombie-Firmen meist zwischen 10 % und 15 % der börsennotierten Unternehmen.⁶² Der Bezug auf Letztere erklärt auch, warum der Anteil der Zombie-Firmen in den angelsächsischen Ländern mit bis zu rund 30 % deutlich höher liegt. Die europäischen Werte dürften daher auch nur eine Untergrenze für die Gesamtzahl der betroffenen Firmen sein.

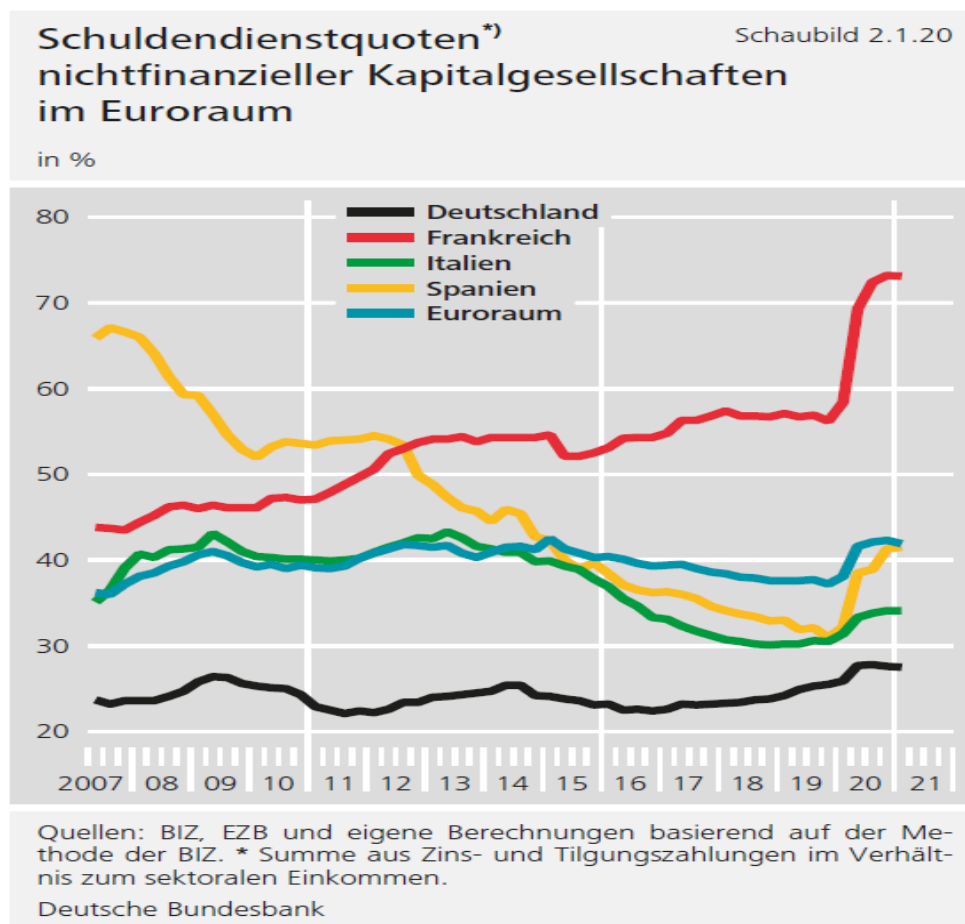
Selbst im EZB-Rat wird wohl die Gefahr gesehen, dass die (ultra-)expansive Geldpolitik zu weiterer Fehlallokation von Ressourcen, Verringerung der Risikoaversion und „zombie lending“ führen könnte. Nicht mehr der gesamte EZB-Rat, sondern nur noch eine Mehrheit geht davon aus, dass die Geldpolitik die Unternehmen stützt: „Die Ratsmitglieder waren mehrheitlich der Ansicht, dass eine akkommodierende Geldpolitik die Bilanzen von Unternehmen und Finanzin-

⁶² Vgl. Banerjee, R., Hofmann, B., Corporate zombies: Anatomy and life cycle, in. BIS, Working Papers, No 882, 2020, S. 10.

stituten stärke ...“⁶³ D.h., eine Minderheit der Ratsmitglieder geht wohl davon aus, dass die gegenwärtige Geldpolitik die Bilanzen ggf. auch schwäche. So haben z.B. Zombie-Unternehmen ein großes Insolvenzrisiko und beinhalten ein großes Ansteckungspotential für andere Marktteilnehmer. Dass expansive geldpolitische Schocks auch so wirken können, lässt sich an auf sie folgende Nachfrage- und Unternehmensgewinnsteigerungen modelltheoretisch zeigen: Demnach werden geringproduktive Unternehmen im Markt verbleiben und ebensolche hinzutreten; die Produktivität der verbleibenden Firmen wird nach expansiven geldpolitischen Schocks sinken.⁶⁴

Die Wahrscheinlichkeit der „Zombifizierung“ großer Teile der europäischen Wirtschaft hat mit der großen Finanzkrise – spätestens aber mit der Corona-Krise – zugenommen und liegt seitdem auf hohem Niveau (vgl. Abb. 9 und 10). Die abgebildeten Schuldendienstquoten bewegen

Abbildung 10



Quelle: Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2021, S. 38.

⁶³ EZB, Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates vom 15./16. Dezember 2021, S. 24.

⁶⁴ Vgl. Hartwig, B., Lieberknecht, P., Monetary Policy, Firm Exit and Productivity, in: Deutsche Bundesbank, Discussion Paper, No 61/2020, S. 3.

sich am aktuellen Datenrand ab 2020 in diese Richtung.⁶⁵ Das teilweise und vorübergehende Absinken der europäischen Schuldendienstquoten von 2015 bis 2019 hat die Zombie-Anteile in dieser Zeit aber steigen lassen (vgl. Abb. 9). Zu berücksichtigen ist, dass in der Schuldendienstquote auch Tilgungsleistungen bei gleichzeitig außerordentlich niedrigen Zinsniveaus enthalten sind. Das zeitweise Absinken der Schuldendienstquoten dürfte demnach auf die enthaltenen Tilgungsleistungen zurückzuführen sein. Sollte sich das Zinsänderungsrisiko durch die zunehmenden Inflationsgefahren realisieren, wird die Wahrscheinlichkeiten für eine weiter zunehmende Anzahl an Zombie-Firmen deutlich ansteigen.

Eine Loslösung von der Dilemma-Struktur der als vom EZB-Rat notwendig erachteten expansiven Geldpolitik und der damit verbundenen Gefahren, die die sog. Nebenwirkungen dieser Politik (z.B. der Zombifizierung und Ansteckungsgefahren für gesunde Unternehmen, Abbau der Risikoaversion, fiskalische Dominanz der Geldpolitik) betreffen, könnte in dauerhaft hohen, überdurchschnittlichen Wachstumsraten der europäischen Volkswirtschaften liegen, die die Geldpolitik durch Nachfragefinanzierung noch anstoßen könnte. Ob diese, angesichts niedriger Ausgangsniveaus der Produktivität möglich sind, ist aber zweifelhaft. Insbesondere die hohe und zunehmende Anzahl an Zombie-Firmen und insolvenzgefährdeter Unternehmen, die sich seit der großen Finanzkrise gebildet haben, lassen mittelfristig eher schwache Wachstumsaussichten wahrscheinlicher werden. Keine funktionierende Volkswirtschaft wird dauerhaft mit negativen Realzinsen wirtschaften können, ohne dass es zur Fehlallokation von Kapital und geschmälertem Wachstum kommt.⁶⁶

Während das Niveau der Schuldendienstquoten für deutsche Unternehmen im Vergleich zu denen anderer großer Volkswirtschaften des Euroraums zwar noch als relativ gering eingeschätzt werden kann (vgl. Abb. 10) und auch der Anteil der Zombies (vor der Corona-Krise) mit 10 %⁶⁷ vergleichsweise gering war, ist die Ausfallgefährdung der an diese Unternehmen vergebenen Kredite doch als eher beträchtlich einzuschätzen, auch wenn die internen Ausfallmodellierungen der Banken eine andere Perspektive einnehmen (vgl. Abb. 3).

Durch den Ukraine-Krieg und der Abschwächung des chinesischen Wachstums mit seinen strukturellen Problemen, dürften die Zinsänderungsrisiken jedenfalls gestiegen sein. Verstärkte staatliche Eingriffe in chinesische Marktprozesse, wie durch Reglementierungen der Kreditvergabemöglichkeiten im Banken- und Schattenbankensystem, eine auch staatliche Dämpfung des Immobilienbooms, eine Reduzierung der Börsenkapitalisierung insbesondere der Digitalkonzerne sowie politische Zielsetzungen im Zusammenhang mit protektionistischen Maßnahmen aufgrund geopolitischer Spannungen und nicht zuletzt das drohende Scheitern einer Corona-Schutz-Politik, könnten das chinesische Angebot dauerhaft senken und den Kostendruck für

⁶⁵ D.h. hier, dass die Schuldendienstquote ungefähr größer als 100 % sein müsste.

⁶⁶ Vgl. BIS, Annual Economic Report 2021, S. xiv.

⁶⁷ Vgl. Banerjee, R., Hofmann, B., a.a.O., S. 10.

westliche Marktwirtschaften bereits kurzfristig und anhaltend erhöhen. Und solche Kostenschocks können die Inflationsraten auch längerfristig beeinflussen.⁶⁸

Für viele Unternehmen haben sich bis vor der Corona-Krise die üblichen Bewertungskennziffern nicht verbessert und danach hat sich ihr Verschuldungsgrad deutlich erhöht, so dass ein neuerlicher wirtschaftlicher Abschwung oder steigende Finanzierungskosten nur schwer zu verkraften wären.⁶⁹ Ob durch die Corona-Krise die Digitalisierung und damit die Innovation und Produktivität in den Unternehmen maßgeblich befördert wird oder die Fehlallokationstendenzen durch langanhaltende staatliche Markteingriffe überwiegen, ist noch unklar. Die Erfahrungen mit der Entwicklung der Arbeitsproduktivität in den letzten 60 Jahren lässt jedoch vermuten, dass mit der Corona-Krise ähnliche Wirkungen verbunden sein dürften, die die Arbeitsproduktivität und das Wirtschaftswachstum auch schon in der Vergangenheit nachhaltig negativ beeinflusst haben.

Fazit

Die europäische Geldpolitik hat langfristig nicht marktgerechte Zinsniveaus verursacht. Sie trägt damit auch dazu bei, dass Investitionen mit negativen Realzinsen bei sinkender Produktivität realisiert werden. Aufgrund dieser Fehlallokation von Kapital kommt es zur Entwertung von Anlagevermögen. Durch nicht verbuchte, aber erforderliche Wertberichtigungen wird das nicht sichtbar. Letztlich entstanden dadurch Zombie-Firmen und neue kommen hinzu. Durch Zinsänderungsrisiken wird dieser Effekt bei den Banken und Unternehmen noch verstärkt. Die Zombies blähen das gesamtwirtschaftliche Angebot auf und könnten so die geringe Preisdynamik der letzten Jahre vor der Pandemie miterklären. Überlagert wird die Angebotsentwicklung momentan jedoch von steigenden Energie- und Rohstoffpreisen und anderen Kostenschocks. Sie machen das Platzen der Angebotsblase möglich, was die Inflationsraten potentiell schlagartig in die Höhe schießen lässt. Wird diese Entwicklung zeitgleich durch verschiedene Nachfrageeffekte (z.B. Wiederaufbaufonds, Lohnsteigerungen und Konsumnachholung) verstärkt, wird sich die Preisspirale weiter nach oben drehen und möglicherweise nur noch mit relativ brachialen geldpolitischen Mitteln zu bremsen sein. Gibt es keine hinreichenden Gegenmaßnahmen dürften die Inflationsraten, nicht nur in Europa, dauerhaft steigen. Der Ukraine-Krieg und seine Folgen lassen jedoch erwarten, dass im Euroraum der geldpolitische Expansionskurs nicht nennenswert oder zu spät ausgesetzt wird. Die Gefahr einer Stagflation würde dadurch zunehmen. Wie die europäische Zentralbank hier aus der Zwickmühle einer langanhaltenden Inflation von deutlich mehr als 2 % bei fortgesetzter expansiver Geldpolitik einerseits und andererseits, bei kontraktiver Geldpolitik, ohne großen Schaden für die Stabilität des Währungsraumes anzurichten, entkommen möchte, bleibt rätselhaft.

⁶⁸ Vgl. Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2021/22, S. 23.

⁶⁹ Vgl. Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2021, S. 41.

Literaturverzeichnis

- 1) Banerjee, R., Hofmann, B., Corporate zombies: Anatomy and life cycle, in: BIS, Working Papers, No 882, 2020.
- 2) Banerjee, R., Hofmann, B., The rise of zombie firms: causes and consequences, in: BIS Quarterly Review, 2018,
- 3) Bank for International Settlements, Annual Economic Report 2021 sowie 87. Jahresbericht 2017.
- 4) Bittner, C., Fecht, F., Georg, C., Contagious zombies, in: Deutsche Bundesbank, Discussion Paper No 15/2021.
- 5) Deka Makro Research vom 21. und 25. Februar 2022.
- 6) Deutsche Bundesbank, Finanzstabilitätsbericht 2021.
- 7) Deutsche Bundesbank, Geschäftsbericht 2021.
- 8) Deutsche Bundesbank, Monatsberichte 1/2021, 6/2021, 9/2021 und 2/2022.
- 9) European Systemic Risk Board (ESRB), Vulnerabilities in the residential real estate sectors of the EEA countries, February 2022.
- 10) Europäische Zentralbank, Wirtschaftsberichte 1/2022 und 7/2021.
- 11) Europäische Zentralbank, Zusammenfassung der geldpolitischen Sitzung des Rates vom 15./16. Dezember 2021.
- 12) Frankfurter Allgemeine Zeitung vom 22., 23. und 24. Februar 2022.
- 13) Frühjahrgutachten Immobilienwirtschaft 2022.
- 14) Hartwig, B., Lieberknecht, P., Monetary Policy, Firm Exit and Productivity, in: Deutsche Bundesbank, Discussion Paper No 61/2020.
- 15) ifo, Geschäftsklimaindex vom 22. Februar 2022.
- 16) ifo, Pressemitteilung vom 25. Februar 2022.
- 17) Memmel, C., Seymen, A., Banken mit niedrigem Gewinn gehen verstärkt Risiken im Niedrigzinsumfeld ein, in: Deutsche Bundesbank, Research Brief, 42. Ausgabe, Oktober 2021.
- 18) Nodari, G., Rees, D., Rungcharoenkitkul, P., Global growth: drivers and post-pandemic prospects in: BIS, Quarterly Review, March 2022.
- 19) Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Produktivität: Wachstumsbedingungen verbessern, Nationaler Produktivitätsbericht 2019.
- 20) Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung, Jahresgutachten 2021/22.
- 21) Sinn, H.-W., Die wundersame Geldvermehrung – Staatsverschuldung, Negativzinsen, Inflation, Freiburg i.B. 2021.
- 22) Statistisches Bundesamt, Pressemitteilungen Nummern 56, 59, 65 und 69.
- 23) ZEW, Finanzmarktreport März 2022.
- 24) ZEW, Finanzreport März 2022.