

Prof. Dr. Werner Gleißner, Dresden/Leinfelden-Echterdingen / Endre Kamarás, Leinfelden-Echterdingen

Volkswirtschaftliche Risiken und deren betriebswirtschaftliche Konsequenzen (Teil 1)

– Teil 1: Grundlagen –

Prof. Dr. Werner Gleißner ist Vorstand der FutureValue Group AG und Honorarprofessor an der TU Dresden (BWL, insb. Risikomanagement).

Endre Kamarás ist Partner bei der FutureValue Group AG.

Kontakt: autor@der-betrieb.de

Risiken des Umfelds und makroökonomische Krisen bestimmen die Entwicklung und den Erfolg von Unternehmen maßgeblich. Im ersten Teil des Beitrags wird gezeigt, mit welchen „Typen“ makroökonomischer Krisen sich Unternehmen präventiv auseinandersetzen sollten. Der zweite Teil des Beitrags geht dann speziell auf die „Corona-Krise“ 2020 ein, skizziert mögliche Weiterentwicklungsszenarien und erläutert betriebswirtschaftliche Konsequenzen, z.B. für Risikomanagement, Unternehmensstrategie und unternehmerische Entscheidungen der Krisenbewältigung.

I. Einführung

Entwicklung und Erfolg eines Unternehmens hängen ab von den wesentlichen „unternehmerischen Entscheidungen“, die die Unternehmensführung trifft, und der unsicheren Entwicklung des Unternehmensumfelds. Unternehmen sind einer Vielzahl von Chancen und Gefahren (Risiken) ausgesetzt, die zu einem erheblichen Teil aus dem Unternehmensumfeld kommen, also z.B. aus dem Verhalten von Kunden und Wettbewerbern resultieren. Die Gewinn- und Wertentwicklung praktisch aller Unternehmen ist in besonderer Weise abhängig von der unsicheren Entwicklung des makroökonomischen Umfelds, also von Größen, wie Rohstoffpreise, Zinssätze und insb. der Wachstumsrate des Volkseinkommens (und damit der Nachfrage). Extrem negative Auswirkungen makroökonomischer Risiken führen zu Krisen. Ohne proaktive Beschäftigung mit den Unsicherheiten der Zukunft wird ein Unternehmen von der nächsten Krise immer „überrascht“ werden und immer wieder feststellen, dass man nicht adäquat vorbereitet war. Auch in der Corona-Krise zeigt sich, dass viele Unternehmen schlecht vorbereitet waren und trotz der zu befürchtenden langfristigen Auswirkungen und denkbarer „Folgekrisen“ wurden oft nur kurzfristig wirksame „Sofortmaßnahmen“ initiiert. Die Konsequenz formuliert *Kolbusa* wie folgt:

„Wer jetzt nur ans Feuerlöschen denkt, wird Krisenverlierer.“¹

Die Ausbreitung der neuen Krankheit COVID-19 seit März 2020 hat die Wirtschaft vieler Länder in eine schwere makroökonomische Krise geführt. Dies hat alle bisherigen Konjunkturprognosen für 2020 innerhalb kürzester Zeit irrelevant gemacht. Das Anfang 2020 prognostizierte moderate Wirtschaftswachstum – sowohl in Deutschland als auch in der Welt – wurde durch die Erwartung einer Rezession abgelöst, zu der nur noch über die Stärke (Tiefe und Länge) eine Dis-

kussion besteht.² Es ist klar, dass die Unternehmen sich auf einen starken wirtschaftlichen Abschwung einstellen müssen, primär bedingt durch die Maßnahmen der Politik, die die Gesundheit der Bevölkerung schützen, aber harte Einschnitte in der Wirtschaft nach sich ziehen. Dauer und Auswirkung der Krise sind aber unsicher und diese Unsicherheiten müssen die Unternehmen bei der Planung von Maßnahmen zur Unternehmenssicherung berücksichtigen.

Der Auslöser der Krise kann in dieser Form für die letzten Jahrzehnte als beispiellos angesehen werden. Die Möglichkeit des Eintritts einer Pandemie und verbundene wirtschaftliche Auswirkungen werden jedoch in der Krisenforschung seit Langem betont. Ziel der Risiko- und Krisenforschung ist es dabei, die verschiedenen möglichen Krisen zu strukturieren, deren Zusammenhänge und Abläufe zu analysieren, und den Unternehmen und anderen Wirtschaftssubjekten – wie auch dem Staat – Werkzeuge in die Hand zu geben, um sich auf verschiedene zukünftige Risiken und mögliche daraus folgende Krisen möglichst gut vorzubereiten und somit die Robustheit der Unternehmen, der Wirtschaft als Ganzes und des Staates³ zu erhöhen.

In diesem ersten Teil des Beitrags wird nach einer Strukturierung der verschiedenen makroökonomischen Krisentypen die Corona-Krise 2020 und deren Verlauf charakterisiert und die betriebswirtschaftlichen Implikationen für eine Unternehmensstrategie skizziert. Dabei wird eine Simulationsstudie vorgestellt, die realistische Bandbreiten für die Entwicklung des Volkseinkommens in der Krise zeigt, auf die sich Unternehmen vorbereiten sollten.

II. Grundbegriffe und eine Systematisierung von Krisen

Betrachtet werden hier Risiken und Krisen, die, wie die Finanzmarktkrise⁴, viele Unternehmen eines oder mehrerer Staaten – sowie die Bürger und den Staat selbst – gravierend betreffen (und damit systematischer Natur sind).

Risiko und Unsicherheit sind ein wesentlicher Aspekt aller Krisen und entsprechend im Rahmen volkswirtschaftlicher Modelle und Prognosen zu berücksichtigen. Dabei werden jedoch im Sprachgebrauch die Begriffe Krise, Krisentyp, Risiko, Extremrisiko und Extremereignis unscharf definiert und teilweise als Synonym verwendet. Um die Begriffe – für diesen Beitrag – eindeutig abzugrenzen sollen die folgenden Definitionen gelten.

Risiko: Risiko drückt die *Möglichkeit* aus, dass durch Ereignisse und Entwicklungen ein von der Prognose abweichender Wert realisiert werden könnte. Ein *Extremrisiko* ist dabei ein Risiko, welches eine (sehr) niedrige aber noch relevante

2 Vgl. Gopinath, Reopening from the Great Lockdown: Uneven and Uncertain Recovery, IMF Blog, abrufbar unter <http://hbfm.link/7361> (Abruf: 24.06.2020), der von einer globalen Rezession ausgeht.

3 Vgl. Gleißner, Wie robust ist Deutschland. Erkenntnisse aus der Corona-Krise, Wirtschaftliche Freiheit online vom 25.04.2020, abrufbar unter <http://hbfm.link/7362> (Abruf: 27.04.2020).

4 Vgl. Gleißner, Grundlagen des Risikomanagements, 3. Aufl.

1 Kolbusa, Management in Zeiten von Corona: Wie durch die Krise führen?, abrufbar unter <http://hbfm.link/7055> (Abruf: 16.04.2020).

Eintrittswahrscheinlichkeit besitzt (z.B. 0,1% bis 1% p.a.)⁵ jedoch beim Eintritt zu extremen negativen Auswirkungen (Extremereignissen) führt. Sie können z.B. für Unternehmen auch alleine zu einer „bestandsgefährdenden Entwicklung“ i.S.d. § 91 AktG führen. Extremrisiken sind kein eigenständiges Risikofeld, sondern eine Charakterisierung von Risiken, die prinzipiell in jedem Risikofeld auftreten können.

Szenario: Während das Risiko nur die Möglichkeit eines Ereignisses bedeutet, stellt ein Szenario den konkreten Fall dar, in dem Risiken – mit spezifischer Ausprägung – eingetreten sind. Dieser kann ein tatsächlicher oder hypothetischer Fall sein. Ein Szenario beinhaltet also keine weiteren Risiken – Möglichkeiten von weiteren Abweichungen – mehr, sondern stellt den „quasi-sicheren“ Zustand unter Annahme der fixierten Risikoausprägungen dar. Ein *Extremwerteszenario* ist damit ein Szenario, in dem ein Extremrisiko mit einem Extremwert – und damit einer sehr hohen Schadenswirkung – eingetreten ist bzw. als eingetreten angenommen und inklusive dessen Folgewirkungen (modellkonsistent) dargestellt wird.

Krise: Eine Krise ist aus einem Szenario (eines Risikos) entstanden, wenn durch eingetretene Veränderungen der Rahmenbedingungen die Existenz oder die tragenden Erfolgspotenziale des Unternehmens in Frage gestellt werden oder – bei einem Staat – wenn Leben, Gesundheit, Eigentum oder Einkommen eines großen Teils der Bevölkerung bedroht sind. Diese Veränderungen können externer Natur sein, also vom Unternehmen oder den Akteuren eines Staates selbst kaum bis gar nicht beeinflusst werden. Sie können aber auch interner Natur sein, also z.B. vom Unternehmen selbst beeinflussbar sein, wie z.B. durch die Unternehmensstrategie (strategische Krise).

Dieser Beitrag beschäftigt sich mit der Auswirkung von den Staat als Ganzes betreffende Krisen mit erheblichen makroökonomischen Wirkungen. Für die einfache Lesbarkeit sollen im Folgenden unter dem Begriff „Krisen“ nur diese gemeint sein. Die Empirik zeigt, dass die in den letzten zwei Jahrhunderten zu beobachtenden schweren makroökonomischen Krisen auf eine überschaubare Anzahl von „Standard-Krisentypen“ zurückgeführt werden können (Abb. 1) von denen die für die aktuellen Entwicklungen wichtigen in Abschn. III. und IV. erklärt werden. Dabei sind je nach Krisentyp verschiedene volkswirtschaftliche Größen – wie z.B. Volkseinkommen (BIP) oder Zinsen – (direkt) betroffen.

Hierbei ist festzuhalten, dass es sich um eine idealtypische Einteilung der Krisentypen handelt. Diese rekurriert auf bislang ablesbare Muster, die sich immer wieder erkennen lassen und in ähnlicher Form wiederholen. In der Zukunft denkbare „Spezialfälle“ dieser Krisentypen sind z.B. Cyberangriffe mit der Konsequenz des großflächigen Ausfalls der Stromversorgung, die Ablösung des Euro durch nationale Währungen, eine Klimakatastrophe durch einen gravierenden Vulkanausbruch⁶ oder ein massives gegen Deutschland oder die EU gerichtetes Handelsembargo anderer Staaten.⁷

Die einzelnen Krisen können grds. durch einen exogenen oder endogenen Faktor ausgelöst werden.⁸ Bei einer Krise durch exogene Faktoren liegt der Verursacher außerhalb des

Abb. 1: Liste der makroökonomischen Standardkrisentypen

1. Realzinskrise
2. Währungskrise
3. Staatsschuldenkrise
4. Vertrauens- und Bonitätskrise im Finanzsystem (Bankenkrise)
5. Versorgungskrise ^{a)}
6. Nachfrageinflationskrise ^{b)}
7. Asset Price-Krise
8. Deflationskrise
9. Ertragsersparungskrise
10. Sonstige politische Krisen (z.B. Kriege)
11. Umweltkatastrophe
12. Transport- und Handelskrise

^{a)} Angebotsinflation / Produktionsausfall.
^{b)} Beispiel: Lohn-Preis-Spirale.

(Wirtschafts-)Systems und trifft überraschend auf⁹ – und die Auswirkungen können katastrophal sein. Bei endogenen Krisen liegt der Auslöser innerhalb des Systems und wird durch (plötzliche) Änderung des Verhaltens der Wirtschaftsakteure ohne systemexterne Einflüsse aktiviert.

Bei allen schwerwiegenden Krisen – auch bei den exogen verursachten Krisen – wird jedoch die Dynamik durch die endogenen Reaktionen der Marktteilnehmer beeinflusst und Folgekrisen können auftreten. Der Schaden in jeder schwerwiegenden Krise in der Geschichte wird auch durch endogene Risikoverstärkung verursacht, auch wenn der Auslöser ein exogener Schock sein kann.¹⁰

Schwerwiegende Krisen zeichnen sich dabei i.d.R. gerade dadurch aus, dass zwei oder gar mehr der in Abb. 1 genannten Krisentypen gleichzeitig oder in unmittelbarer Abfolge eingetreten sind.¹¹

Wie historische Analysen zeigen, haben schwerste Krisen – unter den OECD-Ländern – eine Wahrscheinlichkeit von nur etwa 2% pro Jahr. Jedoch wenn sie eintreten, ist der Schaden enorm. Als Faustregel gilt, dass eine systemische Krise mehr als ein Zehntel des BIPs kosten wird.¹² Global werden in den letzten 50 Jahren oft sechs gravierende Krisen genannt: zwei Ölpreiskrisen der 1970er Jahre, die Inflations- und Realzinskrise 1981, die Dotcom-Krise¹³, die Finanz- und Wirtschaftskrise 2008/2010 und die COVID-19-Pandemie 2020.

Bei allen Krisentypen sind – neben dem „krisenfreien“ Basis-szenario – zwei Krisenstadien zu unterscheiden. Es gibt „drohende“ und „akute“ Krisen. Z.B. ist eine extreme Überbewertung am Aktienmarkt (z.B. gemessen mit dem Shiller-KGV, siehe Abb. 2¹⁴) zunächst nur ein Indikator für eine drohende

5 Die Wahrscheinlichkeit einer Pandemie wird auf 0,1%-1% pro Jahr geschätzt.

6 Siehe Ausbruch des Tambora-Vulkans im Jahr 1815.

7 Es gibt hier eine Vielzahl kritischer Abhängigkeiten, die die „Robustheit“ Deutschlands erheblich einschränken, siehe Gleißner, a.a.O. (Fn. 3).

8 Vgl. Danielsson/Shin, Endogenous risk, in: Modern Risk Management – A History, Risk Books, abrufbar unter <http://hbfm.link/7056> (Abruf: 16.04.2020).

9 Vgl. Danielsson/Macrae/Vayanos/Zigrand, The coronavirus crisis is no 2008, abrufbar unter <http://hbfm.link/7057> (Abruf: 16.04.2020).

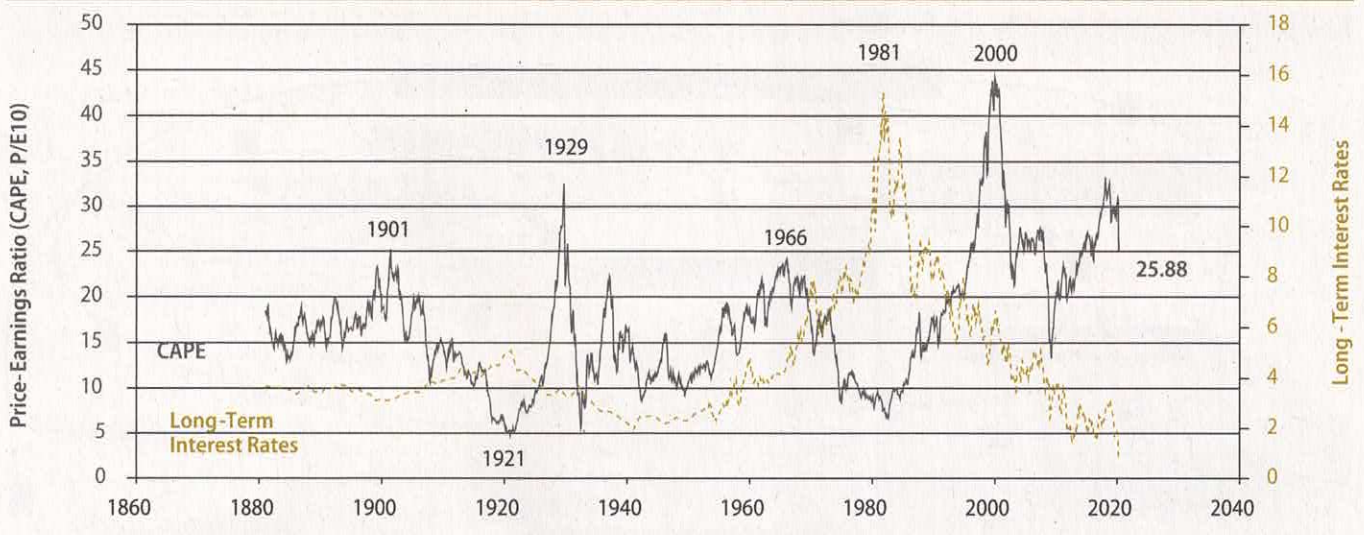
10 Vgl. Danielsson/Macrae/Vayanos/Zigrand, a.a.O. (Fn. 9).

11 Die hier dargestellten Krisentypen sind angelehnt an die Krisentypen aus Blum/Gleißner, Makroökonomische Krisentypen (Forschungsbericht), 2011. Als zusätzliche hier nicht dargestellte Krise könnte die „demografische Krise“ mit einbezogen werden. Im Gegensatz zu den anderen betrachteten Krisentypen eher langfristiger denn akuter Natur. Weiterhin wurden sowohl die Reihenfolge als auch bestimmte Bezeichnungen angepasst.

12 Durchschnittlich 1-mal innerhalb von 43 Jahren, siehe Danielsson/Macrae/Vayanos/Zigrand, a.a.O. (Fn. 9).

13 Eine Asset-Price-Krise.

14 <http://hbfm.link/7058> (Abruf: 24.04.2020).

Abb. 2: Shiller KGV als Indikator einer drohenden „Asset Price Krise“ (Quelle: <http://hbfm.link/7058>)

„Krise durch eine geplatze Asset Price Bubble“.¹⁵ Die eigentliche „akute“ Krise tritt dann ein, wenn das Bewertungsniveau – und damit die Aktienurse – schnell und stark rückläufig sind; wie z.B. 1929-1934, 2000-2003 und 2007-2009. Da in der „akuten“ Krise meist nur wenige Reaktionsmöglichkeiten gegeben sind, ist es z.B. für eine präventive Kapitalanlagepolitik zentral, bereits eine „drohende“ Krise erkennen zu können und so eine geeignete „Absicherung“ vorzunehmen. Ähnlich gilt das für Unternehmen und Staaten. Krisenpräventionsmaßnahmen sind vor der akuten Krise nötig, da der Handlungsspielraum während dieser Krise durch die Vorbereitung bestimmt wird.

III. Historische Krisen als Beispiele: Ölkrise (1973, 1979) Realzinskrisen der USA (1981) und Finanzkrise (2008)

Zur Verdeutlichung werden nachfolgend drei Krisentypen, für die es bekannte historische Beispiele gibt, erläutert – bevor im zweiten Teil des Beitrags die Corona-Krise 2020 anhand dieser Systematik diskutiert wird.

Den meisten Wirtschaftsakteuren sind die Ölpreiskrisen in den 1970er Jahren und die Realzinskrisen Anfang der 1980er Jahre in den USA bekannt. Diese Krisen waren aber nicht voneinander abgekoppelte Ereignisse. Der Auslöser der Ölkrise 1973 war eine politische Krise. Das Ölembargo der arabischen Ölexport-Länder richtete sich gegen Staaten, von denen vermutet wurde, dass sie Israel im Jom-Kippur-Krieg unterstützen würden. Die Ölkrise selbst war jedoch eine Versorgungskrise, weil ein für die Wirtschaft essenzieller Rohstoff – das Rohöl – nicht mehr im erforderlichen Umfang zur Verfügung stand. Infolge dieses negativen Angebotsschocks kam es zu einem extremen Anstieg des Preises des nun sehr knappen Rohöls und zugleich zu Produktionseinschränkungen und einem schweren Einbruch beim Volkseinkommen (BIP). Es wurde eine Preis-Lohn-Spirale in Gang gesetzt in dessen Folge hohe Inflation bei gleichzeitigem niedrigem Wirtschaftswachstum und – real gesehen – mit stagnierenden Löhnen auftrat. Wegen der damaligen allgemeinen wirtschaftstheoretischen Lehrmeinung des Keynesianismus¹⁶ – nach der Inflation und Wirtschaftswachstum sowie Arbeitslosigkeit umgekehrt miteinander zusammenhängen – sollte so eine Konstellation nicht auftreten (bzw. längerfristig existieren

können). Entsprechend wurden auch kaum wirtschaftspolitische Maßnahmen unternommen, um die Inflation zu bremsen. Die Federal Reserve (FED) – die US-Notenbank – hat die Politik des lockeren Geldes und hoher Inflationsziele weiterbetrieben. Das durch die Versorgungskrise begrenzte Angebot ist also auf eine weiterhin steigende Geldmenge getroffen. Eine weitere drastische Ölpreiserhöhung fand 1979/1980 statt (zweite Ölkrise)¹⁷, wodurch der Angebotsschock (Versorgungskrise) erneut auftrat und die Inflation – die nach dem Ende des Ölembargos zeitweise zurückging – mit 12,4% in 1980 noch einmal extrem anstieg (was die Realzinsen teilweise stark ins Negative drückte). Hohe Inflationsraten gingen weiterhin mit einem schwachen Wirtschaftswachstum und steigender Arbeitslosigkeit einher.

Inzwischen änderten sich – u.a. durch Milton Friedman – auch die wirtschaftspolitischen Tendenzen und die Theorie des Monetarismus hielt stärker Einzug in die Entscheidungsfindung der FED. Die FED ging zur Inflationsbekämpfung zu einer sehr restriktiven Geldpolitik über, um die Preisstabilität wiederherstellen.¹⁸ Um die Inflation einzudämmen, erhöhte die FED Anfang der 1980er Jahre die Leitzinsen stark und nahm dabei auch die Möglichkeit des „Abwürgens“ der Wirtschaft in Kauf. Die massive Erhöhung der Nominal- und auch Realzinsen – mit Spitzenwerten von über 19% in 1981 – führte zunächst zu einem scharfen Einbruch¹⁹ des BIPs, einer Realzinskrisen, in deren Folge aber eine deutlich rückläufige Inflationsrate festzustellen war.

Die Realzinskrisen war also eine Folgekrise²⁰, deren Ursachen in einer politischen Krise und daraus folgender Versorgungskrise sowie Reaktionen der Wirtschaftsakteure (insb. FED) zu sehen sind.

Die Zusammenhänge können noch komplexer werden. Z.B. führt eine geplatze Asset-Preis-Blase – also stark sinkende Marktpreise nach einer Überbewertung und damit einem Preis-Wert-Verhältnis (P/W) von über 1²¹ – infolge der damit einhergehenden negativen Auswirkungen auf die Realwirt-

17 Ausgelöst wurde sie im Wesentlichen durch Förderungsaufläufe und Verunsicherung zu Beginn des ersten Golfkriegs zwischen Iran und Irak.

18 Reagan verfolgte ab 1982 zudem eine stärker angebotsorientierte Wirtschaftspolitik, das so genannte Reaganomics.

19 Verschärft wurde die Entwicklung durch die zweite Ölkrise 1979.

20 Die schon erwähnte Dynamik durch die – endogenen – Reaktionen der Marktteilnehmer.

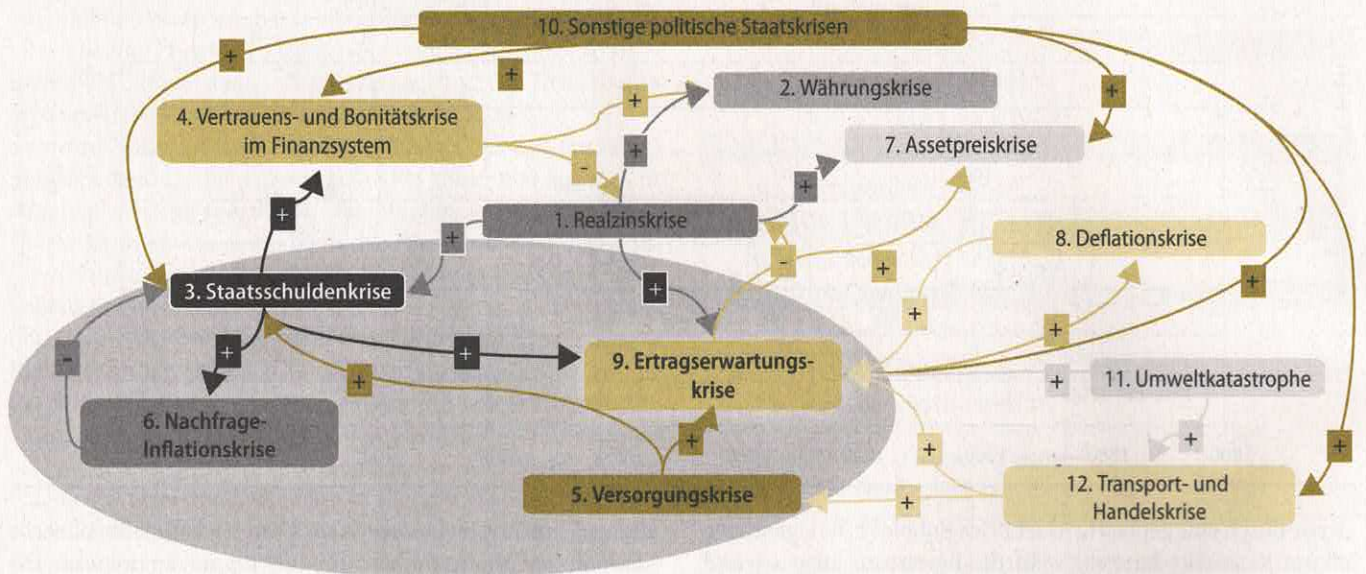
21 Vgl. Fn. 15.

15 Vgl. Gleißner, CF 2019 S. 223 ff.

16 Vgl. Spahn, Streit um die Makroökonomie: Theoriegeschichtliche Debatten von Wicksell bis Woodford.

Abb. 3: Beispielhafte Zusammenhänge zwischen einzelnen Krisentypen

Zusammenhänge / Wirkungsketten der einzelnen Krisen



schaft mit sinkender Nachfrage und sinkenden Rohstoffpreisen potenziell zu einer höheren Gefahr einer „Versorgungskrise bei Rohstoffen“. In oligopolistischen Märkten (wie z.B. dem Ölmarkt) kann nämlich bei stark sinkenden Preisen ein Kartell der Anbieter mit einer Reduzierung der Angebotsmenge reagieren. Dies führt zu einem negativen „Angebotsschock“, mit der Konsequenz steigender Preise und zugleich zu einem weiteren Absinken des realen Wirtschaftswachstums.

Wichtig sind diese Zusammenhänge vor allem für die Einschätzung von Schwere, Verlauf und Dauer einer Krise. So hatte die Wirtschafts- und Finanzkrise 2007/2009 insb. auch deshalb eine so schwerwiegende Wirkung, weil zwei Krisentypen gleichzeitig eingetreten sind: Eine geplatzte Asset-Preis-Blase (am amerikanischen Immobilienmarkt bzw. bei Subprime-Krediten) i.V.m. einer „Finanzmarkt-Vertrauenskrise“ (insb. durch die Insolvenz von Lehman Brothers).²² Die Finanzkrise wurde im Kern durch die Interaktion der Marktteilnehmer verursacht. Die Akteure haben ihre Einstellung zu bestimmten Vermögenswerten – mehr oder weniger gleichzeitig – geändert. Das Ergebnis waren synchronisierte Verkäufe ähnlicher Vermögenswerte und zur Vermeidung derselben Engagements, was zu einem akuten Liquiditätsmangel führte. Die Angst vor einer möglichen Insolvenz von Gläubigern in der Finanzkrise 2008, inklusive von Banken, führte zu einem Kollaps des Kreditangebots und der Geldmärkte. Die Ursache lag innerhalb des Finanzsystems selbst und die Krise war somit eine endogene Krise.²³

IV. Folgekrisen: die Zusammenhänge zwischen einzelnen Krisentypen

Krisentypen sind aus verschiedenen Gründen nicht unabhängig voneinander. Bestimmte Krisenarten haben (z.B. aufgrund gemeinsamer Ursachen) eine erhöhte Wahrscheinlichkeit gemeinsam aufzutreten. Zudem führt die erwähnte endogene

Dynamik der Krisen, also die Reaktionen von Marktteilnehmern in der „akuten Phase“ eines Krisentyps, oft zu einer erhöhten Wahrscheinlichkeit einer „Folgekrise“ eines anderen Krisentyps. Eng verknüpft sind z.B. die verschiedenen Krisen aus der Gruppe der Finanzkrisen. Wenn sich die finanziellen Bedingungen verschlechtern, schwindet die Bereitschaft der Marktteilnehmer Risiken zu tragen. Die Liquidität fließt aus den unsicheren Anlagen in vermeintlich sichere konservativere Assets.²⁴

Die einzelnen Krisentypen sind also miteinander in verschiedener Intensität – teilweise sehr stark – verknüpft. Eine Krise kann so von einer anderen ausgelöst werden und kann ihrerseits selbst eine oder mehrere Folgekrisen induzieren. In diesem Abschnitt werden einige der wichtigen Verbindungen zwischen den einzelnen Krisentypen angesprochen und die Strukturen der Verbindungen skizziert. Die dargestellten Verknüpfungen zwischen den Krisen sind exemplarischer Natur und erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit. Sie sind als *mögliche* Verbindungen unter ceteris-paribus-Bedingungen zu verstehen. Die Verbindungen können sowohl verstärkend als auch dämpfend sein. Eine positive (negative) Verbindung bedeutet jedoch nicht zwingend, dass eine Folgekrise in jedem Fall ausgelöst (verhindert) wird. Interessant sind negative Rückkopplungen²⁵, weil eine Folgekrise die „Lösung“ der primären Krise sein kann, und damit u.U. gewollt „ausgelöst“ wird. So eine Paarung ist z.B. die Staatsschuldenkrise und die Inflationskrise, da eine höhere Inflationsrate²⁶ bei fixiertem Nominalzinssatz der Staatsanleihen den Schuldendruck senkt. Durch „Weginflationierung“ der Staatsschulden, kann der Staat seine Krise „lösen“ – auf Kosten der Gläubiger.

Abb. 3 stellt wichtige Zusammenhänge schematisch dar (aktuelle Krise und mögliche Folgekrisen sind mit Fettschrift dargestellt)

²² Systematisch werden die Wechselwirkungen und Zusammenhänge der Krisentypen im Abschn. III. dargestellt.

²³ Aus der Sicht des endogenen Risikos war 2008 typisch – nicht allzu verschieden von den Krisen von 1914, 1866 und sogar 1766. Vgl. Danielsson et al., a.a.O. (Fn. 9).

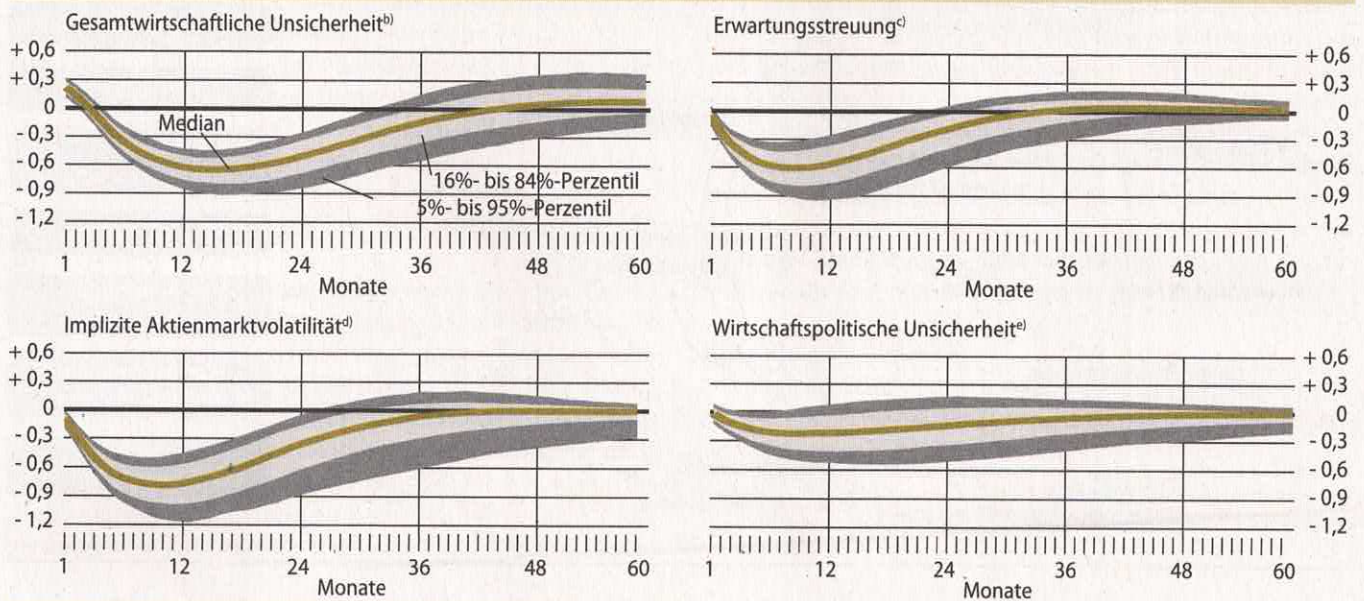
²⁴ Danielsson/Shin/Zigrand, Modelling financial turmoil through endogenous risk, abrufbar unter <http://hbfn.link/7059> (Abruf: 16.04.2020).

²⁵ Negative Feedbackschleife i.S.d. Systemtheorie, siehe z.B. Vester, Die Kunst vernetzt zu denken: Ideen und Werkzeuge für einen neuen Umgang mit Komplexität: Ein Bericht an den Club of Rome.

²⁶ Bzw. nominales Wirtschaftswachstum.

Abb. 4: Analysen der Bundesbank bezüglich Auswirkung eines Unsicherheitschocks

Auswirkungen eines adversen Unsicherheitschocks auf die Industrieproduktion im Euroraum unter Verwendung verschiedener Unsicherheitsmaße^{a)} in %



Quelle: Bundesbank, Berechnungen basierend auf Daten von Eurostat, Haver Analytics, Global Insight und www.policyuncertainty.com.

a) Impuls-Antworten infolge von Unsicherheitschocks von einer Standardabweichung abgeleitet aus bayesianisch geschätzten Zwei-Variablen-SVAR-Modellen. Die strukturellen Schocks werden mittels rekursiver Identifikation bestimmt. Als Datengrundlage dient der Zeitraum von Januar 1999 bis Dezember 2017.

b) Basierend auf der Volatilität von Prognosefehlern eines umfangreichen konjunkturrelevanten Datensatzes.

c) Basierend auf der Streuung der Produktionserwartungen im Verarbeitenden Gewerbe.

d) VSTOXX Volatility Index. Berechnet aus Optionen auf den Euro Stoxx 50.

e) Berechnet als arithmetisches Mittel der Economic Policy Uncertainty Indizes für Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien.

Auf den ersten Blick scheint mit Abb. 3 das geflügelte Wort der Volkswirtschaftslehre „Alles hängt mit Allem zusammen“ bestätigt. Tatsächlich aber lassen sich einige interessante Schlussfolgerungen aus der Studie von *Blum/Gleißner* (2011)²⁷ isolieren.

- Die Ertragserwartungskrise²⁸ ist ein zentraler Krisentyp, weil sie die Krise mit den meisten Verbindungen zu anderen Krisen ist. Einerseits kann sie also sehr oft als Folgekrise auftreten (z.B. als Folge einer Staatsschuldenkrise) – da dieser Krisentyp allgemein durch Unsicherheit ausgelöst werden kann (siehe unten) – sie kann aber auch selbst einige Folgekrisen verursachen (z.B. eine Deflationskrise).
- Die politische Krise stellt den Krisentyp mit den meisten möglichen Folgekrisen dar. U.a. kann sie Staatsschuldenkrisen, Versorgungskrisen (siehe Ölkrise), Ertragserwartungskrisen oder ein Platzen von Asset-Preis-Blasen auslösen.
- Einige der Krisen scheinen nur als Folgekrisen aufzutreten, treten also nicht isoliert ohne eine andere schon akute Krise auf. Hierzu zählen die Währungs- und die Deflationskrise. Andere wiederum werden i.d.R. nur als Erstkrise auftreten, wie z.B. die Umweltkatastrophe (Naturkatastrophen, z.B. großer Vulkanausbruch wie Tambora 1815).

Insb. ist in der „Corona-Krise“ 2020 der Zusammenhang zwischen Versorgungskrise, Ertragserwartungskrise,

Staatsschuldenkrise und Nachfrageinflationskrise relevant (hellgrau hinterlegt in Abb. 3). Eine solche Versorgungskrise kann eine Ertragserwartungskrise induzieren.²⁹ Sowohl Versorgungskrise als auch Ertragserwartungskrise erhöhen die Wahrscheinlichkeit einer Staatsschuldenkrise, da einerseits Steuereinnahmen wegbrechen und andererseits sich die Kosten zur Stützung der Wirtschaft (z.B. Kurzarbeitergeld) stark erhöhen können. Aber auch die zusätzlichen – politisch gewollten – Staatshilfen für eine Stabilisierung der Wirtschaft haben Folgewirkungen. Um die Staatsschuld abzutragen ist c.p. eine höhere Inflation – und damit verbundene niedrige oder sogar negative Realzinsen – hilfreich. Entsprechend besteht vonseiten des Staates der Druck höhere Inflation zu erzeugen oder zumindest zulassen und zugleich durch den Ankauf von Staatsanleihen die Zinsen niedrig zu halten und so faktisch eine Staatsfinanzierung durch die Zentralbank zu erreichen.

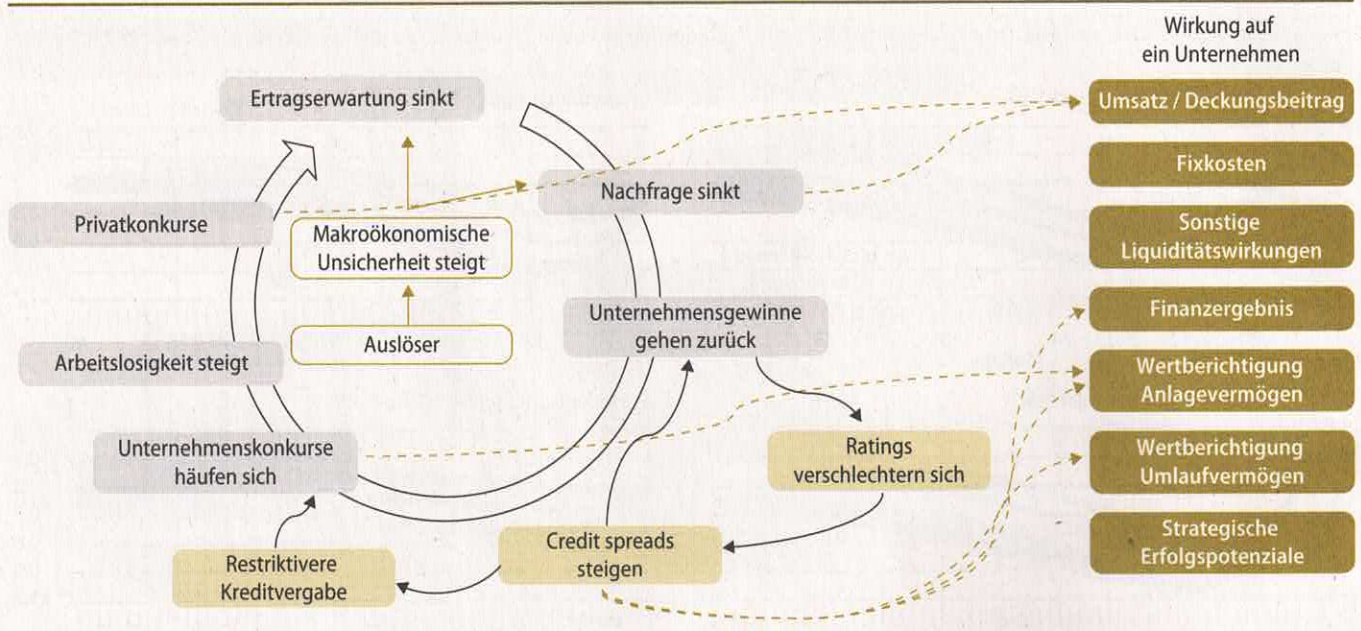
Am Anfang einer Krise bzw. Krisenfolge steht meistens ein zufälliger Auslöser, der Startpunkt. Dieser kann unterschiedlich ausfallen – Rohstoffpreisschocks, Kriege, Pandemien. Der Auslöser stört die bisherigen wirtschaftlichen Verläufe, z.B. durch Verknappung eines kritischen Rohstoffes. Eine gewisse Ausnahme bildet hierbei die Ertragserwartungskrise. Diese ist eine von der Zukunftserwartung bzw. vom Sicherheitsgefühl (oder eben Unsicherheitsgefühl) der Menschen abhängige und damit eine auch wesentlich auf der Psyche der Menschen

29 Ein wichtiger Unterschied zwischen einer Ertragserwartungskrise und einer Versorgungskrise besteht darin, dass während einer Versorgungskrise eine Reduzierung der Produktionsmöglichkeiten vorliegt (Angebotsschock), die bei einer Ertragserwartungskrise nicht eintritt.

27 Blum/Gleißner, a.a.O. (Fn. 11).

28 Messung Ertragserwartungen, z.B. wie ifo Geschäftsklimaindex: Erwartungskomponente.

Abb. 5: Beispielhafter volkswirtschaftlicher Krisenkreislauf mit Wirkung auf ein Unternehmen



basierende Krise und damit kann sie einen konkreten Auslöser haben, muss es aber nicht.

Die Erhöhung der wirtschaftlichen und oft auch politischen Unsicherheit ist aber ein Begleitelement fast aller Krisen. Eine Erhöhung der Unsicherheit selbst wirkt quasi wie ein sog. „negativer Angebotsschock“ und führt auch zu geringerer Nachfrage, insb. nach Investitions- und langlebigen Konsumgütern (Volkseinkommen (BIP)).³⁰ Dies zeigen auch die Analysen der Bundesbank, wie Abb. 4³¹ darstellt.

Nach Krisenbeginn kann man bestimmte typische zeitliche Abläufe beobachten. Dabei sind bei einigen Krisen – wie z.B. bei einer Ertragsersparungskrise – Tendenzen zu einer Self-fulfilling prophecy zu beobachten. Abb. 5 zeigt beispielhaft den (vereinfachten) Wirkungslauf einer Ertragsersparungskrise (Änderungen und Wirkungen der verschiedenen makroökonomischen Variablen auf Erfolgsrechnung und Bilanz eines Unternehmens (z.B. Nachfrage/BIP, Rohstoffpreise, Zinssätze).

Die in Abb. 5 skizzierten Zusammenhänge lassen sich knapp wie folgt darstellen:

Ausgehend von einem nahezu beliebigen „Auslöser“, wie einer Pandemie oder einer politischen Krise, nimmt die politische und ökonomische Unsicherheit zu und die Ertragsersparungen der Unternehmen verschlechtern sich. Schlechtere Ertragsersparungen und zunehmende Unsicherheit führen dazu, dass Ausgaben für Investitionen und langfristige Konsumgüter zurückgestellt werden. Die höhere Unsicherheit wirkt dabei auch über die höheren Renditeanforderungen und damit Kapitalkosten auf die Investitionsneigung.³² Die Unternehmen erleben einen Rückgang der Nachfrage, der Kostensenkungsmaßnahmen auslöst, die aber nicht ausreichen, um einen Gewinnrückgang zu

verhindern. Zu den Kostensenkungsmaßnahmen gehört speziell auch ein Abbau von Mitarbeitern, sodass die Arbeitslosigkeit ansteigt und die Konsumnachfrage zusätzlich gebremst wird. Die rückläufigen Gewinne, bzw. bei vielen Unternehmen bereits auftretende Verluste, führen zu einer Verschlechterung von Finanzkennzahlen, was zusammen mit den ungünstigeren Zukunftsprognosen zu einer erhöhten Insolvenzwahrscheinlichkeit und schlechteren Credit Ratings führt. In der Konsequenz steigen die Fremdkapitalzinssätze (höhere Credit Spreads) und die Kreditinstitute schränken die Kreditvergabe ein, was zu einer zusätzlichen Belastung der Gewinnsituation und einer Verschärfung der Liquiditätsprobleme führt. Die zusätzlichen Insolvenzen führen durch Forderungsausfälle zu weiteren Verlusten auch bei anderen Unternehmen (inklusive der Kreditinstitute) und auch zu weiterer Arbeitslosigkeit. Als Folge entstehen damit noch mehr Unsicherheit, noch ungünstigere Ertragsprognosen und eine weiter rückläufige Nachfrage. Eine Ertragsersparungskrise verschärft sich also selbst und zeigt Charakteristika einer Self Fulfilling Prophecy.

In allen genannten Aspekten der makroökonomischen Auswirkungen sind immer unmittelbare Wirkungen auf die Erfolgsrechnung und die Bilanz der Unternehmen zu erkennen (so z.B. die rückläufige Nachfrage auf den Umsatz und die höheren Credit Spreads bei dem Fremdkapitalaufwand und insgesamt alles letztlich bei Cashflow, Gewinn, Eigenkapital sowie Liquidität).

Der bisher skizzierte Kreislauf kann z.B. mit einer Staatschulden- oder Bankenkrise erweitert werden, um auch mögliche weitere „Folgekrisen“ zu erfassen. Aufgrund der Unternehmensausfälle können nämlich Banken – wegen ausgefallenen Krediten – in Schieflage kommen. U.U. können einige Banken die Kreditausfälle nicht mehr verkraften. Passiert dies bei mehreren Banken oder bei großen „systemrelevanten“ Banken, kann dies mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit zum Vertrauensverlust in das Bankensystem allgemein und damit zu einer Bankenkrise (als Unterart der Vertrauenskrise) führen. Eine weitere typische Folge einer Ertragsersparungskrise ist auch eine Asset-Preis-Krise, also ein massiver Kursrutsch an den Börsen. Der Rückgang der erwarteten Unternehmensge-

30 Siehe dazu die Studie der Deutschen Bundesbank, Monatsbericht Oktober 2018. Dort wird auf darauf verwiesen, dass c.p. eine Erhöhung der Unsicherheit bis zu zwei Jahre wirksam ist und – im Vergleich zur Wirkung auf das Volkseinkommen – auch eine schwache Reduzierung der Inflation zur Konsequenz hat. Ergänzend siehe Blum/Gründler, Politische Instabilität und Wirtschaftswachstum, abrufbar unter <http://hbfm.link/7363> (Abruf: 02.07.2020).

31 Quelle: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht Oktober 2018, S. 58.

32 Siehe zum Zusammenhang von Ertragsrisiko und Kapitalkostensatz Gleißner, CF 2014 S. 151 ff. und ders., Management Research Review 2019 No. 11 S. 1243 ff.

winne und die höheren Unsicherheiten haben auch Auswirkungen auf die Kapitalmärkte. Aktienkurse sinken und Immobilienpreise gehen zurück (Zurückhaltung bei Investitionen). Die Auswirkungen auf die Anleihemärkte sind differenzierter. Bei quasi-sicheren Staatsanleihen bester Bonität tritt eventuell kein Effekt auf (bei sich nicht änderndem risikolosen Zins), oder die Werte steigen sogar (bei fallendem risikolosen Zins) durch „Flucht in sichere Assets“. Unternehmensanleihen verlieren i.d.R. an Wert, auch bei fallendem risikolosen Zins, bedingt durch die steigenden Credit Spreads und Ausfallwahrscheinlichkeiten. Dabei gilt: je schlechter das Rating, desto höher die Wertverluste.

Neben solchen Verstärkungseffekten zwischen den Krisen ist es ebenfalls zu beobachten, dass bestimmte Krisenpaare dämpfend aufeinander wirken können. So kann eine Realzinskrise zu einer Ertragserwartungskrise führen, welche wiederum die Realzinskrise selbst dämpfen kann. Ein anderes Beispiel für einen derartigen Wirkungskreis ist die Verbindung zwischen Nachfrage-Inflationskrise und Staatsschuldenkrise. Problematischer sind dagegen Kreise, z.B. Krisenpaare, die verstärkend aufeinander wirken können und damit u.U. einen

„Teufelskreis“ initiieren. Ein Beispiel hierfür wäre die Verbindung zwischen einer Deflationskrise³³ und einer Ertragserwartungskrise: Die Deflation dämpft die Erwartungen. Schlechte Erwartungen können ihrerseits wieder deflationär wirken und in diesem Fall die schon herrschende Deflation weiter verstärken. U.a. ist dieser Umstand auch ein Grund dafür, dass eine Deflationskrise – wie z.B. die Weltwirtschaftskrise in 1929 – wirtschaftspolitisch so schwer zu bekämpfen ist. Seit März 2020 beschäftigen sich Unternehmen und Regierungen nun primär mit der „Corona-Krise“, also einer speziellen Ausprägung einer „Versorgungskrise“, die im zweiten Teil des Beitrags – auch mit ihren betriebswirtschaftlichen Konsequenzen für die Unternehmen – näher betrachtet wird.

Redaktionelle Hinweise:

Teil 2 des Beitrags wird nach seiner Veröffentlichung unter der Dokumentennummer DB1339119 in der Owlit-Datenbank abrufbar sein.

33 Unter Deflation versteht man in der Volkswirtschaftslehre einen allgemeinen, signifikanten und anhaltenden Rückgang des Preisniveaus für Güter und Dienstleistungen. Deflation entsteht, wenn die gesamtwirtschaftliche Nachfrage geringer ist als das gesamtwirtschaftliche Angebot.

Kurznachrichten Internationale Rechnungslegung

»DB1340204

IASB: Darstellung des aktuellen Stands des Projekts zu Unternehmenszusammenschlüssen unter gemeinsamer Kontrolle

Das International Accounting Standards Board (IASB) hat eine umfassende Darstellung des aktuellen Stands des Projekts über Unternehmenszusammenschlüsse unter gemeinsamer Kontrolle zusammengestellt, die die vorläufigen Ansichten, zu denen das Board bisher im Rahmen des Projekts gelangt ist, zusammenfasst und erörtert. Das Projekt wurde aufgenommen, da IFRS 3 „Unternehmenszusammenschlüsse“ nur die Bilanzierung von Fusionen und Übernahmen zwischen nicht verbundenen Parteien behandelt.

Redaktionelle Hinweise:

Die Zusammenfassung des aktuellen Stands kann unter www.ifrs.org (Kurzlink: <http://hbfm.link/7538>) abgerufen werden.

»DB1340205

IASB: Herausgabe von Änderungen an IFRS 17 und IFRS 4

Das IASB hat Änderungen an IFRS 17 ‚Versicherungsverträge‘ herausgegeben, um Bedenken und Umsetzungs-herausforderungen zu adressieren, nachdem der Standard 2017 herausgegeben wurde. Das IASB hat außerdem den Änderungsstandard ‚Verlängerung der vorübergehenden Befreiung von der Anwendung von IFRS 9 ‚Finanzinstrumente‘ (Änderungen an IFRS 4 ‚Versicherungsverträge‘)“

herausgegeben. Dadurch soll das festgelegte Auslaufen der vorübergehenden Ausnahme von der Anwendung von IFRS 9 in IFRS 4 auch auf Geschäftsjahre verschoben werden, die am oder nach dem 01.01.2023 beginnen.

Redaktionelle Hinweise:

Weitere Informationen über die vollständigen Änderungen können unter www.ifrs.org (Kurzlink: <http://hbfm.link/7539>) abgerufen werden.

»DB1340206

EFRAG: Übernahmeempfehlung zu der Änderung in Bezug auf IFRS 4/IFRS 9

Die Europäische Beratungsgruppe für Finanzberichterstattung (European Financial Reporting Advisory Group, EFRAG) spricht sich für die Übernahme der Änderungen an IFRS 4 ‚Verlängerung der vorübergehenden Befreiung von der Anwendung von IFRS 9 ‚Finanzinstrumente‘ (Änderungen an IFRS 4 ‚Versicherungsverträge‘)“ aus. Im Einklang mit der Verschiebung des Zeitpunkts des Inkrafttretens von IFRS 17 um zwei Jahre auf Berichtsperioden, die am oder nach dem 01.01.2023 beginnen, wird mit den Änderungen an IFRS 4 das feste Auslaufdatum für die befristete Befreiung von der Anwendung von IFRS 9 auch um zwei Jahre verschoben, sodass Unternehmen verpflichtet sind, IFRS 9 für Geschäftsjahre, die am oder nach dem 01.01.2023 beginnen, anzuwenden.

Redaktionelle Hinweise:

Die endgültige Übernahmeempfehlung kann unter www.efrag.org (Kurzlink <http://hbfm.link/7540>) abgerufen werden.