



**13 | 2010**

63. Jg., 27.–28. KW, 15. Juli 2010

## **ifo Schnelldienst**

### **Zur Diskussion gestellt**

*Andre Horovitz, Martin Schütte, Barbara Hendricks, Sigrid Müller, Max Otte*

- Ist ein Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen bzw. ungedeckten Credit Default Swaps sinnvoll?

### **Kommentar**

*Hans Willgerodt*

- Nach der Krise?

### **ifo Jahresversammlung**

*Martin Zeil*

- Haushaltskonsolidierung und Steuerpolitik

### **Forschungsergebnisse**

*Eckart Bomsdorf und Kristian Dicke*

- Modellrechnungen zur Bevölkerungsentwicklung in Dänemark

### **Daten und Prognosen**

*Joachim Gürtler und Arno Städtler*

- Ausrüstungsinvestitionen: Nur zögerliche Erholung

### **Im Blickpunkt**

*Jutta Albrecht und Jana Lippelt*

- Kurz zum Klima: Sackgasse fossile Energie

**ifo Schnelldienst** ISSN 0018-974 X

Herausgeber: ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.,  
Poschingerstraße 5, 81679 München, Postfach 86 04 60, 81631 München,  
Telefon (089) 92 24-0, Telefax (089) 98 53 69, E-Mail: ifo@ifode.de.

Redaktion: Dr. Marga Jennewein.

Redaktionskomitee: Prof. Dr. Dr. h.c. Hans-Werner Sinn, Dr. Christa Hainz, Annette Marquardt, Dr. Chang Woon Nam,  
Dr. Gernot Nerb, Dr. Wolfgang Ochel.

Vertrieb: ifo Institut für Wirtschaftsforschung e.V.

Erscheinungsweise: zweimal monatlich.

Bezugspreis jährlich:

Institutionen EUR 225,-

Einzelpersonen EUR 96,-

Studenten EUR 48,-

Preis des Einzelheftes: EUR 10,-

jeweils zuzüglich Versandkosten.

Layout: Pro Design.

Satz: ifo Institut für Wirtschaftsforschung.

Druck: Majer & Finckh, Stockdorf.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):

nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

### Zur Diskussion gestellt

#### Ist das Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen bzw. ungedeckten Credit Default Swaps sinnvoll?

3

Sind die so genannten Leerverkäufe Mitverursacher der Finanzkrise und sollten deshalb Wetten auf sinkende Kurse verboten werden? *Andre Horovitz*, Financial Risk Fitness GmbH, verdeutlicht in seinem Beitrag, dass auch Leerverkäufe und »leer geschlossene« CDS für Unternehmen sinnvoll sein können, ohne eine »Zockerabsicht« unterstellen zu müssen, spricht sich aber für eine nötige Regulierung der Finanzbranche aus. *Martin Schütte*, Universität München, weist darauf hin, dass das unkontrollierte Wachstum der Märkte für spekulative Finanzprodukte vor knapp zwei Jahren das Weltfinanzsystem beinahe zum Einsturz gebracht habe. Nun drohe sich dasselbe zu wiederholen. Um das zu verhindern, müsse auch ein Verbot besonders gefährlicher Produkte erwogen werden. Für *Barbara Hendricks*, SPD-Bundestagsfraktion, ist ein Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen und ungedeckten Credit Default Swaps im Hinblick auf die notwendige Regulierung ein sinnvolles, allerdings unzureichendes Instrument. *Sigrid Müller*, Humboldt-Universität zu Berlin, dagegen meint, dass Leerverkaufsverbote als Schutz vor Kursstürzen untauglich sind. Sie wirkten eher krisenverstärkend. Zudem reduzierten sie die Liquidität und führten zu einem Verlust an Informationseffizienz. Als Regulierungsalternative schlägt sie Meldepflichten vor. *Max Otte*, Fachhochschule Worms, hält ein Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen bzw. ungedeckten Credit Default Swaps für einen sinnvollen Baustein einer umfassenden Finanzmarktregulierung, die zusätzlich sinnvolle Eigenkapitalregeln, die Besteuerung von Finanztransaktionen und die Regulierung von Geschäftsmodellen und Produkten umfassen sollte.

### Kommentar

#### Nach der Krise?

19

*Hans Willgerodt*

In seinem Kommentar setzt sich *Hans Willgerodt*, ehemals Universität zu Köln, kritisch mit der Griechenlandhilfe der Euroländer auseinander, hinterfragt den Erfolg der Maßnahmen und analysiert die damit verbundenen Wirkungen.

### ifo Jahresversammlung

#### Haushaltskonsolidierung und Steuerpolitik

23

*Martin Zeil*

In seiner Festrede anlässlich der 61. ifo Jahresversammlung setzte sich *Martin Zeil*, Bayerischer Staatsminister für Wirtschaft, Infrastruktur, Verkehr und Technologie, mit der Haushaltskonsolidierung und der Steuerpolitik auseinander. Zu Beginn seines Vortrags betonte *Zeil* die Notwendigkeit, finanzpolitische Disziplin in ganz Europa durchzusetzen und das Abdriften Europas in eine Transferunion zu verhindern. Die Hauskonsolidierung habe höchste Priorität und sollte bei der Ausgabenseite beginnen. Die zweite Aufgabe, vor der Deutschland jetzt stehe, sei die Schaffung der Grundlagen für ein nachhaltiges Wachstum. Und drittens müsse das Steuersystem transparenter und gerechter gestaltet werden.

## Forschungsergebnisse

### Modellrechnungen zur Bevölkerungsentwicklung in kleineren Ländern der EU bis 2050 – das Beispiel Dänemark

28

*Eckart Bomsdorf und Kristian Dicke*

Bei der Präsentation von Bevölkerungsvorausberechnungen stehen häufig bevölkerungsreiche Länder im Vordergrund. Im Bereich der EU gibt es aber eine Reihe von Ländern, die jeweils weniger als 10 Mill. Einwohner haben und deren Bevölkerungsentwicklung dennoch für die Europäische Union von großer Bedeutung ist. *Eckart Bomsdorf*, Universität zu Köln, und *Kristian Dicke*, Cologne Graduate School in Management, Economics and Social Sciences, beschäftigen sich mit dem demographischen Wandel in Dänemark. Die Autoren betrachten die Entwicklung des Umfangs und der Altersstruktur der Bevölkerung Dänemarks sowie die Bedeutung der einzelnen Komponenten der Bevölkerungsbewegung. Nach ihren Berechnungen steigt der Bevölkerungsumfang in der mittleren und hohen Variante deutlich an, von 5,5 Millionen 2010 auf 6,2 bzw. 7,2 Mill. Einwohner 2050. Lediglich in der niedrigen Variante sinkt er leicht, auf 5,3 Mill. Einwohner. Bei der Altersstruktur findet in allen Varianten eine Verschiebung von der Bevölkerung vor allem mittleren Alters zu den 65-Jährigen und Älteren und zu den Unter-20-Jährigen statt. Und in allen drei Varianten ist das Minimum des Anteils der 20- bis Unter-65-Jährigen um das Jahr 2040 zu finden. Die demographischen Belastungen, zum Beispiel für das staatliche Renten- und Krankenversicherungssystem, werden bis zum Jahr 2040 ansteigen, bevor wieder ein Rückgang eintritt.

## Daten und Prognosen

### Ausrüstungsinvestitionen fassen nur zögerlich Tritt – Geschäftslage verlässt nur mühsam das tiefe Konjunkturtal

36

*Joachim Gürtler und Arno Städtler*

Das ifo Geschäftsklima in der Leasingbranche bewegt sich seit Anfang dieses Jahres wieder im positiven Bereich, der Wert liegt aber immer noch weit unter seinem langjährigen Durchschnitt. Der vom ifo Institut gemeinsam mit dem Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen ermittelte Investitionsindikator lässt für 2010 noch keine nachhaltige Belebung der Investitionstätigkeit erkennen.

## Im Blickpunkt

### Kurz zum Klima: Sackgasse fossile Energie

41

*Jutta Albrecht und Jana Lippelt*

Rund 80% der weltweiten Energienachfrage werden derzeit aus Erdöl, Kohle und Erdgas gedeckt. Der Anteil nichtfossiler Energieträger – die Summe aus erneuerbaren Energien und der Atomkraft – am Gesamtenergieverbrauch von 135 Ländern ist immer noch gering. Im Jahr 2007 deckten nur 22 Länder ihren Energiebedarf zu 20% oder mehr aus nichtfossilen Energieträgern, weitere 18 zu 10 bis 20%. Der Beitrag stellt einige Alternativen der Energieversorgung vor.

# Ist ein Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen bzw. ungedeckten Credit Default Swaps sinnvoll?

Sind die so genannten Leerverkäufe Mitverursacher der Finanzkrise und sollten deshalb Wetten auf sinkende Kurse verboten werden? Oder lassen sich Kursstürze abfedern?

## Erlaubnis mit Einschränkungen

In vielen Regierungskreisen und aufsichtsrechtlichen Behörden gibt es Überlegungen, eine schärfere Regulierung der Finanzmärkte einzuführen. Ziel ist die zukünftige Vermeidung von Finanzkrisen.

Es besteht kein Zweifel daran, dass die Überkomplexität vieler Finanzinnovationen der letzten 10 bis 15 Jahren und die unbeaufsichtigte Nutzung solcher Produkte seitens der Finanzinvestoren zu katastrophalen Verlusten geführt haben. Konstrukte wie ungedeckte CDO oder CPDO («Constant Proportional Debt Obligations») lassen sich selbst erfahrenen Finanzprofis schwer erklären. Ich kenne einige hochkarätige »Finanzingenieure«, die mir 2005 und 2006 bestätigt haben, dass sie nicht wussten, wie solche Produkte zu modellieren sind, und sich erstaunt fragten, wie Investoren – die mit Sicherheit keine geeignete Bewertungsmodelle hatten – sich trauen konnten, Geld in solche Produkte zu investieren.

Die Kunst der Investmentbanken, komplex strukturierte Kreditprodukte zu vertreiben, um die hohen Renditeerwartungen der Investoren (verglichen mit Anleihen der gleichen Bonitätsklassen) zu erfüllen, führte in den neunziger Jahren und noch mehr Anfang des Jahrtausends zu gigantischen Summen, die in ABS oder ABS-gedeckte CDOs angelegt wurden – oft mittels hoch gehebelter Engagements. Dies war eine Übertreibung, die vielseitig kommentiert und zu Recht kritisiert wurde.

Da vor der Finanzkrise ungedeckte Leerverkäufe von Wertpapieren (meist von Hedgefonds initiiert) eingegangen, aber auch Wetten auf Bonitätsabstufungen oder Ausfälle von Emittenten mittels Credit Default Swaps in erheblichem Maße geschlossen wurden, sind diese Art von Geschäften auch sehr in die Kritik geraten.

Es ist verständlich, dass einige Aufsichtsbehörden und Politiker die Spekulationsblase mit solchen Geschäften verbinden und an neuen »Spielregeln« der Kapitalmärkte arbeiten, die solche Geschäfte in dieser Form nicht mehr erlauben.

Zuerst ein paar Sätze zu der Rolle der »Spekulanten« – darunter viele Hedgefonds: Diese Fonds setzen privates Kapital in Erwartung außerordentlicher Renditen aufs Spiel. Wenn diese Marktteilnehmer vom Markt verschwinden würden, würden Risikotransfermechanismen nicht mehr effizient funktionieren, was eine Bremse der wirtschaftlichen Geldvermehrung bedeuten würde.

Die Fähigkeit, Kredite zu verbriefen, in Tranchen zu zerlegen und je nach Investoren Risikoappetit als Wertpapiere zu vertreiben, hat es den Banken über lange Zeit erlaubt, risikobehaftete Aktiva zu platzieren, um der Realwirtschaft mehr Kapital zur Verfügung stellen zu können. Zahlreiche Projekte wurden in den vergangenen 20 Jahren mit Fremdkapital durchgeführt, welches ohne die Verbriefung von Forderungen und der entsprechenden Entlastung des Risikokapitals der Banken nicht verfügbar gewesen wäre. Ohne die Abnehmer der »Junior«- oder »Equity«-Tranchen (so bezeichnet wegen deren nachrangigen Position gegenüber den anderen Tranchen in den CDO-Strukturen) hätten diese Transaktionen nicht abgeschlossen werden können.

## Leerverkäufe von Wertpapierbeständen

Betrachten wir einen Anbieter (»Market Maker«) von Wandelanleihen, eine Form, die im Handel der Banken üblich ist. Eine Wandelanleihe ist ein Hybridinstrument,



Andre Horovitz\*

\* Andre Horovitz ist Geschäftsführer der financial risk fitness GmbH, ein Unternehmen, das auf Schulungen von Finanzmanagern spezialisiert ist.

das einer festverzinslichen Anleihe ähnelt, mit dem Unterschied, dass der Investor die Option besitzt, die Anleihe in eine bestimmte Anzahl von Aktien des Emittenten zu konvertieren. Dies ist dann für den Investor sinnvoll, wenn der Verkehrswert der Aktie einen bestimmten Wert übersteigt. Da der Investor zusätzlich zur Anleiherendite noch ein Partizipationsrecht bei einer Steigerung des Aktienwerts bekommt, ist eine Wandelanleihe in der Regel billiger für den Emittenten als eine normale festverzinsliche Anleihe (der Kupon ist geringer gesetzt).

Der Marktanbieter muss einen Bestand solcher Wandelanleihen im Handelsbuch halten (weil in der Regel Kunden mehr Käufe als Verkäufe ausüben), um den Kaufaufträgen der Kunden gerecht zu werden.

Weil diese Wandelanleihen im Handelsbuch gehalten werden, werden sie täglich neu bewertet. Die Wertveränderungen werden gemäß IFRS-Vorschriften (auch US GAAP) direkt in die Gewinn- und Verlust-Rechnung übertragen, was zu einer ungewollten GuV-Volatilität führen kann.

Entsprechend ist der Händler (der Marktanbieter) bestens beraten, die Wertveränderungen der Wandelanleihen so gut wie möglich abzusichern (»hedgen«). Die zwei wesentlichen Parameter, die die Wertentwicklung der Wandelanleihen bestimmen, sind die Zinsstrukturkurve und der Aktienkurs des Emittenten. Die meisten Händler sichern sich gegen Zinsschwankungen mit Zins-Swaps ab (sie transformieren die feste Kupons der Anleihen in variable Kupons, die vom einem Zinsindex abhängig sind, wie LIBOR – London Interbank Offer Rate, der für jeweils 3,6 oder zwölf Monate fixiert ist). Bleibt das Risiko einer Veränderung des Aktienkurses. Wenn die Aktie des Emittenten steigt, steigt auch der Wert der Anleihe, weil die Ausübungswahrscheinlichkeit höher wird und vice versa. Um sich gegen solche Wertveränderungen zu »hedgen«, muss der Händler eine bestimmte Anzahl von Aktien leer verkaufen (»short«). Die Anzahl der Aktien, die der Händler »leer verkauft«, hängt mit der Bewertung der Ausübungsoption (Konvertierungsoption) zusammen. Ohne diese Möglichkeit, »Short«-Aktienpositionen einzugehen, kann der Händler seinen Bestand von Wandelanleihen nicht absichern.

### **Credit Default Swaps (CDS) – eine kontroverse Diskussion zu diesem Thema**

Es ist mittlerweile bewiesen, dass die Wucht der Finanzkrise der letzten zwei Jahre unmittelbar mit den gigantischen Summen von CDS auf hypothekenkreditbesicherten ABS (Asset Backed Securities) zusammenhängt. Nicht wenige Experten bezeichnen diese CDS-Kontrakte sogar als Verursacher der Krise.

Sicher ist, dass die realisierten Verluste auf dem »Subprime«-Hypothekenmarkt in den letzten Jahren, die Gesamtsumme der ausgeliehenen Hypotheken überstiegen haben. Somit wird behauptet, dass die »leer geschlossenen« CDS-Kontrakte einen Multiplikationseffekt ausgeübt haben.

Es ist deshalb nicht verwunderlich, dass viele Aufsichtsbehörden dazu neigen, in Zukunft solche »leer geschlossenen« CDS zu verbieten, mit der Begründung, dass sie dadurch Spekulanten aus den Märkten verdrängen, die damit Profite erzielen, aber auch Unternehmen (oder, wie neulich gesehen, sogar Länder) in der Ruin treiben.

Auf den ersten Blick, eine sinnvolle Schlussfolgerung.

Anhand von zwei Beispielen wird hier gezeigt, dass diese These dennoch nicht unbedingt richtig ist.

Betrachten wir einen deutschen Exporteur, der Maschinen in afrikanische Länder vertreibt. In der Regel werden solche Verträge in US-Dollar oder sogar in Euro geschlossen, und die Käufer sind staatliche Unternehmen. Somit hat der deutsche Exporteur weder ein Wechselkurs- noch ein Unternehmensausfallsrisiko. Das Risiko, dass das Land innerhalb der Zahlungsperiode ausfällt, bleibt jedoch bestehen.

Um dieses Risiko abzusichern, muss der deutsche Exporteur ein CDS abschließen, so dass er entschädigt wird, wenn das Land zahlungsunfähig wird. Damit akzeptiert der Exporteur zwar das Kontrahentenausfallsrisiko der Bank, mit der er den Vertrag schließt, aber dieses Risiko ist oft viel geringer als das Länderrisiko, gegen welches er sich absichert.

Diese durchaus sinnvolle Transaktion widerlegt die These, dass abgeschlossene CDS ohne den Besitz des Basisinstruments automatisch eine Spekulation ist.

Betrachten wir im zweiten Beispiel einen privaten Pensionsfonds, der die erwarteten zukünftigen Zahlungsströme (aus den Rentenverpflichtungen) damit erwirtschaftet, dass er in Wertpapiere von südamerikanischen Firmen investiert. Das Risiko eines möglichen Ausfalls eines Wertpapieremittenten wird vom Pensionsfonds in Kauf genommen. Die andere Gefahr ist, dass die südamerikanischen Regierungen, den Unternehmen einen Fremdwährungszahlungsstopp anordnen und zum gleichen Zeitpunkt die Heimwährung ihre Konvertierbarkeit in den Euro verliert. Das stellt ein Risiko der Zahlungsunfähigkeit dar, gegen welches sich der Fonds absichern möchte.

Um solche Situationen abzusichern, wird der Pensionsfonds »leere CDS« auf Staatsanleihen der jeweiligen Länder schließen, auch ein Beispiel einer Absicherungsstrategie.

Zum Dritten, betrachten wir eine Versicherungsfirma, die – ähnlich wie der oben erwähnte Pensionsfonds – die Versicherungsprämien in Anleihen investiert. Um Ausfälle zu vermeiden, auch wie in dem oben erwähnten Beispiel, schließt die Versicherung CDS-Kontrakte auf diese Anleihen mit Banken, mit dem Unterschied, dass jetzt die CDS nicht »leer« sind, sondern die Versicherung die Anleihen tatsächlich besitzt. Da mittels der CDS ein Ausfallrisiko der Banken (Vertragspartner) eingekauft wurde, würde sich eine risikoscheue Versicherungsgesellschaft auch gegen dieses Risiko absichern wollen, indem sie entweder »leere« CDS auf Unternehmensanleihen der Banken kauft (z.B. mit staatlichen Banken auf der Gegenseite) oder gleich »Short«-Positionen (Leerverkäufe) der Bankenaktien eingeht. Eine andere Absicherungsstrategie – jedoch wieder mit Kontrahentenrisiken verbunden – wäre auch die Absicherung mittels eines »total rate of return Swaps« (TRS).

Diese drei Beispiele zeigen, dass auch »leer geschlossene« CDS für Unternehmen sinnvoll sein können, ohne eine »Zockerabsicht« unterstellen zu müssen.

Werden nun aber sowohl Leerverkäufe als auch »basislose (leere) CDS« weiter erlaubt, sollte dann alles weiterhin so sein wie bisher?

Dieser Vorschlag würde wahrscheinlich nicht einmal bei den Hedgefonds auf Verständnis stoßen, geschweige denn bei der Bevölkerung, die weltweit auf eine umfangreiche Reform der Finanzaufsicht drängt.

Ich glaube, dass die Regulierung der Finanzbranche tatsächlich ambitionierte Ziele verfolgen muss.

Einige meines Erachtens wichtige Veränderungen wären:

1. Vermeidung der »Regulatory-Arbitrage«-Geschäfte, bei denen sich Finanzarbitrageurs die laxesten regulatorischen Rahmenbedingungen aussuchen, um Geschäfte profitabel durchzuführen. Es ist kein Wunder, dass sich viele Hedgefonds auf den karibischen oder den Ärmelkanalinseln niedergelassen haben. Eine internationale Kooperation der Finanzbehörden würde viel zur Transparenz in diesem Sektor beitragen und regulatorische Schlupflöcher schließen.
2. Etablierung von effektiven »Clearing-Stellen« für die Abschließung von CDS – ähnlich wie Terminbörsen, ein Schritt, der bereits begonnen wurde. Somit wird die Transparenz bei den Kontrakten besser hergestellt und die damit verbundenen Ausfallrisiken der Gegenpartei (siehe Beispiel 3) offengelegt. Es gibt hierfür noch einige operative Hürden, aber ich bin überzeugt, dass diese überwunden werden.
3. Limitierung der »Schattenbanken«, indem die gleichen Spielregeln für alle partizipierenden Spieler gelten. Das

bedeutet, dass die Hedgefonds die »bank-ähnliche Geschäfte« betreiben, auch wie Banken zu überwachen sind.

4. Limitierung der Hebelfaktoren in den Bankbilanzen. Die Risiken, die damit eingegangen werden, sind umso höher, je mehr die »Spieler« die Hebelwirkungen ausnützen. Mit einer Limitierung würden sich nicht nur gewisse Spekulationsstrategien nicht mehr rechnen, sondern auch Kapital der Banken, das ansonsten für etwas mehr Rendite den Hedgefonds geliehen würde<sup>1</sup>, in die »reale Wirtschaft« fließen.

<sup>1</sup> Banken verleihen gerne an Hedgefonds, weil sie sich zum einen Wertpapierabwicklungsgeschäfte davon versprechen und zum anderen, die Sicherheiten, die von Hedgefonds vorlegt werden – in der Regel hoch liquide Wertpapiere –, leichter in Barmittel zu verwandeln sind als die Sicherheiten, die Industrieunternehmen bieten – in der Regel Immobilien, Maschinen, etc.



Martin Schütte\*

## Ist ein Verbot von »nackten« Spekulationsgeschäften sinnvoll?

### Situation

Die ins Schussfeld geratenen spekulativen Finanzprodukte sind zum Teil seit Jahrzehnten übliche Geschäfte, wie z.B. Leerverkäufe, oder durchaus sinnvolle und nützliche Innovationen, wie die Credit Default Swaps (CDS) zur Absicherung von Kreditausfallrisiken. Doch das unkontrollierte Wachstum der Märkte für diese und andere hochspekulative Finanzprodukte hat vor knapp zwei Jahren das Weltfinanzsystem beinahe zum Einsturz gebracht und droht zurzeit, dasselbe zu wiederholen. Um das zu verhindern, muss auch ein Verbot besonders gefährlicher Produkte erwogen werden.

Der Hauptgrund für diese Krisen ist, dass der Markt für diese Produkte *keinem regulierenden Ordnungsrahmen* unterworfen ist, der für alle anderen Marktteilnehmer, insbesondere auch die klassischen Banken und Versicherungen, gilt. Das führte zu dem Gesamtsystem gefährdenden Verwerfungen wie einer unkontrollierten *Risikoexplosion, fehlender Haftung* der Unternehmen für die produzierten Risiken, *Marktbeherrschung* durch wenige global agierende Unternehmen mit allen negativen Folgen und einer erschreckenden *Mentalität und Kultur* der Verantwortungslosigkeit, des Egoismus und der Skrupellosigkeit bis hin zu schlicht kriminellem Handeln.

Ein weiterer Grund ist die *Überforderung der Aufsichtsbehörden*, die von den Ressourcen her den zu Beaufsichtigenden materiell und qualitativ hoffnungslos unterlegen sind. Auch die Komplexität der Märkte ist von ihnen nicht zu be-

wältigen. Trotz umfassender Meldevorschriften haben sie allein aufgrund des Volumens der zu verarbeitenden Informationen offensichtlich *keine Transparenz*, die die Voraussetzung für wirksame Maßnahmen ist.

### Vorschläge für notwendige Maßnahmen

Inzwischen sind eine Fülle von Maßnahmen vorgeschlagen worden, wie eine überfällige Regulierung und Eindämmung des außer Kontrolle geratenen Marktes für spekulative Finanzprodukte aussehen könnte. Dazu gehören:

1. *Börsenzwang*. Die Einrichtung von regulierten Börsen für alle Finanzprodukte ist eine sinnvolle Maßnahme. Ein genereller Börsenzwang ist allerdings nicht zu empfehlen, genauso wenig wie bei Aktien, Festverzinslichen, Devisen oder anderen heute auch außerhalb der Börsen handelbaren Produkten.
2. *Meldepflichten*. Zwingend dagegen erscheint die Einrichtung von unabhängigen Institutionen/Behörden mindestens auf EU-Ebene, an die alle Transaktionen von Finanzgeschäften gemeldet werden müssen. Das wäre zusammen mit der Schaffung zusätzlicher Börsen der entscheidende Schritt für die Gewährleistung von Markttransparenz.
3. *Eigenkapitalunterlegung*. Eine generelle und substantielle Verpflichtung, alle Risikopositionen mit Eigenkapital zu unterlegen bzw. Eigenanteile zu behalten, ist zwingende Voraussetzung für die notwendige Begrenzung der außer Kontrolle geratenen Risikoausweitung. Die Quoten sind anhand der Erfahrungen der Krise festzulegen und gelten auch für Sicherungsgeschäfte zur Abdeckung des Kontrahentenrisikos.
4. *Ermöglichen einer Insolvenz*. Ein zentrales Problem ist das Fehlen des Insolvenzrisikos für die »systemrelevanten« Finanzinstitute (»too big to fail«), wobei wegen der endlosen Verflechtungen der Institute untereinander dies schon für relativ kleine Institute gilt. Damit werden die schärfste Waffe zur Risikobegrenzung und gleichzeitig ein zentrales Instrument für das Funktionieren einer Marktwirtschaft für diese Unternehmen ausgeschaltet. Deswegen muss die Insolvenz auch von »systemrelevanten« Instituten ermöglicht werden. Eigentlich müsste dafür das bestehende Insolvenzrecht ausreichen. Da der Staat ohnehin im Falle der faktischen Insolvenz das Weiterbestehen und die Funktionsfähigkeit der Institute unabhängig von ihrer Größe sicherstellen und garantieren wird, muss es möglich sein, die Institute juristisch durch eine Insolvenz gehen zu lassen, und sie aus der Insolvenz heraus zu stützen und weiterzuführen. Wenn nicht, muss diese Möglichkeit umgehend geschaffen werden. Damit würde der entscheidende Schritt gegen eine unverantwortliche Risikoausweitung gemacht.

\* Prof. Dr. Martin Schütte, München, ist Lehrbeauftragter am Institut für Information, Organisation und Management an der Ludwig-Maximilians-Universität München.

5. *Entflechtung*. Die Entflechtung der Finanzinstitute, z.B. in Geschäfts-, Investmentbanken und Hedgefonds, ist notwendig wegen der nicht mehr beherrschbaren Komplexität der Großinstitute, der unterschiedlichen Regulierungsanforderungen und gefährlicher Compliance-Probleme. Zusätzlich erforderlich ist die Trennung der Transaktionsplattformen von den selber handelnden Banken. Denn die Technisierung und Mechanisierung des Handels über hochkomplexe Computersysteme («Algotrading») hat zu einer Monopolisierung des Marktes geführt mit allen schädlichen Folgen. Der extrem hohe Investitionsaufwand für diese Systeme und die extreme Verarbeitungs- und Entscheidungsgeschwindigkeit führt zu praktisch unüberwindbaren Eintrittsbarrieren für außen stehende Marktteilnehmer und einem systemischen Informationsvorsprung dieser marktführenden Unternehmen. Da diese auch auf eigene Rechnung handeln, ergibt sich ein permanenter Interessen- und Insiderkonflikt. Ihre Doppelrolle als Dienstleister für Kunden und gleichzeitig Händler im Eigeninteresse provoziert systematischen Insiderhandel. Böse Zungen sprechen vom »Geschäftssystem Insiderhandel«. Das muss entflochten werden.
6. *Verfolgung von unerlaubter Marktbeeinflussung*. Die Bewertung von Risiken ist weltweit letztlich auf drei Ratingagenturen und die Einschätzungen der weltweit größten vier bis fünf Banken/Investmentbanken konzentriert. Deren Urteile führen aufgrund der Hektik und des Herdenverhaltens an den Märkten zu sofortigen und häufig übertriebenen Aktionen. Da die weltweiten Marktführer, wie z.B. Goldman Sachs und Deutsche Bank, selber maßgebliche Händler sind, Analysen und Bewertungen erstellen und veröffentlichen und gleichzeitig Schuldner beraten, sind Interessenkonflikte vorprogrammiert. Beispiel Deutsche Bank und das Konfliktpotential, das darin liegt, dass die Bank die griechische Regierung maßgeblich beraten hat bei der Verschleierung ihres tatsächlichen Schuldenstandes, gleichzeitig Eigenhandel in griechischen Anleihen betreibt und dann ihr Chef, Josef Ackermann, öffentlich Zweifel daran äußert, dass Griechenland das Sanierungspaket, das unter seiner beratenden Mitwirkung entwickelt wurde, verkraften wird. Denn seine Äußerungen haben unmittelbar kursbeeinflussende Wirkung. Die Strafvorschriften für Insiderhandel sind deshalb wesentlich zu verschärfen und schlagkräftige Behörden/Institutionen zu schaffen, die automatisch in solchen Situationen das Handelsgeschehen nachträglich auf Insiderverhalten untersuchen und ahnden können. Außerdem sind alle Vorschriften zu streichen, die es Banken noch erlauben, sich auf die Bewertung externer Dritter zu verlassen (Basel II).
7. *Produktzertifizierung*. Die Loslösung der Produkte von ihrem zugrunde liegenden Kundenbedarf und ihre per-

manente Umstrukturierung zu immer komplexeren Produkten haben dazu geführt, dass sie von außen in ihrem Risikogehalt nicht mehr zu beurteilen sind. Damit laden sie ein zu Missbrauch und Betrug, was in großem Stil ja auch geschehen ist. Das legt einen Zwang zur Zertifizierung aller Finanzprodukte durch eine unabhängige Institution/Behörde nahe. Wichtiger ist jedoch die Einführung strenger *Anlagevorschriften* für Geschäftsbanken bzw. alle Finanzinstitute, die Kundeneinlagen halten. Sie sind auf einen Positivkatalog von Produkten zu beschränken.

### Verbot von Produkten, z.B. Leerverkäufen und ungedeckten Risikopapieren

Sind direkte gesetzliche Verbote von Produkten und Geschäften neben diesen Maßnahmen überhaupt noch nötig und sinnvoll? Dazu folgende Gesichtspunkte:

1. *Grundsätzlich* sollte ein Verbot von Produkten oder Dienstleistungen nur die wirkliche Ultima Ratio sein, da es einen erheblichen Eingriff in die Vertragsfreiheit bedeutet, der nur in Ausnahmefällen gerechtfertigt ist.
2. Ein Verbot von klassischen *Leerverkäufen* ist nicht zu empfehlen. Da es um den Verkauf von konkreten Produkten, z.B. Aktien, zwischen zwei Partnern geht, ist das Produkt- und Partnerrisiko konkret einzuschätzen. Da zum Termin auch physisch geliefert werden muss, ist das Risiko auch real und ein ausreichender Schutz vor exzessiver Ausdehnung.
3. Anders sind *ungedeckte CDS (credit default swaps)* zu beurteilen. Wegen der extremen Hebelwirkung, der leichten Veräußerbarkeit und Möglichkeit zum Verpacken und Umstrukturieren sind sie extrem gefährlich und ein wesentlicher Auslöser der Finanzkrise. Sie sollten untersagt werden. Auf ein Verbot könnte nur verzichtet werden, wenn eindeutige Vorschriften zur Unterlegung dieser Produkte mit Eigenkapital erlassen und vor allem auch konsequent durchgesetzt würden. Wahlmöglichkeiten oder Auslegungsspielräume, z.B. zwischen Anlage- und Handelsbuch, müssten beseitigt werden.
4. Dasselbe gilt für *strukturierte Risikopapiere* (z.B. *credit default obligations, CDO*), d.h. Papiere, die ihrerseits aus der Bündelung von CDS oder anderen Risikoderivaten bestehen. Sie sind ebenfalls extrem gefährlich, da ihr Risikogehalt von Außenstehenden, selbst wohl auch institutionellen Kunden, praktisch nicht zu beurteilen ist. Das gilt ganz besonders bei den üblichen Mehrfachverpackungen.
5. Speziell *Geschäftsbanken*, die Kundeneinlagen verwalten, sollte ebenfalls die Investition in hochspekulative Produkte untersagt werden, indem sie auf den oben beschriebenen Positivkatalog von Anlageprodukten beschränkt werden.

### Selbstreinigung der Branche

Auf Verbote könnte wohl verzichtet werden, wenn davon auszugehen wäre, dass die Branche aufgrund der Erfahrungen aus der Krise zu einer Selbstbeschränkung und Selbstheilung bereit und in der Lage wäre. Davon ist leider nicht auszugehen. Denn mit ihrem Verhalten nach der Krise hat sie alle Ansätze einer notwendigen Korrektur desavouiert und das Vertrauen in die Branche restlos verspielt.

1. Unmittelbar nach Ausbruch der Krise wurde zwar von führenden Vertretern zaghafte Einsicht in eine gewisse Mitverantwortung geäußert, das Wort Demut machte die Runde. In dem Augenblick aber, in dem sichtbar wurde, dass es kurzfristig zu keinen einschneidenden Regulierungsmaßnahmen kommen werde, wurde nahtlos angeknüpft an das Verhalten vor der Krise und in nur 18 Monaten die zweite Krise auf noch höherem Niveau, nämlich dem der Staaten, provoziert.
2. Das *Selbstverständnis* der Branche ist unverändert die totale Konzentration auf die Maximierung von Rendite ohne Rücksicht auf die Belange von Kunden oder Gesellschaft. Die permanenten Meldungen über massive Interessenkonflikte, die zu Lasten der Kunden »gelöst« wurden, und die zum Teil zu strafrechtlichen Ermittlungen führen, belegen das im Wochenrhythmus.
3. Dasselbe gilt für die *Mentalität* der erklärten Amoral und des fehlenden Unrechtsbewusstseins bis hin zu den blasphemischen Äußerungen des Goldman-Sachs-Chefs, dass er lediglich »Gottes Werk verrichte«. Die vielen Äußerungen von Aussteigern aus der Branche und Aussagen, die in den laufenden Ermittlungsverfahren hochkommen, bestätigen immer wieder das erschreckende Bild.
4. Die *Gehaltsexzesse*, die ohne Zweifel die Basis für die Mentalität der Gier, Maßlosigkeit und Skrupellosigkeit sind, werden unvermindert weiter geführt und sogar noch gesteigert.
5. Schlussendlich zeigt die Griechenlandkrise, dass es inzwischen um einen regelrechten *Machtkampf* zwischen den Regierungen und den Finanz»eliten« geht um die Gestaltungshoheit eminent politischer Fragen. Konkret: wer entscheidet darüber, ob Griechenland in der EU, Kalifornien in den USA oder z.B. Berlin oder das Saarland in der Bundesrepublik bleiben? Eine handvoll Finanzmanager, die ausschließlich nach dem Gesichtspunkt der größtmöglichen Gewinnerzielung entscheiden oder die gewählten Regierungen nach politischen Zielen wie Stabilität, Sicherheit, Wohlstand, sozialem Ausgleich, geschichtlicher/kultureller Identität oder anderen Gemeinschaftszielen?

### Argumente gegen eine strenge Regulierung

Wie sind die Argumente gegen eine Regulierung der Branche zu bewerten, die von den führenden Vertretern der Branche ins Feld geführt werden?

1. Der *Markt* ist der objektivste und beste Regulator, Eingriffe verzerren das Geschehen. Nach dem Desaster, das die Verabsolutierung dieser marktradikalen Auffassung angerichtet hat, sollte es sich selbst erledigt haben.
2. Eingriffe gefährden die wichtige *Innovationskraft* der Branche. Es ist unbestritten, dass die Branche eine Vielzahl von nützlichen Innovationen geschaffen hat, die von großem Wert für die Unternehmen und die Wirtschaft insgesamt sind. Allerdings haben das Selbstverständnis der Branche und die unübersehbare Flut von Produkten, die ganz überwiegend im ausschließlichen Eigeninteresse entwickelt wurden, zu einer nicht mehr beherrschbaren Komplexität und insgesamt zu der Krise geführt. In der Summe haben wir zuviel und nicht zu wenig Innovation.
3. Die *Effektivität* der Märkte wird beeinträchtigt. Hier ist zu fragen, was darunter verstanden wird: z.B. effektive Preisbildung und Bewertung von Risiken? Optimale Befriedigung von Kundenbedürfnissen in der Realwirtschaft? Transparenz und Förderung eines fairen Wettbewerbs? Die Antworten fallen keineswegs positiv aus, sobald man Effektivität konkretisiert.
4. Speziell die Derivate und Risikoprodukte fördern die *Liquidität* und schaffen einen wichtigen *Sekundärmarkt*. Durch das unkontrollierte, explosionshafte Wachstum dieses Marktes ist der Sekundärmarkt längst zum intransparenten und unkontrollierbaren Primärmarkt geworden.
5. Spekulanten sind nicht die Ursache der Probleme, sondern decken lediglich durch kühle und schonungslose Analyse bestehende Probleme auf. Sie sind die Überbringer schlechter Nachrichten, die gerne von den Beteiligten verdrängt werden. Das ist richtig und die klassische Funktion des Marktes, hier des Finanz- und Kapitalmarktes. Das Problem liegt nur in der Bündelung und Monopolisierung der Informations-, Kompetenz- und Finanzmacht in den Händen weniger marktbeherrschender Unternehmen. Das reizt zwangsläufig zu abgesprochenem und konzentriertem Einsatz dieser Macht und führt zu einer unnötigen und gefährlichen Zuspitzung und Beschleunigung krisenhafter Entwicklungen (»Brandbeschleuniger«), die die Verantwortlichen zwingen, existentielle Entscheidungen unter extremen Zeitdruck zu fällen. Beispiel: Nacht-und-Nebel-Aktion der EU-Regierungschefs, durch die die Rolle der EZB massiv umdefiniert wurde.

### Fazit

Als Ergebnis ist festzuhalten:

- Ein Verbot von Leerverkäufen ist nicht erforderlich.
- Ungedeckte CDS sollten untersagt werden, solange keine effektiven Vorschriften zur risikogerechten Unterlegung mit Eigenkapital umgesetzt worden sind.

- Dasselbe gilt für strukturierte Produkte, die aus ungedeckten Risikopapieren bestehen.
- Geschäftsbanken sollte die Investition in hoch spekulative Risikopapiere untersagt werden durch die Aufstellung eines Positivkatalogs als Anlagerichtlinien.
- Bei krisenhaften Entwicklungen und Überhitzung der Märkte (s. »Flash Crash« am 6 Mai 2010 in New York) sollte ein zeitweises, befristetes Verbot auch anderer spekulativer Papiere ausgesprochen werden, ebenso wie die zeitlich begrenzte Unterbrechung des Handels betroffener Börsen.



Barbara Hendricks\*

### **Das Verbot von Leerverkäufen ist nur ein erster Schritt auf dem Weg einer Finanzmarktregulierung**

Vor kurzem noch löste diese Frage starke Kontroversen aus, unter Wirtschaftswissenschaftlern wie Politikern. Mittlerweile sind die Befürworter uneingeschränkter Finanzspekulationen leiser geworden – sei es aus Einsicht oder aus Gründen der Anpassung. Meine Position war und ist, dass es keine schrankenlose Marktmacht geben darf. Dies ist nicht mehr und nicht weniger als ein Gebot des Grundgesetzes und gilt auch für den Finanzmarkt. Ziel jeglicher Marktregulierung ist die Sicherung der Funktionsfähigkeit unserer sozialen Marktwirtschaft. Diese Sicherheit war nicht zuletzt bedroht durch sich selbst verstärkende, von der Realwirtschaft weitgehend abgekoppelte Spekulationsgeschäfte. Das Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen und ungedeckten Credit Default Swaps ist im Hinblick auf die notwendige Regulierung ein sinnvolles, allerdings unzureichendes Instrument.

Bereits im September 2008 hatte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erstmals so genannte Leerverkäufe mit Aktien von elf Unternehmen der Finanzbranche verboten. Im Februar 2010 ließ sie das Verbot nach mehrmaliger Verlängerung auslaufen und die Bundesregierung beurteilte diese Entscheidung auf meine Nachfrage hin als sachgerecht. Diese Fehleinschätzung wurde allerdings mit Beginn der systematischen Währungsspekulationen offensichtlich und die BaFin hat sie folgerichtig am 18. Mai 2010 mit ihrem Verbot von ungedeckten Leerverkäufen von Aktien der zehn führenden deutschen Finanzinstitute sowie von Staatsanleihen der Länder der Eurozone und ungedeckten Credit Default Swaps korrigiert.

Das Verbot war notwendig, ist wegweisend, bleibt aber unzureichend, wie die Anhörung zum Gesetzentwurf zur Vor-

\* Dr. Barbara Hendricks ist Mitglied des Deutschen Bundestags und Schatzmeisterin der SPD.

beugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivatgeschäfte vom 17. Juni 2010 im Deutschen Bundestag deutlich gezeigt hat. Denn ausgenommen davon bleiben ungedeckte Leerverkäufe im außerbörslichen Handel, die ein viel größeres Volumen ausmachen. Auch die geringere Markttransparenz macht eine Einbeziehung des außerbörslichen Handels in das Verbot unbedingt erforderlich. Das Verbot von destabilisierenden Finanzmarktgeschäften muss zudem flankiert werden durch die angemessene Beteiligung des Finanzsektors an den Kosten der Krise und durch ein sinnvolles Steuerungsinstrument zur Eindämmung risikoreicher Spekulationen.

Noch vor drei Jahren war der Gesamthaushalt der Bundesrepublik Deutschland ausgeglichen, 2008 noch nahezu ausgeglichen. Heute und für die nächsten Jahre sehen wir uns mit einem wachsenden Staatsdefizit konfrontiert. Für das laufende Jahr 2010 prognostiziert das Bundesministerium der Finanzen (BMF) ein Defizit von – 6% vom BIP.

Ursächlich hierfür sind Mehrausgaben und Mindereinnahmen des Staates aufgrund der internationalen Finanzkrise, zu der spekulative Finanztransaktionen beigetragen haben. Spätestens mit dem Bankrott des Bankhauses Lehman Brothers manifestierte sich im September 2008 die größte international wirksame Störung des Finanzmarktes seit dem Börsencrash von 1929. Die Politik war seitdem permanent und in mehrfacher Hinsicht als Feuerwehr und Nothelfer gefordert.

Zunächst musste der Zusammenbruch des Finanzmarktes durch die Wiederherstellung des Vertrauens von Kunden und Banken verhindert werden. Allein der deutsche Rettungsschirm für Banken hatte einen Umfang von 480 Mrd. €. Nach der Stabilisierung des Bankensystems musste zweitens das Übergreifen der Krise auf die Realwirtschaft abgewehrt werden. Mit den Konjunkturpaketen I und II in einem Umfang von 80 Mrd. € setzte die Bundesregierung Maßnahmen um, die bis heute erfolgreich in den Arbeitsmarkt hinein wirken. Dennoch befinden wir uns in der tiefsten Wirtschaftskrise seit 60 Jahren.

So mussten im Mai und Juni 2010 Gewährleistungen in bis dahin ungeahntem Ausmaß auf den Weg gebracht werden, zunächst für Griechenland und dann in rascher Folge zugunsten des Vertrauens in den Euro und des entsprechenden Wirtschaftsraums.

Die eigentlich notwendige Arbeit ist aber noch nicht getan. Denn noch fehlen die Dämme für die Zukunft, das heißt, noch fehlt die umfassende Neuregelung der Finanzmärkte. Bundeskanzler Schröder hatte bereits auf dem Weltwirtschaftsgipfel in Gleneagles im Jahr 2005 die Re-

gulierung der Finanzmärkte angemahnt. Allerdings konnten wir erst im Jahr 2007, als Deutschland den Vorsitz der G 8 hatte, mit Finanzminister Steinbrück die Weichen dahin gehend stellen, dass bei der Zusammenkunft der Staats- und Regierungschefs der G 8 in Heiligendamm über die Regulierung der Finanzmärkte zumindest gesprochen wurde; schließlich hatte Deutschland die Hoheit über die Tagesordnung. Aber es wurden gleichwohl noch keine bindenden Beschlüsse gefasst – unsere angelsächsischen Freunde waren noch nicht so weit –, sondern es wurden Prüfungsaufträge an das Financial Stability Forum, das mittlerweile in »Financial Stability Board« (FSB) umbenannt worden ist, erteilt. Dieses Gremium hat mittlerweile etwas mehr Einfluss und arbeitet noch an den Prüfungsaufträgen. Erst kürzlich hat der Präsident der Bundesbank, Herr Professor Weber, öffentlich gesagt, Ende dieses Jahres werde man Vorschläge machen können und er hoffe, sie 2012 implementieren zu können. Der Vorsitzende des FSB, Mario Draghi, hat die Jahre 2010 und 2011 als entscheidend für die bedeutendsten Teile der globalen Reform bezeichnet. Wir wären heute zumindest auf europäischer Ebene weiter, hätte Deutschland die Linie konsequent verfolgt, die bereits im Februar 2009 in dem Papier »Die Finanzmärkte grundlegend neu ordnen – Unsere Finanzmarktgrundsätze« von Frank-Walter Steinmeier und Peer Steinbrück detailliert vorgezeichnet wurde. Das Ergebnis des EU-Gipfels der Staats- und Regierungschefs in Brüssel vom 17. Juni 2010 ist mit dem Auftrag der »Erforschung und Entwicklung« einer Finanztransaktionssteuer lediglich eine Wiederholung des Auftrags von Heiligendamm.

Derzeit kann von einer kohärenten internationalen Finanzmarktregulierung nicht die Rede sein. Deshalb ist es außerordentlich nachteilig, dass die schwarz-gelbe Bundesregierung ohne Kompass und ohne Führung agiert. Es mangelt an fundierter Geschlossenheit von Regierung und Regierungsparteien, ohne die es aber kaum möglich ist, auf europäischer oder internationaler Ebene Überzeugungsarbeit und Durchsetzungskraft zu zeigen. Deutschlands Ansehen im internationalen Krisenmanagement ist unter Bundeskanzlerin Merkel in neuer Koalition radikal abgestürzt. Dabei war vom Ausbruch der Krise an klar, dass die Aufgabe, mittels internationaler Zusammenarbeit globale Märkte stärker regulieren zu müssen, von der politischen Führung alles verlangt: Ziel, Strategie, Kompetenz, Kommunikationsfähigkeit, Hartnäckigkeit, Durchsetzungsfähigkeit.

Nachdem aber die schwarz-gelbe Regierung durch ihren Wackelkurs Zeit und Boden verloren hat, fällt es schwer, Bundesfinanzminister Schäuble im Zusammenhang mit dem jüngsten Verbot von ungedeckten Leerverkäufen durch die BaFin sein einseitiges und international nicht abgestimmtes Handeln vorzuwerfen.

Sicher, es wäre notwendig gewesen, zeitlich und inhaltlich abgestimmt vorzugehen. Minister Schäuble hat in seiner Pressekonferenz vom 2. Juni seine Enttäuschung über die zögerliche Haltung mancher EU-Kollegen auch sehr deutlich gemacht. Er hat das Vorgehen der Bundesregierung nicht als »Alleingang«, sondern als Mittel bezeichnet, um »europäische Entscheidungen zu beschleunigen«. Dem ist zuzustimmen. Höchst bemerkenswert ist zudem die Begründung des konservativen Ministers für das »Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte« in der er die Finanzmärkte als selbstreferentiell und selbstzerstörerisch verurteilt hat.

In der Tat hat die Verselbständigung der Finanzmärkte durch die Potenzierung der börslich und außerbörslich gehandelten Derivate gefährliche und inakzeptable Dimensionen erreicht. Die Wirtschaftswelt würde bestens ohne diese intransparenten Modelle zur Profitextrahierung funktionieren, ihr Beitrag zur volkswirtschaftlichen Kosten-Nutzen-Rechnung ist schlicht negativ. Fest steht: Spekulationen haben dann keinerlei marktregulierende Ausgleichsfunktion, wenn sie systematisch nur in einer Richtung funktionieren – sie sind ein perverser Anreizmechanismus mit zerstörerischer Kraft. Darüber kann die Verteidigungslinie von Spekulanten auf drohenden Staatsbankrott nicht hinwegtäuschen, die da lautet: Ist die Wette eines Leerverkäufers auf sinkende Kurse von Staatsanleihen nicht durch die Realität gedeckt, verliert er sehr schnell sein Geld. Nein, diese Art von Spekulation deckt nicht nur bestehende Missstände auf, sondern sie wirkt als self fulfilling prophecy.

Um an dieser Stelle deutlich zu sagen: Es geht nicht darum, Spekulation und Arbitrage auf dem Finanz- oder Warenmarkt abzuschaffen oder zu verteuern. Ersteres wäre gar nicht möglich und Letzteres hieße, ihre positive und für ein möglichst reibungsloses Marktgeschehen förderliche Indikator- und Ausgleichsfunktion zu verkennen.

Nein, es geht darum zu verhindern, dass die Verwalter der ungeheuren globalen Kapitalströme sich in Verkennung oder Geringschätzung der produktiven Leistungskraft der Realwirtschaft sich diese selbst zur Beute machen. Statt die Kuh zu melken, wird sie geschlachtet – das gilt es zu verhindern.

Wie nahe die Weltwirtschaft diesem Punkt ist, zeigen übrigens zunehmende Aktivitäten von Banken und Investmentfonds auf dem Rohstoffmarkt, der in Gefahr ist, von Angebot und Nachfrage abgekoppelt und mit Hilfe eines hypertrophierten Derivatehandels zur nächsten, die US-Immobilienblase weit hinter sich lassenden, Blase aufgepumpt zu werden. Was das für das rohstoffarme, exportorientierte Deutschland bedeutet, kann sich jeder ausmalen.

Es ist Aufgabe der Politik, den Verhaltensnormen, die unser Staatswesen bestimmen, auch auf dem Finanzmarkt Geltung zu verschaffen. Bei der Regulierung der Finanzmärkte geht es also im Kern um die Wiederherstellung der moralischen Rechtfertigung unserer Wirtschaftsordnung. Die vier in dem bereits erwähnten Steinmeier-Steinbrück-Papier formulierten Finanzmarktgrundsätze decken das in dieser Hinsicht notwendige Handlungsspektrum ab. Ich will sie deshalb zum Abschluss hier wiederholen.

- I. Die Menschen – verantwortungsvoll handelnde Banker  
Im Sinne von Walter Eucken, einer der Väter der Sozialen Marktwirtschaft, müssen Erfolgsindikatoren, Anreiz- und Vergütungssysteme, Risiko und Haftung nachhaltig gestaltet werden.
- II. Die Banken – nachhaltig arbeitende Finanzdienstleister  
Hier geht es um die notwendige Transparenz bei der Bewertung, der Aufnahme und dem Management von Risiken, um das Verbot schädlicher Leerverkäufe, sowie die wirkungsvolle Regulierung von Hedgefonds und Private-Equity-Fonds.
- III. Die Institutionen – starke nationale und internationale Finanzinstitutionen  
Eine starke, weltweit verzahnte Finanzmarktaufsicht muss alle Märkte, alle Produkte und alle Akteure beaufsichtigen. Die Rolle von Internationalem Währungsfonds (IWF) und Financial Stability Board (FSB) muss gestärkt, ihre Politikempfehlungen transparent und überprüfbar gemacht werden. Geschäftstätigkeit und Risikomodelle von Ratingagenturen müssen der direkten Finanzdienstleistungsaufsicht unterstellt, eine eigene europäische Ratingagentur soll errichtet werden. Europa braucht zumindest eine verpflichtende gemeinsame Handelsplattform.
- IV. Fairness – fairer Wettbewerb auf Augenhöhe  
Fairer Wettbewerb bedarf klarer, trotz Globalisierung einheitlich geltender Regeln für alle. Deshalb müssen Steuererosionen ausgetrocknet und Steuerbetrug bekämpft werden. Der Verbraucherschutz muss gestärkt und die Lasten des bereits eingetretenen Schadens gerecht verteilt werden.  
Diese letzte Forderung nach gerechter Beteiligung des Finanzsektors an den von ihm verursachten Kosten und Lasten hat sich im Zuge der Krise zugespitzt auf die Frage Finanztransaktionssteuer (FTS) Ja oder Nein. Die FTS ist ein gerechtes und notwendiges Instrument, um einen Teil der mäandrierenden monetären Ressourcen in sinnvolle reale Transaktionen zu lenken. Die SPD ist sich darüber bereits mit ihren europäischen Schwesterparteien einig. Untersuchungen gehen für Deutschland von einem Aufkommen einer Finanztransaktionssteuer von mindestens 12 Mrd. € aus, bei einem Steuerersatz von 0,05%.  
Es ist deshalb erfreulich, dass sich die Bundesregierung nach vielen Widersprüchen und langem Zögern und

Zaudern endlich entschlossen hat, beim G-20-Treffen im Juni für die Finanztransaktionssteuer einzutreten. Wir fordern, falls eine Einigung auf dieser Ebene nicht möglich sein sollte, zunächst auf EU-Ebene eine europäische Vereinbarung zu erreichen. Diese Aufgabe könnte übrigens ein Lackmustest sein für die Bereitschaft der Euroländer, die Währungsunion mit der notwendigen Steuerharmonisierung zu unterfüttern.



Sigrid Müller\*

### **Regulierung von Leerverkäufen: Verbote vs. Transparenz**

Weltweit bestehen erhebliche Unterschiede im Hinblick auf die Regulierung von Leerverkäufen. Das Spektrum reicht von einem völligen Verbot bis zur vollständigen Freigabe. Während die deutschen Behörden bisher bei ihren Leerverkaufsverböten im wesentlichen den Vorgaben aus anderen Ländern folgten, wurde am 19. Mai 2010 von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) erstmals ein Leerverkaufsverbot ausgesprochen, welches über die bisher betroffenen Finanztitel hinausging, indem es Staatsanleihen und Credit Default Swaps (CDS) umfasste. Es folgte der Entwurf der Bundesregierung für ein »Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte« vom 1. Juni 2010. Er sieht das Verbot ungedeckter Leerverkäufe von deutschen Aktien und von Staatsschuldtiteln der Eurozone sowie Kreditderivaten (CDS) auf Staatsschuldtiteln der Eurozone vor, die keinen Absicherungszwecken dienen. Begründet wird das Verbot mit der Finanzkrise und der »Ausweitung der Turbulenzen auf die Märkte für Staatsanleihen von Mitgliedstaaten der EU und die Volatilität des Euro«, denen mit dem Verbot »bestimmter potentiell krisenverstärkender Transaktionen« entgegen getreten werden soll (vgl. Entwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte vom 1. Juni 2010, Bundesministerium der Finanzen, S.1).

Welche Rolle spielen Leerverkäufe in der augenblicklichen Finanzmarktkrise? Wirken sie destabilisierend? Welche Auswirkungen haben Verbote? Lassen sich Kursstürze abfedern oder verhindern? Leerverkäufe gibt es, seit Aktien an Börsen gehandelt werden. Hoch spekulativ, ähneln sie Wetten auf den Aktienkurs. Im einfachsten Fall, dem eines gedeckten Leerverkaufs, verkauft der Leerverkäufer eine gegen Gebühr geliehene Aktie. Bei fallenden Kursen

\* Prof. Dr. Sigrid Müller ist Professorin für Betriebswirtschaftslehre und Direktorin des Instituts für Finanzierung an der Humboldt-Universität zu Berlin.

profitiert er, da er die Aktie für die Rückgabe billiger erwerben kann. Hingegen verliert er bei steigenden Kursen: Gewinn oder Verlust bestimmen sich als Differenz aus dem Verkaufspreis und dem späteren Kaufpreis vermindert um die Leihgebühren. Vom Verbot betroffen sind nicht diese klassischen Leerverkäufe, sondern ungedeckte Leerverkäufe. Bei einem ungedeckten oder nackten Leerverkauf wird auf das Leihgeschäft verzichtet. In Abhängigkeit vom Aktienkurs ergeben sich Gewinne und Verluste allerdings in gleicher Weise. Im Unterschied zu gedeckten Leerverkäufen können durch ungedeckte Leerverkäufe mehr Verkauforders als Aktien im Umlauf sein. Fotak et al. (2009) schätzen, dass im amerikanischen Markt ungedeckte Leerverkäufe bei 91% aller an der NYSE und bei 71% aller an der NASDAQ gehandelten Aktien vorkommen. Wie kann ein so einfach strukturiertes spekulatives Geschäft Märkte bedrohen?

### Leerverkäufe und Marktqualität

Die Diskussion um Leerverkäufe kreist um folgende Fragen. Gibt es verstärkt negative Kursentwicklungen? Wird der zugrunde liegende Basiswert volatiler? Beeinflussen Leerverkäufe die Liquidität?

Der Einfluss von Leerverkäufen auf die Marktqualität wurde bisher für Aktien untersucht. In den meisten Untersuchungen wird dabei nicht zwischen gedeckten und ungedeckten Leerverkäufen unterschieden. Leerverkäufe erfüllen für die Kapitalmärkte eine wichtige Funktion. Sie decken wertvolle, wenngleich negative Information auf (vgl. Miller 1977; Boehmer und Wu 2010). Bris et al. (2007) weisen nach, dass sich in Kapitalmärkten mit Leerverkäufen Informationen wesentlich schneller in den Aktienkursen wiederfinden als in jenen mit Leerverkaufsbeschränkungen. Dies trifft sowohl für individuelle Aktien als auch Aktienindizes, die den gesamten Markt repräsentieren, zu.

Durch Leerverkäufe können Marktakteure Handel auf der Grundlage negativer Einschätzungen betreiben. Die zusätzliche negative Information, die über Leerverkäufe in den Markt kommt, könnte zu einem negativen Preiseffekt in der Aktie führen. Die empirischen Erkenntnisse dazu sind nicht einheitlich. Während Aitken et al. (1998) für den australischen Markt eine negative Wirkung auf die Aktienrendite nachweisen, finden Fatak et al. (2009) für den US-amerikanischen Markt keinen kurzfristigen negativen Effekt. Auch Beber und Pagano (2010) können keine negative Wirkung feststellen bei ihrer Untersuchung weiterer 29 Aktienmärkte, darunter der deutsche. Für den US-amerikanischen Markt gelingt es Fatak et al. (2009) zu zeigen, dass ungedeckte Leerverkäufe die Volatilität der zugrunde liegenden Aktie reduzieren.

Die Liquidität, d.h. ob Anleger zu angemessenen Preisen ohne Zeitverzug kaufen oder verkaufen können, wird durch Leerverkäufe positiv beeinflusst. Die für den US-amerikanischen Markt und weitere 29 Länder vorliegenden empirischen Untersuchungen (vgl. z.B. Beber und Pagano 2010; Fatak et al. 2009) stellen übereinstimmend fest, dass mit Leerverkäufen eine Verringerung der Geld-Brief-Spanne verbunden ist. Anleger können somit zu geringeren Transaktionskosten handeln.

Leerverkäufe werden in Verbindung gebracht mit missbräuchlichen Handelspraktiken, wie zum Beispiel die Kursmanipulation durch das Streuen falscher Gerüchte. Führen diese falschen Gerüchte dann zu Kursstürzen, verdienen Leerverkäufer. Seit dem Kursverfall der Aktie von Bear Stearns tauchen diese Vorwürfe verstärkt auf. Sie sind auch Gegenstand von Untersuchungen der amerikanischen Behörden. Fatak et al. (2009) untersuchen diese Vorwürfe für die von der Finanzmarktkrise besonders betroffenen Finanzinstitute Bear Stearns, Lehman Brothers und American Insurance Group (AIG). Die Daten zu ungedeckten Leerverkäufen geben bis auf einen möglichen Zeitpunkt im Juni 2008 für Lehman Brothers keinen Hinweis auf missbräuchliche Handelspraktiken.

Somit verbessern Leerverkäufe die Marktqualität, indem sie die Liquidität und die Effizienz der Preisbildung erhöhen und tendenziell reduzierend auf die Volatilität wirken.

### Leerverkaufsbeschränkungen in der Finanzmarktkrise 2008

Im Verlauf der Finanzkrise wurden in vielen Ländern Leerverkaufsbeschränkungen erlassen. Nach einer Zeit des Experimentierens mit dem Verbot von ungedeckten Leerverkäufen in USA im Juli und August 2008 und erhöhten Mitteilungspflichten in Großbritannien im selben Zeitraum erfolgte im September 2008 in einer abgestimmten Aktion ein vorübergehendes Verbot aller Leerverkäufe in Finanzaktien in USA und Großbritannien. Am 19. September zogen die deutschen Behörden nach. In Abstimmung mit dem Finanzministerium untersagte die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) Leerverkäufe von zehn Bank-, Finanz- und Versicherungsaktien sowie den Aktien der Deutschen Börse. Im Oktober 2008 beschloss die U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) in einer befristeten Notmaßnahme ein Bündel von Maßnahmen, die den Kursverfall von Finanztiteln stoppen sollten. Hierzu gehörten ein Leerverkaufsverbot der Aktien von insgesamt 799 Unternehmen des Finanzsektors, eine Mitteilungspflicht für erlaubte Leerverkäufe durch bestimmte Personengruppen sowie erleichterte Aktienrückkäufe für Unternehmen. Gleichzeitig wurden die Untersuchungen hinsichtlich Kursmanipulationen in Finanztiteln intensiviert. Un-

ter Eid mussten Hedgefondsmanager und andere große Marktteilnehmer ihre Positionen aufdecken und alle relevanten Informationen liefern. Zusammenfassend sind damit drei Vorgehensweisen festzustellen, die sich nicht gegenseitig ausschließen: Verbot aller Leerverkäufe, Verbot ungedeckter Leerverkäufe und erhöhte Mitteilungspflichten. Diese unterschiedlichen Maßnahmen liefern die Grundlage für zahlreiche empirische Untersuchungen der Auswirkungen von Leerverkaufsbeschränkungen auf die zugrundeliegenden Märkte.

### Leerverkaufsverbote: empirische Befunde

Beber und Pagano (2010) untersuchen die Auswirkungen von Leerverkaufsverböten in 30 Ländern von Januar 2008 bis Juni 2009, während Fotak et al. (2009) das US-amerikanische Leerverkaufsverbot für 19 Aktien aus dem Finanzbereich im Juli und August 2008 sowie ungedeckte Leerverkäufe für an der NYSE gelistete Aktien von März 2004 bis Dezember 2008 analysieren. Bris et al. (2007) vergleichen für 46 Länder die Auswirkungen von Leerverkaufsbeschränkungen im Zeitraum 1990 bis 2001, in dem in 35 Ländern Leerverkäufe erlaubt waren. Die empirischen Befunde dieser Untersuchungen sind eindeutig. Sie stellen den Sinn der beabsichtigten Leerverkaufsverböte in Frage.

1. Leerverkaufsverböte eignen sich nicht zur Stabilisierung von Aktienkursen. Weder das Verbot ungedeckter Leerverkäufe noch Meldepflichten führen zu positiven Effekten für die betroffenen Aktien. Bei einem generellen Leerverkaufsverbot treten sogar negative und somit gegenteilige Effekte auf (vgl. Beber und Pagano 2010; Fotak et al. 2009). In Märkten mit stark fallenden Preisen können daher Leerverkaufsverböte nicht die Schwere der Preisstürze von einzelnen Aktien mildern. (vgl. Bris et al. 2007). Sie tragen möglicherweise zu einer Verstärkung des Preissturzes bei.
2. Leerverkaufsverböte führen zu einer geringeren Informationsverarbeitung (vgl. Beber und Pagano 2010; Fotak et al. 2009; Bris et al. 2007). Sie beschädigen den Preisfindungsprozess in Kapitalmärkten. Leerverkaufsverböte bedeuten folglich einen Verlust an Informationseffizienz. Sie schädigen damit den Anlegerschutz und die Integrität des Kapitalmarktes.
3. Leerverkaufsverböte sind mit einer starken Zunahme der Geld-Brief-Spanne verbunden (vgl. Beber und Pagano 2010; Fotak et al. 2009). Das vollständige Verbot reduziert die Liquidität am stärksten. Der Liquiditätsverlust ist allerdings auch bei einem Verbot ungedeckter Leerverkäufe noch beachtlich.
4. Leerverkäufe stehen in keinem Zusammenhang zur Häufigkeit von Finanzkrisen. Starke negative Kursausschläge treten in Märkten mit Leerverkaufsverböten nicht sel-

tener auf als in Märkten, in denen Leerverkäufen erlaubt sind (vgl. Bris et al. 2007).

5. Panikverkäufen für den gesamten Aktienmarkt kann mit Leerverkaufsverböten begegnet werden (Bris et al. 2007). Somit eignen sich Leerverkaufsverböte eher für kurzfristige und zeitlich befristete Notmaßnahmen.

### Transparenzforderungen und kursstützende Maßnahmen

Die zeitnahe Bekanntgabe von Leerverkaufspositionen, also eine erhöhte Transparenz, stellt eine attraktive Alternative zu Verböten dar. Leerverkäufer scheinen unter Meldepflichten weniger aggressiv auf Basis ihrer negativen Information zu handeln (vgl. Beber und Pagano 2010). Meldepflichten sind mit einer geringeren Geld-Brief-Spanne, also mit erhöhter Liquidität, verbunden (vgl. Beber und Pagano 2010). Auch führen sie nicht zu einer Verstärkung von Preisstürzen (vgl. Beber und Pagano 2010). Ein weiterer Vorteil liegt darin, dass sie Manipulationsversuche erschweren. Die Veröffentlichung von Leerverkaufspositionen macht die Interessen der Marktakteure transparent. Die Spekulation mit falschen Gerüchten wird erschwert.

Um den Kursverfall von Finanztiteln zu stoppen, verfügte die SEC im Oktober 2008 ein zeitlich befristetes Bündel von Maßnahmen: ein Leerverkaufsverbot, eine Mitteilungspflicht für erlaubte Leerverkäufe, erleichterte Aktienrückkäufe für Unternehmen und verstärkte Untersuchungen hinsichtlich Kursmanipulationen. Wie sind diese Maßnahmen zu bewerten? Als Notmaßnahme gegen Panikverkäufe und Kursmanipulationen in Finanztiteln können die Mitteilungspflicht und die Intensivierung der Untersuchungen zu Kursmanipulationen neben Leerverkaufsverböten unterstützend wirken. Zusätzlich sind Aktienrückkäufe tendenziell kurssteigernd. In ihrer Begründung erkennt die SEC explizit an, dass unter normalen Marktbedingungen Leerverkäufe zur Informationseffizienz der Aktienmärkte beitragen und die Liquidität erhöhen, daher äußerst erwünscht sind. Folglich war das Verbot zeitlich befristet.

### Fazit

Die empirischen Befunde zu Leerverkaufsverböten sind eindeutig. Als Schutz vor Kursstürzen sind sie untauglich. Sie wirken eher krisenverstärkend. Zudem reduzieren sie die Liquidität und führen zu einem Verlust an Informationseffizienz. Sie beschädigen den Anlegerschutz und die Integrität des Finanzmarktes, zwei Ziele, die von Regulatoren stets genannt werden. Als Regulierungsalternative sind Meldepflichten attraktiv. Sie wirken auch Versuchen der Kursmanipulation entgegen.

## Literatur

- Aitken, M., A. Frino, M. McCorry und P. Swan (1998), »Short sales are almost instantaneously bad news: evidence from the Australian Stock Exchange«, *Journal of Finance* 53, 2205–2223.
- Beber, A. und M. Pagano (2010), »Short-selling bans around the world: evidence from the 2007–09 crisis«, Discussion Paper, Januar.
- Bris, A., W. Goetzmann und N. Zhu (2007), »Efficiency and the bear: short sales and markets around the world«, *Journal of Finance* 62, 1029–1079.
- Boehmer, E. und J. Wu (2010), »Short Selling and the Price Discovery Process«, Working Paper, May 4.
- Bundesministerium der Finanzen (2010), »Entwurf für ein Gesetz zur Vorbeugung gegen missbräuchliche Wertpapier- und Derivategeschäfte« vom 1. Juni 2010.
- Fotak, V., V. Raman und P. Yadav (2009), »Naked short selling: the emperor's new clothes?«, Discussion Paper May 22.
- Miller, E.M. (1977), »Risk, Uncertainty and Divergence of Opinion«, *Journal of Finance* 32, 1151–1168.



Max Otte\*

## Für ein Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen bzw. ungedeckten Credit Default Swaps

Das (weitgehende) Verbot von Wertpapier-Leerverkäufen bzw. ungedeckten Credit Default Swaps ist ein sinnvoller Baustein einer umfassenden Finanzmarktregulierung, die ganzheitlich 1. sinnvolle Eigenkapitalregeln, 2. die Besteuerung von Finanztransaktionen und 3. die Regulierung von Geschäftsmodellen und Produkten umfassen sollte.

### Irrationale Finanzmärkte

Finanzmärkte verhalten sich kurz- und mittelfristig höchst irrational. Anlegerentscheidungen – und zwar oft auch die von professionellen Anlegern – werden von Mechanismen im Hirn gesteuert, die zum Teil auf die Reptilienzeit zurückgehen (vgl. Otte 2009, 43 ff.; Montier 2007; Bookstaber 2007; Reinhart und Rogoff 2009). Diese empirisch mittlerweile vielfach verifizierte Erkenntnis der modernen finanzwissenschaftlichen Forschung hat allerdings noch kaum zu einer Überarbeitung unserer Makromodelle geführt, in denen fast durchgängig noch rationale Finanzmärkte vorausgesetzt werden. Fast kann man von einem a priori bestehenden Glauben, einer »Religion der Marktwirtschaft« sprechen, die trotz der vielfachen Unfälle und Blasen der letzten Jahre nicht wirklich hinterfragt wird.

Tatsächlich sind unregulierte Finanzmärkte geradezu prädestiniert für Blasenbildungen. Hierzu tragen Geschwindigkeit diese Märkte, Komplexität der Konstrukte, massive Informationsasymmetrien, gleichgerichtetes Verhalten (das allerdings oft nicht kartellrechtlich relevant ist, sondern auf ei-

\* Prof. Dr. Max Otte ist Professor für allgemeine und internationale Betriebswirtschaftslehre an der Fachhochschule Worms und unabhängiger Hedgefondsmanager, Zentrum für Value Investing e.V.

ner impliziten Koordination von Aktionen beruht) bei. Finanzmärkte sind daher hoch krisenanfällig und müssen mehr als die meisten anderen Märkte streng reguliert werden (vgl. Kapoor 2010).

### **Raubtierkapitalismus, Moral Hazard und das Wolfsrudel**

Der von Altbundeskanzler Helmut Schmidt geprägte Begriff »Raubtierkapitalismus« bezeichnet die jetzige Situation recht gut. In volatilen Märkten kommen die am besten informierten Finanzmarktakteure – oder auch nur die Akteure mit den besten Reflexen, eben die »Raubtiere« – hervorragend zurecht. Sie können in steigenden und fallenden Märkten Geld verdienen, je mehr, desto weniger Regeln sie unterworfen sind. Es besteht also eine Art »Nahrungskette«, an deren Spitze die Investmentbanken und Hedgefonds stehen, und an deren Spitze wiederum Goldman Sachs und einige wenige andere Institutionen. Hier geht es nicht um straf- oder kartellrechtlich relevante Verstöße oder »Verschwörungen«, obwohl Goldman Sachs diesbezüglich gerade untersucht wird, sondern um eine Hierarchie der Akteure.

Akteure der Realwirtschaft (Unternehmen, insbesondere Mittelständler, Staaten, Kleinsparer) hingegen sind durch ihr reales Geschäft oder auch strenge Regeln gebunden und weniger beweglich. Lagerbestände, Mitarbeiter, Kapitalausstattung oder Verträge lassen sich eben nicht mit der Geschwindigkeit von Finanzmärkten »anpassen«. Gerät ein mittelständisches Unternehmen aufgrund der gegen die Realwirtschaft zugunsten der Spekulationswirtschaft prozyklisch konstruierten Eigenkapitalregeln von Basel II oder des prozyklischen fair value accounting in Bedrängnis, muss es zum Teil erdrückende Zinskonditionen akzeptieren oder gleich eine »Private-Equity-Beteiligung« mit Renditeforderungen von 20% und mehr akzeptieren (vgl. Gschrey 2010).

Hier sollte also auch der Begriff des »internationalen Finanzkapitals« entstaubt und auf seine Nützlichkeit untersucht werden (vgl. Otte 2010). Letztlich beschreibt dieser Begriff nur, dass es Unterschiede in der Funktionsweise von international beweglichem Kapital (Hedgefonds, Großbanken, Family Offices, Großkonzerne, Manager in Großkonzernen) und national, bzw. regional verankertem Kapital (Mittelständler, Arbeitnehmer, Volks- und Raiffeisenbanken, Sparkassen, Kleinsparer) gibt, die gelegentlich zu Interessengegensätzen führen können. Diese Interessengegensätze müssen offen angesprochen und politisch austariert werden.

Die Spekulation mit ungedeckten Leerverkäufen oder Credit Default Swaps gegen Länder oder Währungsgebiete lässt sich mit einer Feuerversicherung vergleichen. Ein Spekulant erwirbt eine Feuerversicherung auf ein Haus in einem bestimmten Stadtteil. Nun verbreitet er seine Meinung,

dass diese Gegend besonders feuergefährdet sei. (So etwas ist in Form von Analystenmeinungen und Konferenzen schnell möglich und meistens keinesfalls straf- oder kartellrechtlich relevant, es sei denn, man stellt sich besonders dumm an. Oftmals reicht es auch den Märkten, zu wissen, dass sich ein bestimmter Akteur in einer bestimmten Weise engagiert hat.) Es werden mehr Versicherungen nachgefragt. Also Folge steigen die Versicherungsprämien.

Der schwedische Finanzminister Anders Borg nannte Sprach vom »Wolfspack der Spekulanten« (vgl. Crossland 2010). Im Prinzip trifft dieses Bild die Dynamik der oben erwähnten Spekulation. Sollte ein Spekulationsobjekt der Realwirtschaft ökonomische Schwächen aufweisen (oder nur den Anschein solcher Schwäche erweisen, kann – wie zum Beispiel im Falle von Staatschulden durch den massiven Einsatz von Credit Default Swaps – die Spekulation sich selbst verstärkende Wirkungen erzeugen. Dies wurde am Beispiel der griechischen Staatsanleihen deutlich. Eine »Kausalität« ist hierbei schwer nachzuweisen, wohl aber der typische Ablauf eines solchen Prozesses. (Er könnte im Falle der Spekulation auf Wertsteigerungen auch in die andere Richtung laufen.) Diese »Welt voller Blasen« kann nicht im Sinne einer stabilen realwirtschaftlichen Entwicklung sein (vgl. Afhüppe und Reuter 2005).

### **Hypertrophe Spekulationsmärkte und Spekulationsförderungswirtschaft**

Der Milliardär Charlie Munger, kongenialer Partner des U.S.-Superinvestors Warren Buffett, veröffentlichte im Februar 2010 seine »Parabel, wie ein Land in den finanziellen Ruin schlitterte« (Munger 2010). Darin schildert er, wie eine einstmalig fleißige, sparsame und konservative Nation wohlhabend wird und das Spielen in Casinos entdeckte sowie langsam der Spielsucht verfiel. »So kam es, dass die Gewinne der Casinos schließlich 25% des Bruttoinlandsproduktes ausmachten und 22 aller Löhne und Gehälter an Casinoangestellte gingen (von denen viele Ingenieure waren, die man dringend anderswo benötigt hätte).« Irgendwann stand das Land vor einem Problem – die Exporte, die früher 25% des BIP betragen hatten, lagen nun bei 10%, die Importe waren von 15 auf 30% gestiegen. Ein weiser Mann wurde gefragt, der viele kluge Vorschläge machte, wie man die Spielsucht in den Casinos einschränken könne. Munger schreibt weiter, dass die Ratschläge eines weisen Mannes weitgehend ignoriert wurden und dass die Ökonomen des Landes in Mehrheit deutlich gegen eine solche Regulierung waren, weil sie der Meinung waren, dass alle Resultate des Marktes effizient seien. Auch die Banken und Casinos widersetzten sich. So war der Abstieg des Landes unaufhaltsam.

Wir leben in einer Welt hypertropher Finanzmärkte, in der sich die kapitalmarktorientierten Banken, Hedgefonds und

spekulativen Finanzakteure aufgrund der eigenen Lobby-macht die Regeln zum eigenen Nutzen und zum Schaden der Realwirtschaft und der realwirtschaftlich engagierten Banken schreiben – sei es bei den Eigenkapitalanforderungen, im fair value accounting oder bei der Regulierung von Produkten und Geschäftsmodellen. Indem die Spekulationswirtschaft die Eigenkapitalanforderungen bewusst niedrig hält, die Gewinne der Spekulation einstreicht und die eventuellen Kosten von Fehlspekulationen sozialisiert, wird gegen elementare Regeln einer Marktwirtschaft verstoßen, dass nämlich Kaufleute mit ihrem Namen und Kapital haften (vgl. Sinn 2009). Die kapitalmarktorientierten Akteure verhalten sich konsequenterweise oftmals parasitär.

Die derzeit diskutierte Bankenabgabe illustriert dies: eingezahlt werden soll von ALLEN Banken – auch zum Beispiel den soliden Volks- und Raiffeisenbanken, die bereits über aus Rücklagen gut kapitalisierte eigene Sicherungssysteme verfügen – zur Verfügung stehen soll der Rettungsfonds aber vor allem den »systemrelevanten« großen kapitalmarkt-orientierten Banken. Einmal mehr würden dann Akteure der Realwirtschaft die Zeche für die Akteure der Spekulationswirtschaft bezahlen.

Finanzinnovationen sind nicht per se etwas Schlechtes. Aber sie sind mit großer Vorsicht zu genießen. In »Manien, Paniken, Crash« schreibt Wirtschaftshistoriker Charles Kindleberger, dass Finanzinnovationen oftmals überschätzt und damit »underpriced« seien, dass also der Risikozuschlag für neue Finanzprodukte zu gering ausfalle und diese damit übermäßig in Anspruch genommen würden (vgl. Kindleberger 2001, 22; Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 1996). Nach der »Südseeblase« in England im Jahr 1720 wurden zeitweilig die Kapitalgesellschaften als Schuldige ausgemacht und die Gründung neuer Kapitalgesellschaften verboten. Dabei war es nur die Art und Weise, wie diese Gesellschaften benutzt wurden. Nach 1720 wurde die Kapitalgesellschaft zu einer Säule des wirtschaftlichen Fortschritts. Auch Finanzderivate haben ihren Sinn. Allerdings ist äußerste Vorsicht bei diesen »finanziellen Massenvernichtungswaffen« (Warren Buffett) geboten. Statt des modernen angelsächsischen Prinzips »was nicht ausdrücklich verboten ist, ist erlaubt« sollten wir uns bei Finanzinnovationen vielleicht an eine eher deutsche Vorgehensweise »was nicht erlaubt ist, ist verboten« gewöhnen.

### Nationaler Alleingang

Es kann also nicht kontraproduktiv sein, wenn die Bundesregierung – notfalls im Alleingang – beschließt, »einige Tische im großen Spielcasino zu schließen«. In der Debatte um das Verbot von Leerverkäufen habe ich mich dabei eindeutig hinter die Bundesregierung gestellt (vgl. Otte 2010). Der Bundesrepublik wird Führungsschwäche vor-

geworfen, wenn sie zu lange an als für sich richtig erkannten Positionen wie in der Frage der Griechenlandrettung festhält. Ebenso wird ihr Führungsschwäche vorgeworfen, wenn Sie in als richtig erkannten Fragen voranschreitet. Das kann nicht sein.

Hierbei ist es auch hilfreich, sich daran zu erinnern, dass Ökonomie immer politisch ist, und dass es eben nicht nur um die Generierung, sondern auch um die Verteilung von Wohlstand zwischen Individuen, Gruppen, Klassen und Nationen geht. Das führt auch zu Interessenkonflikten, die innerhalb einer Gesellschaft oder international politisch gelöst werden müssen (vgl. Gilpin 2010). Die Debatten sind nicht neu: In den USA stritten sich Alexander Hamilton und Thomas Jefferson, von denen sich ersterer für ein System von Schutzzöllen und eine starke Industrie, der zweite für Freihandel und die Südstaaten stark machte, in Deutschland setzte sich Friedrich List für ein »nationales System der politischen Ökonomie« und in England wurde intensiv über die Aufhebung der Getreideimportzölle gestritten, die dann 1846 erfolgte (vgl. <http://www.victorianweb.org/history/corn-laws2.html>).

Deutschland ist eine der größten Nettosparnationen der Welt, nebenbei hat Deutschland (noch) eine funktionierende Industrie und einen hervorragenden Mittelstand, was sich von England und den USA nicht behaupten lässt. Finanzmarkt-deregulierung ist für England Standortpolitik, da dieses Land von der Spekulationswirtschaft abhängig ist. Für Deutschland (Österreich, auch die Schweiz<sup>1</sup>, ggf. Frankreich, die nordischen Länder) wäre hingegen eine stärkere Finanzmarktregulierung die richtige Standortpolitik zur Sicherung der produktiven Basis der Volkswirtschaft.

Ein Verbot von Leerverkäufen hilft der deutschen Volkswirtschaft, indem es die Spekulationswirtschaft ein winziges Stück zurückdrängt. Sicherlich sind einige Ausweicheffekte zu befürchten, aber Deutschland ist zum Glück nicht so von der Finanzbranche abhängig wie andere Ländern. Außerdem könnte rechtlich geprüft werden, ob sich das Verbot nicht nur auf bestimmte Transaktionen, sondern auf Akteure und ihre verbundenen Unternehmen beziehen kann. Deutschland kann und muss also eine Vorreiterrolle einnehmen, ggf. mit einer »Koalition der Willigen«.

Allerdings ist das Verbot von ungedeckten Leerverkäufen nur ein relativ kleiner Baustein bei der Regulierung der Finanzmärkte. Viel wichtiger als diese diskretionäre Maßnahme wären sinnvolle Eigenkapitalregeln, welche die jetzige Begünstigung der Spekulationswirtschaft zu Lasten der Realwirtschaft beenden würden, darunter auch feste Eigenkapitalquoten für alle Finanzakteure und die Rückkehr

<sup>1</sup> Ein Schweizer Industrieller sagte dem Verfasser: »Ihr Deutschen seid die einzigen, die international die Regulierung der Finanzmärkte durchsetzen können. England wird sich der Regulierung immer entziehen wollen.«

zur Bilanzierung nach dem Niederstwertprinzip sowie die Einführung einer Transaktionssteuer. Beides wären im Gegensatz zum Verbot einzelner Produkte oder Transaktionen marktkonforme, systemische Maßnahmen: höhere Eigenkapitalanforderungen würden automatisch die Haftung erhöhen und die parasitäre Spekulationswirtschaft zurückdrängen, denen einzelnen Akteuren aber die Entscheidung über das Ausmaß der Spekulation überlassen, eine Transaktionssteuer würde im Gegensatz zum Orwellschen Neusprech der »Financial Activity Tax« tatsächlich die Aktivitäten besteuern und bremsen (während die »Activity Tax« eben nicht die Aktivitäten, sondern die Gewinne besteuert) (vgl. Bundestag 2010) und würde damit ebenfalls entscheidend dazu beitragen, die spekulativen Aktivitäten auf ein Normalmaß zu reduzieren. Als Regulierungsmaßnahme wäre neben dem Verbot ungedeckten Leerverkäufen ein generelles Verbot des Eigenhandels für Banken effektiver und wichtiger.

## Literatur

- Afhüppe, S. und W. Reuter (2005), »Eine Welt voller Blasen«, *Der Spiegel*, Nr. 13/2005, 26. März 2005.
- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (1986), *Recent Innovations in International Banking*, Basel.
- Bookstaber, R. (2007), *Demon of our Own Design – Markets, Hedge Funds and the Perils of Financial Innovation*, Wiley, Hoboken 2007.
- Bundestag (2010), »Urteile der Sachverständigen zur Finanztransaktionssteuer«, *DER BETRIEB*; 17. Mai 2010, online unter <http://www.der-betrieb.de/content/dft,193,351591>.
- Crossland, D. (2010), »Europe rushes to save Euro from ›wolf pack‹«, *The National*, 9. Mai 2010, online unter: <http://www.thenational.ae/apps/pbcs.dll/article?AID=/20100509/BUSINESS/705099882/1005/rss>.
- Gilpin, R.G. (1987), *The Political Economy of International Relations*, Princeton University Press, Princeton.
- Gschrey, E. (2010), »IAS 39 als Brandbeschleuniger in der Krise? (IAS 39: Adding Fuel to the Fire During the Crisis?)«, *Die Wirtschaftsprüfung, Sonderheft*, 51–56.
- Kapoor, S. (2010), »What should the banking system look like?«, online unter <http://re-define.org/future-finance>.
- Kindleberger, C.P. (2001) *Manien, Paniken, Crashes – die Geschichte der Finanzkrisen dieser Welt*, Börsenmedien, Kulmbach.
- Montier, J. (2007), *Behavioural Investing – A practitioner's guide to applying behavioural finance*, Wiley, Hoboken 2007.
- Munger, C.T. (2010), »Basically, It's Over. A parable about how one nation came to financial ruin«, 21. Februar 2010, online unter <http://www.slate.com/id/2245328>.
- Otte, M. (2009), *Der Crash kommt*, Droemer Verlag, München 2009.
- Otte, M. (2010a), »Volks- und Raiffeisenbanken als Stabilitätsfaktor in Wirtschaftskrisen – Eine polit- und institutionenökonomische Perspektive«, *ZfGG, Zeitschrift für das Gesamte Genossenschaftswesen*, Bd. 61, erscheint demnächst.
- Otte, M. (2010b), »Debatte um Zockerbremse – Top-Ökonomen halten Merkel Inkompetenz vor«, *Handelsblatt*, 20. Mai 2010, <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur-nachrichten/debatte-um-zockerbremse-top-oekonomen-halten-merkel-inkompetenz-vor;2585071>.
- Reinhart, C.M. und K. Rogoff (2009), *This Time is Different – Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton University Press, Princeton 2009.
- Sinn, H.-W. (2009), *Kasino-Kapitalismus*, Econ, Berlin.

**In seinem Kommentar setzt sich Hans Willgerodt kritisch mit der Griechenlandhilfe der Euroländer auseinander, hinterfragt den Erfolg der Maßnahmen und analysiert die damit verbundenen Nebenwirkungen.**

Die griechische Krise ist von den Ländern, die der Europäischen Währungsunion angehören, hektisch, teilweise kopflos und mit sehr kurzem Zeithorizont nach den Maximen behandelt worden: Zur Rettung ist jedes Mittel recht, und Not kennt kein Gebot. Um Kritik auszuschließen, hat man verkündet, dass es zu den getroffenen Maßnahmen »keine Alternative« gegeben habe. Solche Denkblockaden werden immer angewandt, wenn es in Wahrheit andere Möglichkeiten gegeben hat. Man hat sie aber nicht erwägen wollen. Man hätte zum Beispiel eine Gläubigerversammlung vorsehen können. Auch hätten Hilfen und Garantien für die Depositen und Spareinlagen bei griechischen Banken nützlich sein können, um spekulative Angriffe und Kapitalflucht zu verhindern. Auch eine Mischung von Hilfen bei der Verschuldung des Landes und Beihilfen zur wirtschaftlichen Umstellung wäre möglich gewesen. Und vor allem hätten die Gläubigerbanken herangezogen werden müssen, wobei Ermäßigungen möglich gewesen wären, die man an Bedingungen hätte knüpfen können.

Die getroffenen Entscheidungen könnten allenfalls damit gerechtfertigt werden, dass es jedenfalls im Notfall immer irgendeine Entscheidung geben muss. Vor lauter Zweifeln, ob man die Feuerwehr löschen lassen soll oder nicht, darf man nicht den Brand sich selbst überlassen. Doch muss man zweifeln, ob diese Analogie wirklich angemessen ist. Dazu hätte man sorgfältig auch die Alternative prüfen müssen, Griechenland nicht zu helfen, sondern das Land mit seinen Gläubigern allein zu lassen. Den Schaden hätten in diesem Falle vor allem die Gläubiger zu tragen gehabt, die jetzt mit Profit auf Kosten des Fiskus davonkommen. Warum sollen die übrigen dem Eurogebiet angehörenden Länder für griechische Schulden aufkommen? Ein Motiv hierzu könnte sein, dass sonst Großbanken in Schwierigkeiten gekommen wären, die in

verantwortungsloser Weise dem griechischen Staat Kredite gewährt haben, obwohl sie wussten oder hätten wissen müssen, dass das Land den Kapitaldienst dafür nicht leisten konnte. Diese Banken galten als »systemrelevant« und glaubten deshalb, sich beliebige Risiken leisten zu können, weil sie damit gerechnet haben oder rechnen konnten, in der Not von ihren Regierungen freigekauft zu werden. Das hätte man abwarten können. Mindestens hätten harte Maßnahmen gegen diese Hasard-Gläubiger vorgesehen werden können und müssen. Jedenfalls hätte der Markt die Forderungen dieser Gläubiger gegenüber Griechenland auf ein tragbares Maß reduziert und damit das Land entlastet. Ein weiterer Grund gegen eine Zurückhaltung bei der Hilfe durch andere Euroländer wäre allerdings der angeblich unabweisbare »Bedarf« Griechenlands gewesen, sich weiter ständig neu zu verschulden. Die Kreditbedingungen hierfür wären von dem Urteil abhängig gewesen, das neue Gläubiger über die künftige griechische Kreditwürdigkeit abgegeben hätten. Dies wiederum wäre von der Zuverlässigkeit und Glaubwürdigkeit eines völligen Kurswechsels Griechenlands in seiner Wirtschafts- und Finanzpolitik abhängig gewesen. Das alles hätte nüchtern abgewogen werden müssen, anstatt Alarmhektik vorzuziehen.

Das, was man nun im Falle Griechenlands beschlossen hat und in einer Nacht- und Nebelreaktion auf andere unsolide Euroländer ausdehnt, muss daraufhin geprüft werden, ob es wirklich zum Erfolg führt und welche Nebenwirkungen damit verbunden sind. Das hängt zunächst von der Größe der echten Gesamtverschuldungen ab, außerdem vom Verhalten Griechenlands und ähnlich kritischer Länder

\* Prof. Dr. Hans Willgerodt em., war Inhaber der Professur für Wirtschaftliche Staatswissenschaften an der Universität zu Köln und Schriftleiter des ORDO-Jahrbuchs für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft.

selbst. Die in Griechenland beschlossenen Reformen scheinen eindrucksvoll zu sein, sind aber von der starken Oppositionspartei abgelehnt worden, mit einigen rühmlichen Ausnahmen. Als sie regierte, hat diese heutige Opposition ebenso wie die jetzige Regierungspartei nichts unternommen, um der Katastrophe vorzubeugen. Man hat, soweit die publizierten Informationen reichen, mit falschen Angaben den Zugang zur Europäischen Währungsunion erlangt, um die schon vorher zweifelhafte Finanzpolitik nicht nur fortzusetzen, sondern in extremer Weise zu steigern.

Ob sich die griechischen Reformen dort politisch auf Dauer durchsetzen lassen, ist nicht sicher. Bei einem Abfall der griechischen Inlandskonjunktur dürfte die griechische Zahlungsfähigkeit nicht unbedingt für die Bedienung der jetzt gewährten europäischen Regierungskredite ausreichen, obwohl ein Rückgang der griechischen Importe die griechischen Zahlungspflichten mindert. Die gnädige Gewährung weiterer griechischer Neuverschuldung durch die europäischen Instanzen, wenn auch nur in weniger astronomischer Größenordnung als bisher, zeigt nur, dass die zur Hilfe eilenden Regierungen überhaupt nicht ernsthaft die Absicht haben, das Problem zu lösen.

Sie verhalten sich so, wie sie sich auch in ihrem eigenen Land verhalten, das heißt: Auch dort folgen sie dem griechischen Rezept der ungebremsten Verschuldung für Konsumzwecke, nur in geringerem Grade. Die deutsche Regierung muss sich, um die Hilfe für Griechenland leisten zu können, zunächst selber stärker verschulden, denn Haushaltsmittel will sie hierfür nicht bereitstellen. Durch eigene Zusatzverschuldung wird sie also zum Gläubiger Griechenlands. Die Erwartung ist berechtigt und vielleicht sogar gewünscht, dass mit Bedienung der neuen deutschen Forderungen gegenüber Griechenland eigentlich gar nicht wirklich gerechnet wird. Diese Praxis wird von jeher gegenüber Entwicklungsländern angewandt, denen man Kredit gewährt, um ihr Selbstbewusstsein zu schonen. Nach einiger Zeit gibt es dann eine internationale Kampagne zugunsten eines Schuldenerlasses, weil es angeblich unmoralisch sei, von diesen armen Ländern Verzinsung und Rückzahlung zu verlangen. Der Kredit verwandelt sich damit in ein Geschenk, für das man keinen Dank schuldet, weil ja nur eine »untragbare« Last weggenommen wird. Für Deutschland bleibt aber die für den »Kredit« an Griechenland aufgenommene Staatsschuld, die vom deutschen Steuerzahler bedient werden muss, ohne dass ein Gegenwert gegenübersteht.

Auf diese Weise wird »politisch« Folgendes erreicht: Die Vorschrift, dass die Übernahme von Staatsschulden zwischen Ländern der Europäischen Währungsunion verboten ist, wird zunächst optisch umgangen, indem diese Übernahme als Kredit zwischen diesen Ländern getarnt wird. Die später irgendwann zu erwartende Umwandlung in ein Geschenk ist

vorläufig aufgeschoben. Übrigens könnte der Anschein einer weiter bestehenden deutschen Forderung an Griechenland durch Verzinsungsaufschub und Vertagung von Rückzahlungen so lange aufrecht erhalten bleiben, bis sich das Problem durch Änderung der politischen Lage aus der öffentlichen Aufmerksamkeit entfernt.

Wie man in Deutschland nach diesem Prinzip die Schuldenbremse bedienen will, die das geänderte deutsche Grundgesetz neuerdings vorschreibt, ist ein Rätsel. Aber bis dahin rechnen die heute regierenden Politiker wohl nicht, und ihre Sparsamkeitsbeteuerungen ähneln mehr orientalischen Schlangenbeschwörungen, bei denen außer gekrümmten Bewegungen ebenfalls nichts Wesentliches geschieht. Zur Not lässt sich ja das Grundgesetz nach dem üblich werdenden Eilverfahren wieder ändern. Man nähert sich dem Verhalten, von dem sich angeblich Griechenland jetzt ernsthaft befreien will.

Ein einfacher Bürger, der sich so verhält wie die frühere griechische Regierung, wird bisher noch in Deutschland und vielleicht auch in anderen Ländern (oder auch in Griechenland selber?) wegen betrügerischen oder schuldhaften Bankrotts mit Gefängnis bestraft.

Nach offenbar für die praktische Politik maßgebender Auffassung ist Staaten ein betrügerischer Bankrott erlaubt. Es sind bisher auch keine Maßnahmen bekannt geworden oder gar möglich, mit denen diejenigen Politiker und Staatsbediensteten, die für das Betrugsmanöver verantwortlich sind, in irgendeiner Weise belangt worden sind. Auch diplomatische Vertretungen anderer Länder in Athen, die bei sorgfältiger Wahrnehmung ihrer Beobachtungspflicht die griechische Finanzpolitik hätten erkennen müssen, hätten dies an ihre jeweilige Regierung melden müssen. Es ist möglich, dass so etwas geschehen ist, aber es ist ebenso möglich, dass die zuständigen Auswärtigen Ämter es aus so genannten »außenpolitischen« Gründen nicht für opportun gehalten haben, von ihrem Wissen Gebrauch zu machen, zumal man dann die Wirtschaftsressorts hätte einbeziehen müssen, mit denen man nicht so gern verkehrt.

Die europäischen Instanzen, die über den Beitritt Griechenlands zur Währungsunion zu entscheiden hatten, haben sich unwissend verhalten, obwohl es ihre Pflicht gewesen wäre, der Angelegenheit auf den Grund zu gehen. Spätestens aber nach der griechischen Verschuldungsorgie im Anschluss an den Beitritt zur Währungsunion hätte Handlungsbedarf erkannt werden sollen und müssen. Anstatt sich hiermit zu befassen, sind deutsche Europapolitiker und Publizisten unentwegt damit beschäftigt, die begründete Kritik an der jetzigen Griechenlandhilfe als Verstoß gegen die europäische Einheit und Integration zu brandmarken. Soll Europa ein Gebiet einheitlicher Konkursbetrüger werden?

Den griechischen Bankrott darf man nicht so nennen, da er formal nicht zugelassen wird. Zu prüfen bleibt, ob Kreditgeber, die fahrlässig oder vorsätzlich diesen tatsächlichen Bankrott mit herbeigeführt haben, wegen Beihilfe belangt werden können. In den USA, aber bisher nicht in Deutschland oder anderen europäischen Ländern, scheint sich bereits der Staatsanwalt um Klärung dieser Frage zu bemühen.

Nun gehören zu einer funktionierenden Marktwirtschaft auch die Insolvenz und der Konkurs von Unternehmungen, die nicht mehr wirtschaftlich sinnvoll weiterbetrieben werden können. Solche Bereinigungs- und Abwicklungsverfahren haben in der Praxis manche Unvollkommenheiten, vor allem wenn Machtkämpfe dabei mitspielen, aber ihr nicht zu unterschätzender Vorteil besteht darin, dass diese Ausscheidungsprozesse wirtschaftlich hart, aber in der Regel nicht strafbar sind. Man kommt wegen solcher Vorgänge auch nicht wie in der Sowjetwirtschaft in ein Konzentrationslager. Für Verluste haften in erster Linie die Eigentümer und die für Entscheidungen Verantwortlichen. Reicht ihr Vermögen dazu nicht aus, geht die Entscheidung auf die Gläubiger über, deren Forderungen entsprechend gekürzt werden müssen, wenn die Konkursmasse nicht ausreicht, um ihre Forderungen zu erfüllen.

Von diesem normalen Verfahren gibt es Ausnahmen. In großen Kapitalgesellschaften wird die Unternehmerfunktion vom Eigentum getrennt und von Beauftragten erfüllt, die wie ein Politiker von Wahlen abhängen. Für Fehler haften sie in der Regel nicht persönlich mit ihrem Einkommen und Vermögen. Damit ähneln sie den Politikern, die ebenfalls mit fremdem Geld umgehen, aber außerdem noch keiner Kontrolle durch den Markt unterliegen. Das Streben von Managern der Großunternehmungen, sich am Markt vorbei über die Politik größeren Bewegungsspielraum zu verschaffen, ist sehr weit verbreitet. In Zusammenhang mit der Griechenlandkrise hat sich diese Politisierung besonders bemerkbar gemacht. Um vom Staat geschützt zu werden, gibt man sich als »systemrelevant« aus und ist damit vieler Sorgen ledig.

Vor dem ersten Weltkrieg gab es einmal eine Zeit, in der umgekehrt auf staatliche Finanzkrisen Methoden der Bereinigung nach dem Muster der Privatwirtschaft angewandt wurden. Es gab für zahlungsunfähige Staaten eine Art von Konkursverfahren, den Staatsbankrott. Er war keineswegs mit solcher Weltuntergangsdramatik verbunden, wie sie heute für den Fall Griechenlands komponiert wird. Die Goldwährung war im Übrigen der klassische Beweis dafür, dass man für ein funktionsfähiges internationales Geldsystem keinen einheitlichen Staat braucht, wohl aber allgemein befolgte Regeln, woran man es jetzt hat fehlen lassen. Aber damals war Keynes noch nicht wirksam, und das heute bevorzugte politische Geld gab es nur als Ausnahme. Auch galt staatliche Sparsamkeit noch nicht allgemein als ma-

kröökonomische Betriebsstörung durch Nachfrageausfall. Die Gläubiger eines zahlungsunfähigen Staates waren damals jedenfalls an den Bereinigungen der Krise durch Verluste beteiligt. Niemand hat sie gezwungen, solchen Ländern Kredite zu geben. Waren bei solchen Ländern nicht Privatpersonen, sondern andere Staaten Gläubiger, schreckten diese manchmal auch vor der Anwendung ihres Machtpotentials nicht zurück. Man pfändete Einnahmequellen des Schuldnerlandes. Wie im privaten Konkursverfahren mussten die Gläubiger im Staatsbankrott Verluste hinnehmen. Selbst heute noch sind zum Beispiel Gläubiger Argentiniens leidgeprüfte Opfer verantwortungsloser Finanz- und Geldakrobatik dieses wohl gegenüber Griechenland wirtschaftlich viel bedeutungsvolleren Landes, ohne dass damit eine Art von monetärem Weltuntergang verbunden gewesen wäre, wie er jetzt von europäischen Politikern befürchtet wird und von sich hilfsbedürftig darstellenden Finanzierern behauptet wird.

Wie könnte dies erklärt werden? Ausländische Großbanken, auch aus Deutschland, haben großzügige Kredite an den griechischen Staat gewährt, nachdem das Land in die Europäische Währungsunion aufgenommen worden ist. Sie haben darauf spekuliert, dass im Ernstfall die Klausel des Maastricht-Vertrages nicht wirklich ernst genommen werden würde, wonach Mitgliedstaaten nicht gegenseitig für Staatsschulden aufkommen dürfen. Diese Spekulation hat sich vor allem durch das Verhalten Deutschlands als richtig erwiesen. Die jetzt getroffene Regelung lässt die Gläubigerbanken als Mitverursacher der griechischen Krise vollständig unberührt. Diese Banken haben sogar die Unverfrorenheit, aus der deutschen Neuverschuldung noch ein gutes Geschäft zu machen, indem sie dem als Schuldner noch relativ besseren deutschen Staat das Geld leihen, das dieser an das zahlungsunfähige Griechenland weiter verleiht. Dies alles beruht auf dem politischen Einfluss, den die Bankleitungen auf die Politik haben, vor allem auch in Deutschland. Dieser Einfluss geht unter anderem auf die jüngsten Erfahrungen mit einer konkursreifen deutschen Großbank zurück, die inzwischen verstaatlicht worden ist, ferner auf andere Stützungen, auch gegenüber unwirtschaftlichen deutschen staatlichen Landesbanken. Eine besondere Rolle spielt der angebliche Fehler der USA, eine ihrer Großbanken in Konkurs gehen zu lassen. Dass die internationale Finanzkrise auf das Platzen der amerikanischen Immobilienblase zurückgeht, wird dadurch verdrängt. Auf diese Weise wurde eine Drohkulisse aufgebaut, die den Großbanken praktisch eine Konkursicherheitsgarantie verschafft hat. Diesen Spielraum können sie wie bisher für riskante Spekulationsgeschäfte ausnutzen, nachdem sie so erfolgreich gegen die deutsche Politik spekuliert haben.

Die langfristigen Kollateralschäden aller dieser Vorgänge sind geradezu katastrophal. Bindende europäische Regelungen und Verträge sowie deutsche Gesetze sind praktisch zur

jederzeit verfügbaren Dispositionsmasse der Tagespolitik geworden. Auch das deutsche Grundgesetz hat an Glaubwürdigkeit eingebüßt. Ob die grundgesetzliche Schuldenbremse wirksam werden wird, muss bezweifelt werden. Man spricht viel von Sparsamkeit und beschließt ständig neue Ausgaben. Warum wird nicht eine Haushaltssperre verfügt? Finanzminister und Kanzlerin könnten dabei zusammenwirken, ihre fiskalische Sperrfunktion wahrzunehmen, die das Grundgesetz ausdrücklich vorsieht.

Zu den wichtigsten Nebenwirkungen der eingeschlagenen deutschen Politik gehört ihre Wirkung als Präzedenzfall für andere sich übermäßig verschuldende Länder. Einige davon mitsamt ihren Befürwortern in der Brüsseler Europazentrale scheinen auf eine solche Möglichkeit zu warten. Die Bundeskanzlerin hat das Verdienst, etwas für die Zukunft Entscheidendes betont zu haben: Es ist notwendig, jetzt endlich wirksame Regelungen vorzusehen, damit sich solche Krisen wie die jetzige griechische nicht wiederholen. Sie hat dafür in Deutschland so gut wie keine Zustimmung erhalten, auch nicht in ihrem eigenen Kabinett. Der Wirtschaftsminister hat sich offenbar hier wie auch sonst nicht geäußert. Die abgehaltenen Konferenzen haben bisher wie üblich nur zur diplomatischen Abschleifung wirksamer Konzepte gedient. Einig ist man sich stets schnell in der so genannten »Bereitstellung« riesiger Geldbeträge und Bürgschaften, zu deren Deckung in vertragswidriger und inflationistischer Weise jetzt die Europäische Zentralbank herangezogen wird. Es wird schwer sein, die Glaubwürdigkeit wiederzugewinnen, die man durch Preisgabe der Rechtssicherheit verloren hat. Bei einem wirklichen Sparkurs würde demgegenüber das Protestgeschrei der Interessenten von der Bevölkerung immer dann weniger beachtet werden, wenn endlich einmal statt der Austeilung von Milliardenbeträgen etwas Tapferes zur Konsolidierung geschehen würde. Warum das geschehen muss, kann öffentlich wirksam erklärt und verteidigt werden. Hier könnte man von den Gründern der Bundesrepublik vieles lernen.

Ob man Griechenland wirklich geholfen hat, steht nicht fest. Vieles hängt dabei von der griechischen Innenpolitik ab. Es kommt darauf an, dass sie sich stabilisieren lässt und man dort wirtschafts- und sozialpolitische Reformen tatsächlich durchsetzen kann, die das Land wirklich wettbewerbsfähiger machen. Mit dem ökonomischen Herunterdrücken des Lebensstandards der breiten Massen allein ist es nicht getan. Es müssen die durchaus vorhandenen, aber vielfach in das Ausland abgewanderten unternehmerischen Kräfte wieder zurückgewonnen werden. Will man sich von der Türkei wirtschaftlich überholen lassen? Auch das Kapital, das die griechische Oberschicht im Ausland angelegt hat, müsste zur Hilfe und Heimkehr eingeladen werden. Gelänge dies, dann könnte von den Euroländern empfangenes Geld eher für Inlandsinvestitionen verwendet werden. Es brauchten nicht so sehr ausländische Banken mit den Griechenland

gewährten Hilfsbeträgen vor Verlusten bewahrt zu werden, die sie sich selbst zuzuschreiben haben. Vielleicht gelingt in Griechenland einer sozialistischen Regierung, woran die angeblich bürgerliche Vorgängerregierung offenbar kein Interesse gehabt hat.

Auf den israelischen Schriftsteller und Humoristen Ephraim Kishon geht folgendes Bonmot zurück:

*»Der Sturz des kapitalistischen Systems ist unvermeidlich. Er wird durch die Einkommensteuer erreicht werden.«*

Der Sturz steht uns noch nicht bevor, aber: Deutschland steht vor politischen und wirtschaftlichen Umbrüchen, wie wir sie seit den Tagen der Wiedervereinigung nicht mehr gesehen haben.

In diesen schwierigen Zeiten, hat die gegenwärtige Koalition in Berlin im September einen klaren Auftrag der Wählerinnen und Wähler erhalten. Um Ephraim Kishon zu antworten: Es geht dabei auch darum, die Einkommensteuer zu reformieren. Es geht dabei aber um weit mehr: Der Auftrag lautet: die Zukunft Deutschlands und Europas auf dem Boden der Sozialen Marktwirtschaft neu zu gestalten.

- Deutschland und Europa zu gestalten heißt, für mehr Wettbewerbsfähigkeit, eine nachhaltige Wachstumsdynamik und damit ein hohes Beschäftigungsniveau zu sorgen.
- Deutschland und Europa neu zu gestalten heißt, finanzpolitische Disziplin in ganz Europa durchzusetzen und das Abdriften Europas in eine Transferunion zu verhindern.
- Deutschland und Europa neu zu gestalten heißt, die Stabilität des Euro zu bewahren.
- Deutschland und Europa neu zu gestalten heißt, für eine bessere Regulierung der Finanzmärkte einzutreten.

#### Koalition in Berlin funktioniert

Bei aller aktuellen Kritik an der Koalition: Politik funktioniert nicht nach dem »Basta-Prinzip«. Politik bedeutet wie in der Wirtschaft Streit im positiven Sinne um die besten Lösungen. Natürlich diskutieren wir. Aber entscheidend ist: Wir handeln. Es geht voran in Deutschland, wie die jüngsten Sparbeschlüsse zeigen. Und es geht in die richtige Richtung. Union und FDP haben das Ziel: Deutschland erneuern. Und wir haben eine gemeinsame ordnungspolitische Grundlage, die Soziale Marktwirtschaft.

#### Amerikanischem Rat nicht folgen!

Wirtschaftspolitik ist natürlich immer auf gute Beratung angewiesen. Aber nicht jeder Rat ist ein guter Rat. Ich kann die Bundesregierung nur bestärken, dem amerikanischen Drängen nach einer lockereren Geld- und Fiskalpolitik nicht nachzugeben. Griechenland sollte für alle ein warnendes Beispiel sein, wohin es führt, wenn der Staat seine Finanzen nicht unter Kontrolle hält.



Verschieben wir jetzt die Konsolidierung in Deutschland, dann brechen alle Dämme.

- Welche Glaubwürdigkeit hat die Schuldenbremse noch, wenn wir sie schon im ersten Anlauf außer Kraft setzen?
- Wie wollen wir in Europa glaubhaft finanzpolitische Disziplin durchsetzen, wenn Deutschland jetzt nicht vorgeht?
- Wann, wenn nicht in einer anziehenden Konjunktur, sollte die Konsolidierung eingeleitet werden?

Auch diese Fragen muss Herr Krugman beantworten. Ich meine: Man muss nicht jedem Rat folgen.

#### Staatsregierung kann sich auf das ifo Institut verlassen

Ich weiß es deshalb persönlich sehr zu schätzen, dass ich mich bei den großen wirtschaftspolitischen Fragen der Zeit immer auf die soliden Informationen und Empfehlungen des ifo Instituts und seines Präsidenten Hans-Werner Sinn verlassen kann.

Es freut mich daher außerordentlich, heute im Rahmen der ifo Jahresversammlung zu Ihnen sprechen zu können. Ich möchte Dir, lieber Hans-Werner, und Deinen Mitarbeiterinnen und Mitarbeitern an dieser Stelle meinen herzlichsten Dank aussprechen. Eure Analysen und Empfehlungen überzeugen mit logischer Schärfe, mit großer Weitsicht und mit hohem Sachverstand. Du bist Dir darüber hinaus nicht zu schade, Eure Erkenntnisse, auch für den Laien verständlich, in der von vielen Wissenschaftlern gemiedenen Tagespresse zu erklären. Du scheust keine Kritik für richtige, aber unbequeme Empfehlungen. Politik und Wirtschaft bräuchten gerade in diesen Zeiten des Umbruchs mehr Persönlichkeiten von solchem Format.

Denn eines muss klar sein: Wir werden die zentralen Herausforderungen, denen wir gegenwärtig gegenüberstehen, nur mit einem klaren inneren Kompass meistern können.

Dieser Kompass ist für mich die Soziale Marktwirtschaft. Und wenn es um die Soziale Marktwirtschaft geht, ist ifo einer der kompetentesten Ratgeber in Deutschland, in Europa und in der Welt.

### Solide Finanzen, Wachstum, Gerechtigkeit

Deutschland steht im Jahr nach der schwersten Rezession der Nachkriegszeit vor drei zentralen Aufgaben. Wir müssen

- erstens die öffentlichen Haushalte konsolidieren,
- zweitens die Grundlagen für eine höhere, nachhaltige Wachstumsdynamik legen und
- drittens für mehr Gerechtigkeit und Transparenz im Steuersystem sorgen.

Diese drei Ziele können und dürfen nicht isoliert voneinander gesehen werden. Sie hängen zusammen.

### Zukunftsfähigkeit des Landes sichern

Vor allem bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen geht es nicht um einen rein finanztechnischen Ausgleich von Salden. Bei der Konsolidierung der öffentlichen Finanzen geht es um politische Prioritäten. Es geht darum, die Zukunftsfähigkeit unseres Landes zu wahren.

Ich darf darauf hinweisen:

- Seit Gründung der Bundesrepublik Deutschland ist die Schuldenquote kontinuierlich gestiegen. Sie lag 2009 bereits bei 73,2%, Tendenz steigend. Wissenschaftliche Studien zeigen: Ab einer Schuldenstandsquote von etwa 90% ist das Wachstumspotential eines Landes gefährdet.
- Nimmt man die implizite Verschuldung aus den sozialen Sicherungssystemen hinzu, lasten auf Deutschland heute schon Schulden in der Höhe von 7,8 Billionen €.
- Wollten wir für alle Schulden Vorsorge tragen, müsste jeder Deutsche monatlich bis zum Lebensende 355 € zahlen.

### Trend zum Schuldenmachen stoppen

Diesen Trend ständig steigender Schuldenlast müssen wir stoppen. Das ergibt sich nicht nur aus der deutschen Schuldenbremse. Das verlangt nicht nur der europäische Stabilitäts- und Wachstumspakt, dem in ganz Europa, aber auch bei uns, wieder mehr Geltung verschafft werden muss.

Solide öffentliche Finanzen sind die Voraussetzung für einen effizienten und handlungsfähigen Staat, für ein wirtschaftlich starkes Deutschland in Zeiten des demographischen Wandels und globaler Turbulenzen.

Aber gerade weil Ziel des Sparens nicht das Sparen an sich ist, sondern die Zukunftsfähigkeit unseres Landes, verbieten sich blindes Sparen oder gar blinde Steuererhöhungen.

### Steuerpolitik ist Wachstumspolitik

Wir dürfen die Konsolidierung der öffentlichen Haushalte nicht gegen das Ziel ausspielen, die Wachstumsdynamik zu steigern. Höheres Wachstum ist die Voraussetzung, die Haushalte nachhaltig zu sanieren. Ohne mehr Wachstum kommen wir aus dem wirtschaftlichen Tal nicht heraus und von dem Schuldenberg nicht herunter.

Wenn wir aber die Wachstumskräfte der deutschen Wirtschaft steigern wollen, dürfen wir zur Konsolidierung der Haushalte die Steuern nicht erhöhen. Denn: Steuerpolitik ist Wachstumspolitik. Uns muss klar sein: Jede Erhöhung bei Einkommen-, Unternehmens- oder Mehrwertsteuer kostet kurz-, mittel- und langfristig Wachstum.

- Eine Erhöhung der Mehrwertsteuer belastet den privaten Konsum und verunsichert die Menschen in ohnehin schon schwierigen Zeiten. Das kostet Wachstum.
- Eine Erhöhung der Unternehmensteuern entzieht den Betrieben dringend benötigte Liquidität und schwächt den Standort Deutschland. Das erschwert Investitionen und kostet Wachstum.
- Eine Erhöhung der Einkommensteuer, insbesondere die vielfach geforderte Erhöhung des Spitzensteuersatzes, belastet Personenunternehmen und Haushalte gleichermaßen.

Ich darf hier darauf hinweisen, dass der Spitzensteuersatz bereits bei einem Einkommen von 52 882 € greift. Jede Erhöhung trifft vor allem mittelständische Personenunternehmen, Handwerksbetriebe und Gewerbetreibende, aber auch nicht wenige Angestellte. Höhere Spitzensteuersätze bestrafen Leistungen im Mittelstand, nehmen den Betrieben wichtige Investitionsspielräume und kosten damit Wachstum.

Diese Menschen leisten bereits viel für Deutschland. Die obersten 15% der Einkommensteuerzahler – das entspricht einem Einkommen ab 54 000 € – finanzieren schon heute knapp 63% des gesamten Einkommensteueraufkommens.

### Steuererhöhungen wecken Begehrlichkeiten

Ein Blick zurück in die Geschichte zeigt darüber hinaus: Steuererhöhungen führen keineswegs zu soliden Staatsfinanzen. Im Gegenteil: Auf eine Steuererhöhung folgt häufig die nächs-

te. Jede Steuererhöhung weckt weitere Begehrlichkeiten. Je mehr Geld der Staat hat, desto mehr hat er erfahrungsgemäß zu wenig.

Dies haben nicht zuletzt die beispiellosen Steuererhöhungen der letzten Legislaturperiode gezeigt.

Ich erinnere: Vor der Bundestagswahl 2005 ging es um die Frage, ob die Mehrwertsteuer um 2 Prozentpunkte oder gar nicht erhöht werden sollte. Der politische Kompromiss zwischen null und zwei war dann plötzlich drei.

Und wie hat die große Koalition eine der größten Steuererhöhungen der Nachkriegszeit genutzt? Sie hat die Ausgaben dauerhaft um über 40 Mrd. € jährlich erhöht. Sie hat ihre Differenzen damit übertüncht, dass sie selbst in den Boomjahren die Ausgaben über weite Strecken stärker angehoben hat, als die Wirtschaftsleistung gestiegen ist. Zu Recht sprechen sich laut einer aktuellen Umfrage für die Bertelsmann-Stiftung 73% der Befragten dafür aus, der Staat solle vor allem sparen und seine Ausgaben einschränken.

Wer in der gegenwärtigen Situation Steuererhöhungen das Wort redet, nimmt den Druck zum Sparen von den verantwortlichen Politikern, Ministern und Bürokraten, ihre Ausgabenpolitik zu überprüfen.

Ich weise darauf hin: Allein im Bundeshaushalt sind die Ausgaben seit 2008 – ohne die Extrahaushalte zur Stabilisierung der Finanzmärkte – um ca. 27 Mrd. € auf jetzt 319 Mrd. € gestiegen. Die Staatsquote ist im Jahr 2009 von 43,7 auf 47,3% hochgeschwungen und wird 2010 weiter steigen. Wenn wir jetzt Steuern erhöhen, anstatt die Ausgaben zu senken, zementieren wir diesen Trend. Union und FDP sind angezogen, diese Entwicklung zu verhindern.

Meine sehr verehrten Damen und Herren, es war Konsens dieser Parteien, die Bürgerinnen und Bürger zu entlasten. Daraus dürfen keine Steuererhöhungen werden, nur weil die Lage jetzt schwieriger geworden ist. Ich würde mir daher wünschen, dass einige Politiker der Koalition mit gleicher Leidenschaft Vorschläge für eine nachhaltige Konsolidierung auf der Ausgabenseite machen, wie sie Steuererhöhungen fordern. Auch das Einhalten von Wahlversprechen muss man sich erarbeiten, das fällt einem nicht in den Schoß.

### Ziel, die Steuerlast zu senken, bleibt

Mittelfristig bleiben wir dabei, die Steuerlast für Bürger und Wirtschaft senken zu wollen.

Einen wichtigen Schritt haben wir Anfang 2010 mit dem Wachstumsbeschleunigungsgesetz bereits gemacht. Im Kern ging es dabei darum, gezielte Wachstumsimpulse zu setzen.

Wir haben mit diesem Gesetz notwendige Korrekturen an der letzten Unternehmensteuerreform durchgesetzt. Beispielfähig nennen möchte ich hier nur die Änderungen bei der Zinsschranke oder den Wegfall der zeitlichen Begrenzung bei der Mantelkaufregelung. Damit haben wir den vielen Unternehmerinnen und Unternehmern in der Krise geholfen, wichtige Liquidität in ihren Betrieben zu halten.

Zusammen mit den anderen Maßnahmen des Wachstumsbeschleunigungsgesetzes haben wir Unternehmen und Familien damit in einer Größenordnung von 8,5 Mrd. € entlastet.

Dies ist ein wichtiger Erfolg der Koalition in Berlin. Jetzt gilt es die weiteren nötigen Schritte einzuleiten: Weg von den konjunkturstützenden Maßnahmen hin zu einer langfristigen Wachstumspolitik. Folgende steuerpolitische Notwendigkeiten stehen damit auf der Agenda:

- die Einführung einer steuerlichen Forschungsförderung;
- weitere Reformen bei der Unternehmensbesteuerung in Richtung Finanzierungsneutralität, um die Diskriminierung von eigenkapital- gegenüber fremdkapitalfinanzierten Investitionen zu beseitigen;
- eine Gemeindefinanzreform, die aus meiner Sicht beinhalten muss: Abschaffung der Gewerbesteuer und stattdessen Einführung eines kommunalen Zuschlagrechts zur Einkommen- und Körperschaftssteuer sowie die Zuweisung eines höheren Anteils der Umsatzsteuer an die Kommunen;
- eine Steuerreform mit den Schwerpunkten »einfacher« und »gerechter«. Unser Ziel bleibt ein leistungsfreundliches Steuersystem, das die Wachstumsdynamik stärkt und unnötige Bürokratie für Bürger und Unternehmen vermeidet. Im Koalitionsvertrag haben Union und FDP bereits 19 konkreten Maßnahmen benannt, wie wir das Steuerrecht spürbar vereinfachen und von unnötiger Bürokratie befreien können. Diese Maßnahmen reichen von einer bereits vorausgefüllten Steuererklärung über die stärkere Pauschalierung z.B. bei den Kosten von Angehörigen im Pflegeheim bis hin zur Umsetzung der zeitnahen Betriebsprüfung für Unternehmen.

Allein schon damit, dass wir den Bürokratieaufwand kräftig reduzieren, können wir Bürger und Wirtschaft spürbar entlasten.

Unabhängig davon gilt für uns: Die im Koalitionsvertrag vereinbarte Senkung der Tarife und der Abgabenlast bleibt auf der politischen Agenda. Diese Reformen sind nicht aufgehoben, nur aufgeschoben. Je schneller und nachhaltiger es uns gelingt, die Haushalte zu sanieren, desto eher können wir das Steuersystem vereinfachen und auch senken.

### Konsolidierung muss auf der Ausgabenseite ansetzen

Da der einfache Weg der Steuererhöhungen falsch ist, muss die nötige Konsolidierung auf der Ausgabenseite ansetzen. Jedes Unternehmen muss seine Kosten überprüfen, wenn die Gewinne wegbrechen. Jeder Haushalt muss sich fragen, was er sich noch leisten kann, wenn die Einkommen sinken. Und auch der Staat muss die Ausgaben den Einnahmen anpassen und nicht umgekehrt.

- Die Bürgerinnen und Bürger sowie die Wirtschaft verlangen zu Recht von uns, auch bei der Verwaltung jeden Euro zweimal umzudrehen.
- Wir müssen die konsumtiven Ausgabenprogramme des Staates auf den Prüfstand stellen.
- Zu einem systematischen, nachhaltigen und ausgewogenen Abbau von Subventionen und Steuervergünstigungen gibt es keine Alternative.
- Wenn die Ausgaben für Arbeit und Soziales etwa 50% des Bundeshaushaltes ausmachen, kommt man für eine nachhaltige Konsolidierung um Einsparungen mit Augenmaß in diesem Bereich nicht herum. Wer hier von einem »massiven Sozialabbau« spricht, hat die Zeichen der Zeit noch nicht erkannt. Gerade weil wir die Leistungsfähigkeit der Sozialsysteme erhalten wollen, müssen wir die Zielgenauigkeit und Effizienz der sozialen Leistungen verbessern, **ohne** die notwendige soziale Absicherung aufs Spiel zu setzen.

Als Treuhänder des Steuerzahlers stehen wir Bürgerinnen und Bürgern gegenüber in der Verantwortung, mit öffentlichen Geldern sorgsam umzugehen.

Allerdings müssen wir die Bereiche Bildung, Forschung und Entwicklung, Innovationen, Investitionen und Infrastruktur von Kürzungen ausnehmen. Das sind die Quellen unseres Wohlstands von morgen. Allerdings erwarten die Bürgerinnen und Bürger zu Recht von uns, dass wir auch in diesen Bereichen um größtmögliche Effizienz ringen.

Vor dem Hintergrund der genannten Leitlinien begrüße ich daher **ausdrücklich** die aktuellen Sparbeschlüsse der Bundesregierung. Sie sind ein kraftvolles Zeichen für die Handlungsfähigkeit der Berliner Koalition. Das Sparpaket

- setzt inhaltlich die richtigen Schwerpunkte,
- setzt vorrangig an der Ausgabenseite an,
- geht nicht den einfachen Weg von allgemeinen Steuererhöhungen,
- und die genannten Zukunftsinvestitionen bleiben von Einsparungen ausgenommen.

Wir werden sehr genau darauf achten, dass diese Linie auch in den jeweiligen Bundesministerien im weiteren Verlauf der Verhandlungen umgesetzt wird.

Uns muss natürlich klar sein: Das beschlossene Sparpaket ist ein wichtiger, aber nur ein erster Schritt auf dem langen Weg zur Konsolidierung. Weitere Schritte müssen und werden folgen.

### Steuerpolitik ist auch Gesellschaftspolitik

Die Debatte um den richtigen Kurs in der Steuerpolitik geht über die Fragen der Haushaltskonsolidierung und Wachstumspolitik noch weit hinaus. Sie ist wesentlich auch eine gesellschaftspolitische Frage:

- Es geht dabei um die Frage: Wie viel Staat wollen wir uns leisten und wie wollen wir ihn finanzieren?
- Es geht um die Frage: Wer soll die Lasten schultern und wer trägt sie tatsächlich?
- Und es geht auch um die Frage von Freiheit und Verantwortung, um die Frage, wie stark der Staat in die Entscheidungsfreiheit der Bürger eingreifen darf und soll.

Kurz: Es geht im Kern um das Verhältnis von Bürger und Staat. Die Frage der sozialen Gerechtigkeit, des sozialen Ausgleichs gehört daher nicht vordringlich in die Debatte um das Sparpaket, sondern in die Diskussion um das allgemeine Steuer- und Abgabensystem.

### Warum brauchen wir eine solche Debatte?

Eine kurze Antwort darauf lautet: Weil die meisten Gründe, aus denen sowohl Herr Professor Kirchhof wie auch Herr Professor Wiegard und der Sachverständigenrat schon lange für Reformen im Einkommen- und Unternehmenssteuerbereich eintreten, immer noch gültig sind.

Sehr geehrter Herr Kirchhof, sehr geehrter Herr Wiegard, ich freue mich daher, Sie heute hier ebenfalls begrüßen zu können.

Die längere Antwort lautet:

- Weil das deutsche Steuerrecht immer noch eines der kompliziertesten auf der Welt ist.

Herr Professor Kirchhof, ich darf Sie frei zitieren: »*Beim steuererzahlenden Bürger manifestiert sich das Gefühl, dass seine Steuerlast nicht Ausdruck wirtschaftlichen Erfolges, sondern steuertaktischen Unvermögens ist.*«

Viele einfache Angestellte, die nur einen sehr geringen Steuergestaltungsspielraum haben, fühlen sich daher zu Recht als die Zahlmeister der Nation. Ganz abgesehen davon, dass sie nicht mehr begreifen, was der Steuergesetzgeber von ihnen will.

Der Gesetzgeber und die Gerichte haben in ihrem Bestreben, eine Einzelfallgerechtigkeit herzustellen, das Steuerrecht in der Summe ungerechter gemacht.

Wenn sich Teile der Einkommensteuerzahler künstlich arm rechnen können, läuft auch jeder sozialpolitisch motivierte Reflex, höhere Spitzensteuersätze zu fordern, ins Leere. Dieses Problem gilt es anzugehen, will man keine reine Symbolpolitik betreiben. Deshalb müssen wir Subventionen und Ausnahmetatbestände abbauen.

- Die Antwort lautet auch: Weil vor allem mittlere Einkommensbereiche durch Steuern und Sozialabgaben übermäßig und kaum noch nachvollziehbar belastet werden. Ich nenne hier nur den »Mittelstandsbauch«.  
Heute gehört man darüber hinaus steuerrechtlich schon mit dem Eineinhalbfachen des Durchschnittsverdienstes zu den Spitzenverdienern. In den fünfziger Jahren musste man das 17-fache verdienen. Auch deshalb muss die kalte Progression korrigiert werden.  
Uns muss klar sein: In diesem Einkommensbereich arbeiten viele junge, hochqualifizierte Menschen. Es darf einen nicht wundern, wenn diese Gruppe starke Anreize hat, einen Job im Ausland anzunehmen. Das kann sich Deutschland auf Dauer nicht leisten.
- Mein nächster Punkt: Nach wie vor wird ein Teil der sozialpolitischen Aufgaben des Staates über die Sozialversicherung finanziert. Dies belastet vor allem die kleinen bis mittleren Einkommen, verteuert den Faktor Arbeit und senkt die Beschäftigung.  
Dies ist der falsche Weg: Gesellschaftspolitische, versicherungsfremde Leistungen müssen über das Steuersystem finanziert werden.  
Ich unterstütze daher nachdrücklich Bundesgesundheitsminister Rösler in dieser Frage. Zumindest ein Teil des nötigen Sozialausgleichs im Gesundheitswesen muss über das Steuersystem erfolgen.
- Lassen Sie mich noch auf ein weiteres Problem hinweisen: Die Zahl der Menschen, die de facto Einkommensteuern zahlen, wird immer geringer. Bei der letzten Erhebung waren es nur ca. 35 Millionen Menschen. Wenn man diese Zahl kennt, versteht man auch, warum sich die Zustimmung zu Steuersenkungen so stark in Grenzen hält. Wir gehen hier einen gefährlichen Weg: Wenn immer weniger Personen über die Einkommensteuer zur Finanzierung des Staates beitragen, wird dieses zentrale Band zwischen dem Staat und seinen Bürgern immer mehr durchlöchert. Gleichzeitig entsteht eine Inflation von Ansprüchen.

Das Ziel der Koalition ist daher eine Steuerreform, die auch diese Probleme angeht und das Steuerrecht entsprechend vereinfacht und kleinere und mittlere Einkommen entlastet. Auch das steckt hinter den Begriffen »einfacher« und »gerechter«. Wichtig ist es, dass wir hier die genannten Ziele nicht aus den Augen verlieren.

Ich halte es darüber hinaus für sinnvoll, die Steuerreform aus oben genannten Gründen mit der Gesundheitsreform zu verknüpfen. Die Koalition kann so mit einem systematischen Ansatz zentrale Ziele wie »Entlastung des Mittelstands«, »mehr Steuergerechtigkeit«, »nachhaltige Sicherung der Gesundheitsversorgung«, und »Abbau von Bürokratie« sinnvoll miteinander verbinden.

Auf Manfred Rommel, den langjährigen Bürgermeister von Stuttgart geht folgendes Zitat zurück:

*»Sparen heißt, Geld das man hat, nicht auszugeben. Bei uns geht es aber darum, Geld das wir nicht haben, nicht auszugeben. [...]*

*In der Sprache der Mengenlehre: Wenn aus der Kasse, in der 100 € sind, 300 € entnommen werden, dann muss man erst wieder 200 € in die Kasse hineintun, damit nichts in ihr ist.«*

Wir werden lernen müssen, nicht immer die Einnahmen zu erhöhen, um in Endeffekt doch nichts zu haben. Es geht darum, nichts aus der Kasse herauszunehmen, was nicht drin ist.

# Modellrechnungen zur Bevölkerungsentwicklung in kleineren Ländern der EU bis 2050 – das Beispiel Dänemark

Bei der Präsentation von Bevölkerungsvorausberechnungen stehen häufig bevölkerungsreiche Länder im Vordergrund. Im Bereich der EU gibt es aber eine Reihe von Ländern, die jeweils weniger als 10 Millionen Einwohner haben und deren Bevölkerungsentwicklung dennoch für die Europäische Union von großer Bedeutung ist. Der folgende Beitrag beschäftigt sich mit dem demographischen Wandel in Dänemark.<sup>1</sup> Im Gegensatz zu den von Bomsdorf und Valchinova 2009 vorgelegten Modellrechnungen für Bulgarien ist im hier betrachteten Fall die Ausgangsdatenlage außerordentlich gut. Regelmäßig veröffentlicht das statistische Amt Dänemarks (Danmarks Statistik) Daten zur Bevölkerungsentwicklung in Dänemark, die sich aus dem zentralen Bevölkerungsregister ergeben; praktisch findet in Dänemark derart heute jährlich eine Volkszählung statt (vgl. Danmarks Statistik 2010a).<sup>2</sup> Diese Daten gestatten es, Modellrechnungen auf einer qualitativ guten Datenbasis zu erstellen. Gleichwohl bleibt bei Vorausberechnungen über einen derart langen Zeitraum festzustellen, dass es sich immer um annahmenorientierte und annahmenabhängige Modellrechnungen handelt.

Im Folgenden werden die Entwicklung des Umfangs und der Altersstruktur der Bevölkerung Dänemarks sowie die Bedeutung der einzelnen Komponenten der Bevölkerungsbewegung für die genannten Größen im Vordergrund stehen.

## Annahmen der Modellrechnungen

Tabelle 1 gibt einen Überblick über die in den Modellrechnungen verwendeten Annahmen für die Fertilitätsrate, die Migration und die Lebenserwartung.<sup>3</sup>

In den Modellrechnungen der Bevölkerung wird auf drei Kombinationen<sup>4</sup> der dargestellten Annahmen zurückgegriffen (vgl. Tab. 2):

1. eine niedrige Bevölkerungsvariante<sup>5</sup>, bei der sowohl für Fertilität als auch für

Migration und Lebenserwartung die niedrigen Annahmen F1, W1 und L1 verwendet werden,

2. eine mittlere Bevölkerungsvariante, die von den mittleren Annahmen F2, W2 und L2, und
3. eine hohe Bevölkerungsvariante, die von den hohen Annahmen F3, W3 und L3 ausgeht.

\* Prof. Dr. Eckart Bomsdorf lehrt und forscht an der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln, Dipl.-Kfm. Kristian Dicke (CEMS MIM) ist Fellow der Cologne Graduate School in Management, Economics and Social Sciences.

<sup>1</sup> Die folgenden Abschnitte übernehmen in Aufbau und Formulierung die im ifo Schnelldienst von Bomsdorf und Valchinova (2009) bei der Vorausberechnung der Bevölkerungsentwicklung Bulgariens bis 2050 verwendeten Darstellung.

<sup>2</sup> Die erste Volkszählung fand in Dänemark bereits 1769 statt; seit 1834 gibt es dort regelmäßig Volkszählungen, 1976 war sie erstmals registergestützt. Heute erfolgt sie jährlich über das zentrale Bevölkerungsregister (vgl. Andreeva 2008). Wie bei Danmarks Statistik sind Grönland und die Färöer Inseln, die beide politisch zu Dänemark gehören, in die folgenden Betrachtungen der Bevölkerungsentwicklung nicht einbezogen worden. Ausgangsbevölkerung ist die Bevölkerung Dänemarks am 1. Januar 2010. Alle Jahresangaben beziehen sich somit auf den 1. Januar des jeweiligen Jahres. Danmarks Statistik erstellt ebenfalls Vorausberechnungen. Jedoch beinhalten diese nur eine Variante und keine Sensitivitätsbetrachtungen (vgl. Danmarks Statistik 2010b).

<sup>3</sup> Diese Annahmen gründen sich auf Analysen der Vergangenheit. Bei der Lebenserwartung ergeben sich die drei verschiedenen Annahmen aus den unter Verwendung des Ansatzes von Bomsdorf und Trimborn (1992) geschätzten einjährigen Sterbewahrscheinlichkeiten. Bei diesen Berechnungen wurden Daten aus drei unterschiedlich langen Zeiträumen zugrunde gelegt (1921–2007, 1978–2007, 1993–2007). Dabei ergibt sich aus dem kürzesten Zeitraum der stärkste Anstieg bei der Lebenserwartung. Bei den Männern resultiert die niedrige Variante L1 aus dem längsten Zeitraum und die mittlere Variante L2 aus dem 30-jährigen Zeitraum. Bei den Frauen ist dies umgekehrt und der ermittelte Anstieg aus dem langen Zeitraum führt zu einem höheren Anstieg der Lebenserwartung – und stellt somit die Variante L2 – als der 30-jährige Zeitraum, der somit die Variante L1 bildet.

Wesentliche Datenquellen der Untersuchung waren Human Mortality Database (2010) sowie Danmarks Statistik (2010a).

<sup>4</sup> Theoretisch wären 27 Kombinationen denkbar. Es erfolgt hier jedoch eine Beschränkung auf die bzgl. des Bevölkerungsumfangs extremen Varianten sowie eine mittlere Variante. Für die anderen Fälle kann eine näherungsweise Berechnung des Bevölkerungsumfangs sowie von Altenquotient und Jungenquotient mittels der später dargestellten Sensitivitätsüberlegungen vorgenommen werden.

<sup>5</sup> Der Begriff Bevölkerungsvariante wird im Folgenden durch Variante abgekürzt.

**Tab. 1**  
**Annahmen der Modellrechnungen**

Annahmen zur <b>Fertilitätsrate</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ausgangsniveau: Fertilitätsrate um 1,85</li> <li>• Variantenabhängige Anpassung der Fertilitätsrate</li> </ul>		
		Anpassung auf	bis zum Jahr
	Variante F1	1,70	2020
	Variante F2	1,85	–
Variante F3	2,00	2020	
Annahmen zur <b>Migration</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Jährliche Wanderungen ab 2010<sup>a)</sup></li> </ul>		
		Wanderungssaldo	Sockelwanderung
	Variante W1	5 000	40 000
	Variante W2	15 000	45 000
Variante W3	25 000	50 000	
Annahmen zur <b>Lebenserwartung</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Lebenserwartung Neugeborener männlich/weiblich nach Periodensterbetafel (Generationensterbetafel), in Jahren</li> </ul>		
		2007	bis 2050 Veränderung auf ...
	Variante L1	m: 76,1 w: 80,5	m: 78,8 (82,2) w: 84,0 (88,3)
	Variante L2		m: 81,5 (86,7) w: 85,3 (91,5)
	Variante L3		m: 84,5 (92,2) w: 86,9 (94,1)

<sup>a)</sup> Der Wanderungssaldo (= Nettowanderung) ergibt sich als Differenz von Zuwanderung und Abwanderung, die Sockelwanderung ist das Minimum beider Größen. Ein Wanderungssaldo von null bedeutet demnach, dass Zuwanderung und Abwanderung vom Umfang her identisch sind. Allerdings liegen üblicherweise Unterschiede in der Geschlechter- und Altersstruktur der zu- und der abgewanderten Personen vor, so dass längerfristig selbst bei einer Nettowanderung von null die Wanderungen einen Einfluss auf die Bevölkerungsentwicklung einer Region haben.

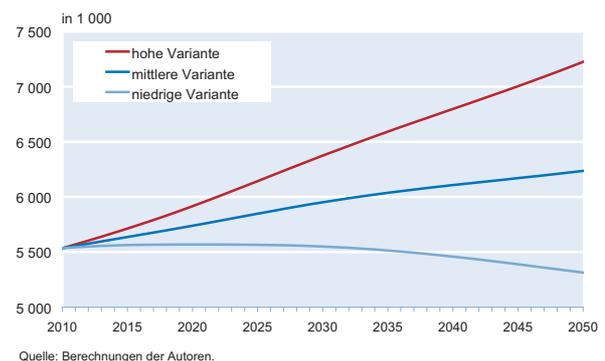
Quelle: Berechnungen der Autoren.

**Tab. 2**  
**Varianten der Modellrechnung**

<b>Niedrige Variante</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• niedrige Fertilität (F1)</li> <li>• niedrige Wanderung (W1)</li> <li>• niedrige Lebenserwartung (L1)</li> </ul>
<b>Mittlere Variante (Basisvariante)</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• mittlere Fertilität (F2)</li> <li>• mittlere Wanderung (W2)</li> <li>• mittlere Lebenserwartung (L2)</li> </ul>
<b>Hohe Variante</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• hohe Fertilität (F3)</li> <li>• hohe Wanderung (W3)</li> <li>• hohe Lebenserwartung (L3)</li> </ul>

Quelle: Darstellung der Autoren.

**Abb. 1**  
**Bevölkerungsumfang in Dänemark 2010–2050**



Quelle: Berechnungen der Autoren.

**Entwicklung der Einwohnerzahl und der Altersstruktur in Dänemark bis 2050**

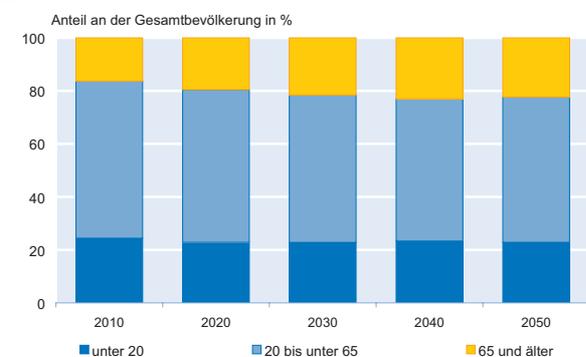
Abbildung 1 stellt die Entwicklung des Bevölkerungsumfangs Dänemarks in Abhängigkeit von der gewählten Variante dar:

- Die Einwohnerzahl Dänemarks steigt der mittleren Variante nach von 5,5 Millionen im Jahr 2010 auf 6,0 Millionen im Jahr 2030 und auf 6,2 Millionen im Jahr 2050. Diese Entwicklung entspricht einer Zunahme von 12,7% innerhalb von 40 Jahren.<sup>6</sup>

- In der niedrigen Variante ergibt sich ein Bevölkerungsrückgang. 2030 resultiert ein Bevölkerungsumfang von 5,5 Millionen Einwohnern, bis 2050 sinkt die Einwohnerzahl auf 5,3 Millionen, das wären 4,0% Einwohner weniger als heute.

<sup>6</sup> In der Bevölkerungsvorausberechnung beziehen sich alle Jahresangaben auf den 1. Januar eines Jahres. Damit sind diese Zahlen mit denen der offiziellen dänischen Statistik vergleichbar. Bei einem Vergleich zum Beispiel mit Deutschland ist dies zu berücksichtigen, da dort im Regelfall vom 31. Dezember eines Jahres ausgegangen wird. Streng genommen entsprechen demnach die Ergebnisse für Dänemark 2050 denen von Deutschland für 2049, doch kann dieser Unterschied in diesem von heute aus langen Zeit-horizont vernachlässigt werden.

**Abb. 2**  
Altersstruktur der Bevölkerung in Dänemark (mittlere Variante)



Quelle: Berechnungen der Autoren.

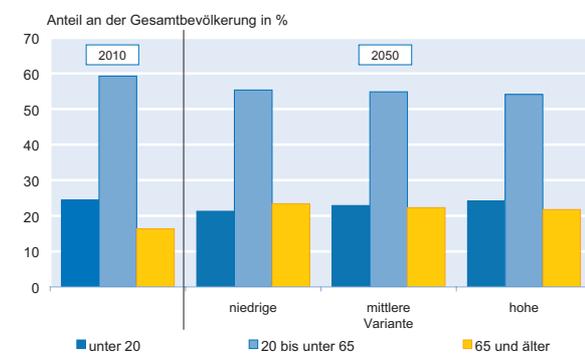
- In der hohen Variante ergibt sich ein gegenüber der mittleren Variante beschleunigtes Bevölkerungswachstum. Bis 2030 ist hiernach mit einem Bevölkerungswachstum von etwa 0,8 Millionen, bis 2050 von 1,7 Millionen (+ 30,5% gegenüber heute) zu rechnen, so dass die Einwohnerzahl Dänemarks bis 2050 auf 7,2 Millionen wächst.

Abbildung 2 verdeutlicht für die mittlere Variante die Veränderung der Altersstruktur der Bevölkerung Dänemarks vom Basisjahr 2010 bis zum Jahr 2050:

- Der Anteil der unter 20-Jährigen an der Gesamtbevölkerung beträgt im Jahr 2010 24,4%, er liegt 2030 bei 22,8% und 2050 bei 22,9%. Den höchsten Stand im Betrachtungszeitraum hat der Anteil der unter 20-Jährigen um das Jahr 2040 mit einem Wert von 23,4%.
- Der Anteil der mittleren Altersgruppe, d.h. der 20- bis unter 65-Jährigen, liegt 2030 bei 55,6%. Er verringert sich von 2010 59,3% bis 2050 um 4,4 Prozentpunkte auf 54,8%. Das demographische Minimum erreicht die mittlere Gruppe um das Jahr 2040 mit einem Anteil von 53,7%.
- Im Gegenzug steigt der Anteil der 65-Jährigen und Älteren bis 2050 um 6,0 Prozentpunkte – also um über ein Drittel: zunächst von 16,3% im Jahr 2010 auf 21,6% im Jahr 2030. Wie der Anteil der unter 20-Jährigen erreicht der Anteil der mindestens 65-Jährigen seinen Höhepunkt im Betrachtungszeitraum um das Jahr 2040 mit einem Wert von 23,0%, bis zum Jahr 2050 sinkt er wieder auf 22,3%.
- Zu beachten ist, dass um das Jahr 2040 die Anteile der unter 20-Jährigen und der über 65-Jährigen besonders hoch sind. Da diese Gruppen in der Regel von der mittleren Gruppe wirtschaftlich abhängig sind, unterliegt die dänische Gesellschaft zu dieser Zeit einer besonderen demographischen Belastung.

Eine variantenabhängige Darstellung der Altersstruktur der Bevölkerung für das Jahr 2050 liefert Abbildung 3:

**Abb. 3**  
Altersstruktur der Bevölkerung in Dänemark (mehrere Varianten)



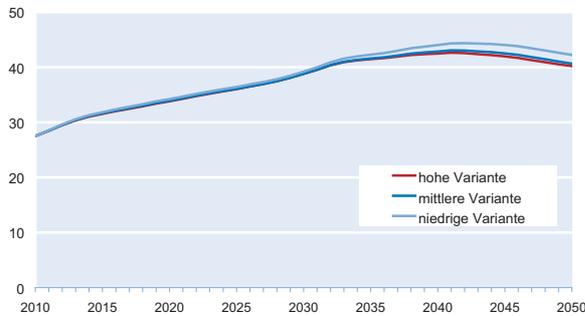
Quelle: Berechnungen der Autoren.

- Der Anteil der unter 20-Jährigen an der Gesamtbevölkerung steigt mit der Fertilitätsannahme. Während er bei der niedrigen Variante nur 21,3% beträgt, liegt er bei der mittleren Variante schon bei 22,9% und bei der hohen Variante bei 24,2%. Die Steigerung ist jedoch nicht so hoch, wie allein aufgrund der Fertilitätsannahmen erwartet werden könnte. Dies hängt mit den Lebenserwartungsannahmen in den Varianten zusammen. 2050 ist der Anteil der unter 20-Jährigen in der hohen Variante nahezu wieder auf demselben Niveau wie 2010.
- Bei der mittleren und bei der oberen Altersgruppe ergeben sich ähnliche Schwankungen in den Werten für die drei Varianten. Der Anteil der 20- bis unter 65-Jährigen bewegt sich zwischen 54,1% (hohe Variante 2050) und 55,3% (niedrige Variante 2050), der Anteil der 65-Jährigen und Älteren schwankt zwischen 21,7% (hohe Variante) und 23,4% (niedrige Variante).
- Im Vergleich zum Ausgangsjahr sinkt somit – unabhängig von der gewählten Variante – der Anteil der 20- bis unter 65-Jährigen deutlich. Der Anteil der unter 20-Jährigen geht in allen Varianten zurück, in der hohen Variante jedoch um weniger als einen halben Prozentpunkt. Der Anteil der mindestens 65 Jahre alten Personen nimmt gegenüber 2010 deutlich zu, um über 30% in der mittleren und hohen Variante bis über 40% in der niedrigen Variante.

Die Abbildungen 4 bis 7 stellen die Entwicklung der Altersstruktur der Bevölkerung Dänemarks mit Hilfe ausgewählter statistischer Kenngrößen dar: durch den Altenquotienten, den Jungenquotienten, den Gesamlastquotienten sowie das Verhältnis von Jungen- zu Altenquotient. Letzteres ist identisch mit dem Verhältnis der Anzahl der unter 20-Jährigen zur Anzahl der 65-Jährigen und Älteren.

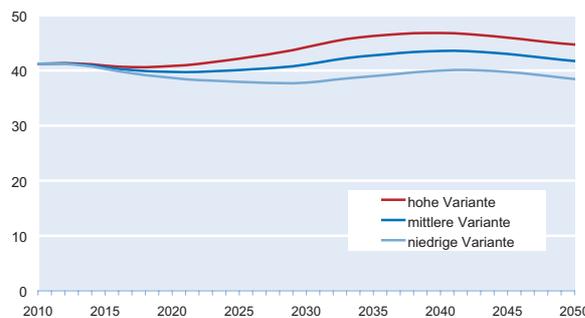
- Der Altenquotient, d.h. die Anzahl von Personen im Alter von mindestens 65 Jahren je 100 Personen mit einem Alter von 20 bis unter 65 Jahren, beträgt 2010 27,5. Der Jungenquotient, also die Anzahl von unter 20-Jährigen je hundert 20- bis unter 65-Jährigen, liegt

**Abb. 4**  
**Altenquotient in Dänemark 2010–2050**



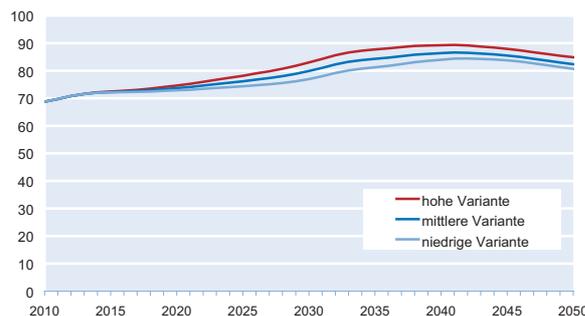
Quelle: Berechnungen der Autoren.

**Abb. 5**  
**Jungenquotient in Dänemark 2010–2050**



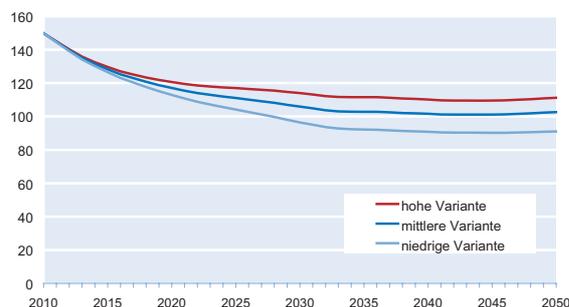
Quelle: Berechnungen der Autoren.

**Abb. 6**  
**Gesamtlastquotient in Dänemark 2010–2050**



Quelle: Berechnungen der Autoren.

**Abb. 7**  
**Verhältnis von Jungenquotient zu Altenquotient in Dänemark 2010–2050**



Quelle: Berechnungen der Autoren.

bei 41,2.<sup>7</sup> Daraus resultiert ein Gesamtlastquotient von 68,8, d.h. auf 100 Personen im mittleren Alter kommen 69 Personen, die unter 20 Jahre oder mindestens 65 Jahre alt sind. Für die Relation von Jungen zu Altenquotient ergibt sich ein Wert von 149,8<sup>8</sup>, d.h. in Dänemark kommen 2010 auf 100 Personen im Alter von mindestens 65 Jahren 150 Menschen im Alter unter 20 Jahren oder anders formuliert, es gibt 2010 deutlich mehr unter 20-Jährige als mindestens 65-Jährige.

- Der Altenquotient steigt von heute 27,5 in der niedrigen Variante auf einen Wert von 39,2 im Jahr 2030 und auf 44,0 bis 2040, danach fällt er bis 2050 auf einen Wert von 42,2; die Steigerung ist also weniger dramatisch als beispielsweise in Deutschland (vgl. Statistisches Bundesamt 2009, 20). Zudem können auch die Auswirkungen beispielsweise auf das staatliche Rentensystem dadurch abgefangen werden, dass bereits beschlossen worden ist, das gesetzliche – und daraus resultierend auch das faktische Rentenzugangsalter – gegenüber heute deutlich zu erhöhen. Sowohl in der niedrigen als auch in der hohen Variante entwickelt sich der Altenquotient bis 2035 nahezu identisch wie in der mittleren Variante, danach liegen die Werte leicht über beziehungsweise gering unter denen der mittleren Variante.
- Beim Jungenquotienten kommt es im Zeitablauf zu einem wellenförmigen Verlauf. Einem Rückgang des Jungenquotienten bis ungefähr 2020 folgt in der hohen Variante eine Zunahme über den heutigen Wert von 41 hinaus, bis 2040 ein Wert von 47 erreicht wird, danach beginnt wieder ein leichter Rückgang. In den beiden anderen Varianten zeigt sich ein ähnlicher – jedoch nicht so stark ausgeprägter – Verlauf. Beim Jungenquotienten resultiert eine wesentlich geringere Veränderung im Zeitablauf als beim Altenquotienten.
- Beim Gesamtlastquotienten ist langfristig in allen Varianten eindeutig eine Zunahme zu erkennen. 2030 beträgt der Quotient in der niedrigen bzw. der mittleren Variante 77,0 bzw. 79,9. Sein Maximum erreicht er in der niedrigen Variante 2042 mit einem Wert von 84,5 und in der mittleren Variante 2041 mit einem Wert von 86,6, bevor er bis 2050 auf 80,7 bzw. 82,4 sinkt. In der hohen Variante ist die Steigerung des Gesamtlastquo-

<sup>7</sup> Bei der Verwendung bzw. der Definition von Alten- bzw. Jungenquotient sind immer die Altersgrenzen zu beachten. Während bei der älteren Bevölkerung heute meist als Altersuntergrenze 65 Jahre – und seltener 60 Jahre – Verwendung findet, wird bei der Trennung von jüngerer Bevölkerung und der Bevölkerung im Erwerbsalter häufig die Grenze bei 15 Jahren gezogen. Im Zuge höherer Bildung und dem Übergang von einer Industriegesellschaft zu einer Dienstleistungsgesellschaft erscheint es sinnvoll, zumindest in hoch entwickelten Ländern hier als Altersgrenze 20 Jahre zu wählen. Dies ist beim Vergleich mit den Resultaten anderer Länder zu beachten.

<sup>8</sup> Um die Daten einfacher und unmittelbar interpretieren zu können, wird bei der Bildung des Verhältnisses der beiden Quotienten das Resultat direkt mit 100 multipliziert.

tienten gegenüber dem Wert von 2010 (68,8) etwas höher (2030 83,0, 2050 84,9), das Maximum ergibt sich ebenfalls 2041 mit 89,4.

- Das (hier mit 100 multipliziert angegebene) zahlenmäßige Verhältnis von Jungen zu Alten sinkt aufgrund der stärkeren Zunahme der älteren Bevölkerung bis 2050 deutlich. Die Relation fällt vom heutigen Niveau (2010: 149,8) auf einen Wert zwischen 96,4 (niedrige Variante) und 114,0 (hohe Variante) 2030 und verändert sich danach bis 2050 nur wenig. Längerfristig kann also davon ausgegangen werden, dass es ungefähr genau so viele mindestens 65-Jährige wie unter 20-Jährige gibt.

Abbildung 8 veranschaulicht durch Bevölkerungspyramiden die angesprochenen Entwicklungen. Dabei werden der geschlechtsspezifischen Altersstruktur des Jahres 2010 die aus den verschiedenen Varianten resultierenden Pyramiden für 2050 gegenübergestellt:

- Im Jahr 2010 fallen bei der Bevölkerungspyramide von Dänemark gewisse Unregelmäßigkeiten auf, die auf unterschiedlich starke Geburtsjahrgänge zurückzuführen sind. Besonders deutlich sichtbar werden die geburten-schwachen Jahrgänge in den achtziger Jahren, die heute 20- bis 30-Jährigen.
- Für 2050 weisen die Bevölkerungspyramiden untereinander eine prinzipiell ähnliche Struktur auf. Während der obere Teil vor allem durch die unterschiedlichen Lebenserwartungsannahmen geprägt ist, machen sich im unteren Teil der Pyramide in erster Linie die differierenden Fertilitätsannahmen bemerkbar. Beide Effekte werden von den unterschiedlichen Wanderungsannahmen überlagert.
- In der mittleren Variante ist bei den Männern in jedem Alter, bei den Frauen in erster Linie bei den unter 50-Jährigen, eine Zunahme gegenüber der niedrigen Variante festzustellen. Diese Tendenz verstärkt sich bei der hohen Variante deutlich und macht sich dort auch bei den Frauen stark bemerkbar.
- Der höhere Jungenquotient in der hohen Bevölkerungsvariante lässt sich direkt aus der Bevölkerungspyramide dieser Variante ablesen.
- In allen drei Varianten ist die Gestalt der Bevölkerungspyramiden ähnlich, die Fläche jedoch unterschiedlich. Es kommt selbst in der niedrigen Variante nicht zu einer dramatischen Veränderung der Grundgestalt der Pyramide von 2010. Dies bedeutet, dass Dänemark offenbar dem demographischen Wandel nicht so stark ausgesetzt ist wie beispielsweise Deutschland – oder ganz extrem Bulgarien.

Danmarks Statistik erstellt jährlich eigene Bevölkerungsvorausberechnungen. Der aktuellen Vorausberechnung nach (vgl. Danmarks Statistik 2010b) wächst die Bevölkerung Dänemarks bis zum Jahr 2050 um ungefähr 190 000 Personen weniger als in der mittleren Variante der hier vorgestellten

**Abb. 8**  
**Bevölkerungspyramiden von Dänemark 2010 und 2050**



Quelle: Berechnungen der Autoren.

ten Bevölkerungsvorausberechnung. Die Bevölkerung erreicht bis zum Jahr 2050 6,0 Millionen verglichen mit 6,2 Millionen in der mittleren Variante.<sup>9</sup> Bei der von Danmarks Statistik durchgeführten Vorausberechnung wird jedoch nur eine Variante gerechnet, und es werden keine Sensitivitätsanalysen durchgeführt.

### Sensitivitätsbetrachtungen

Die Modellrechnungen liefern nur einen Ausschnitt aus möglichen Entwicklungen. Sie sollten sinnvollerweise durch zusätzliche Betrachtungen ergänzt werden, in denen der Einfluss der einzelnen Komponenten auf die Resultate der Bevölkerungsvorausberechnungen quantifiziert wird. Dieser Aspekt kommt in vielen Bevölkerungsmodellrechnungen zu kurz. In Bomsdorf und Babel (2005) findet sich erstmals ei-

<sup>9</sup> Die Abweichung ergibt sich insbesondere aus einer gegenüber der mittleren Variante deutlich niedrigeren Zuwanderungsannahme in der Vorausberechnung von Danmarks Statistik. Diese Annahme ist nicht aus der Entwicklung der letzten zehn Jahre ableitbar, sie lässt sich vermutlich eher politisch begründen. Aufgrund einer höheren Lebenserwartung gegenüber der hier betrachteten mittleren Variante kommt die amtliche dänische Vorausberechnung längerfristig ab dem Alter 75 zu einer gegenüber den vorgestellten Ergebnissen der mittleren Variante höheren Anzahl von Personen.

**Tab. 3**  
**Bevölkerungsumfang, Altenquotient und Jungenquotient nach der Basisvariante in Dänemark**

	2010	2020	2030	2040	2050
Bevölkerungsumfang (in Mill.)	5,53	5,74	5,95	6,11	6,24
Altenquotient	27,5	33,9	38,8	42,9	40,7
Jungenquotient	41,2	39,8	41,1	43,5	41,7

Quelle: Berechnungen der Autoren.

ne Betrachtung der Auswirkungen einer isolierten Änderung jeweils einer der drei Komponenten Fertilität, Mortalität oder Migration auf den Bevölkerungsumfang. Diese Art einer Sensitivitätsanalyse soll hier für die Auswirkungen auf den Bevölkerungsumfang, den Altenquotienten und den Jungenquotienten durchgeführt werden. Als Ausgangspunkt für die folgenden Betrachtungen wurde die im Folgenden als Basisvariante bezeichnete mittlere Variante der Modellrechnungen gewählt.

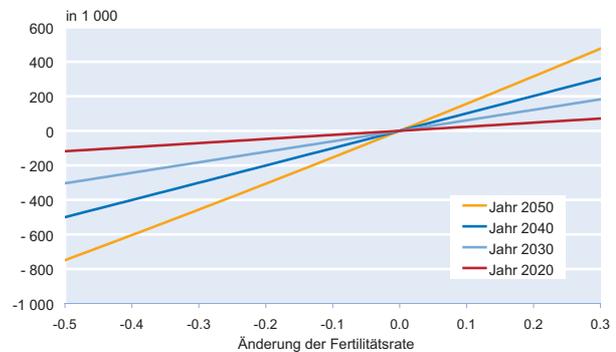
Die Annahmen der mittleren Variante waren:

- Fertilitätsrate konstant 1,85 bis 2050,
- Nettozuwanderungen konstant 15 000 Personen jährlich, dazu eine Sockelwanderung von 45 000 Personen im Jahr,
- Lebenserwartung Neugeborener 2050: m: 81,5, w: 85,3 Jahre.

In den Abbildungen werden die Auswirkungen von Veränderungen in den Annahmen auf den Bevölkerungsumfang, den Altenquotienten und – soweit sinnvoll – auf den Jungenquotienten dargestellt. Die Berechnungen erfolgen für die Jahre 2020, 2030, 2040 und 2050. Um die Veränderungen auch relativ richtig einordnen zu können, werden in Tabelle 3 zunächst die sich aus der Basisvariante ergebenden Werte für die angegebenen statistischen Kenngrößen und die betrachteten Jahre aufgeführt.

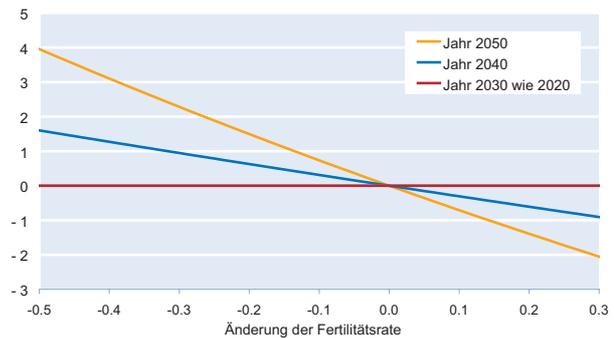
Für Dänemark ergeben sich im relevanten Bereich für die Jahre 2020, 2030, 2040 und 2050 – außer für den Fall der Änderung des Altenquotienten als Folgen einer Änderung der Annahmen über den Wanderungssaldo bzw. die Lebenserwartung (vgl. Abb. 13 und 15) – jeweils näherungsweise lineare Zusammenhänge zwischen den Änderungen einer Bevölkerungskomponente und den Auswirkungen auf die betrachteten statistischen Kenngrößen (vgl. Abb. 9 bis 12 und 14). Während der Bevölkerungsumfang in jedem Fall positiv mit den einzelnen Komponenten der Bevölkerungsbewegung korreliert ist (vgl. Abb. 9, 12 und 14), nimmt der Altenquotient bei einer Zunahme der Fertilitätsrate bzw. des Wanderungssaldos ab (vgl. Abb. 10 und 13), nur bei einer Steigerung

**Abb. 9**  
**Änderung des Bevölkerungsumfangs in Dänemark bei Änderung der Fertilitätsrate gegenüber der Basisvariante**



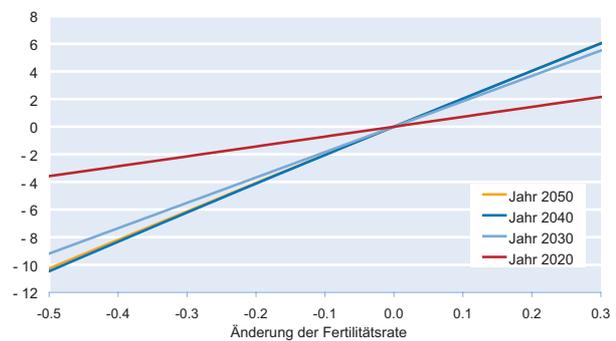
Quelle: Berechnungen der Autoren.

**Abb. 10**  
**Änderung des Altenquotienten in Dänemark bei Änderung der Fertilitätsrate gegenüber der Basisvariante**



Quelle: Berechnungen der Autoren.

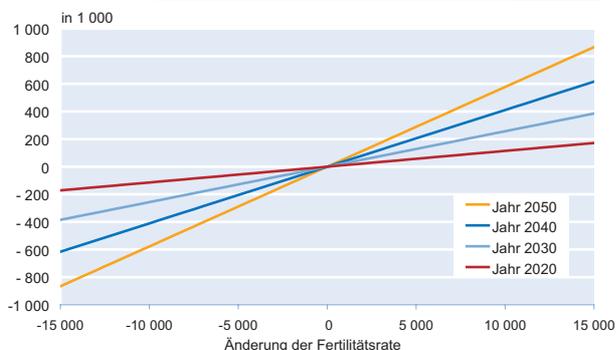
**Abb. 11**  
**Änderung des Jungenquotienten in Dänemark bei Änderung der Fertilitätsrate gegenüber der Basisvariante**



Quelle: Berechnungen der Autoren.

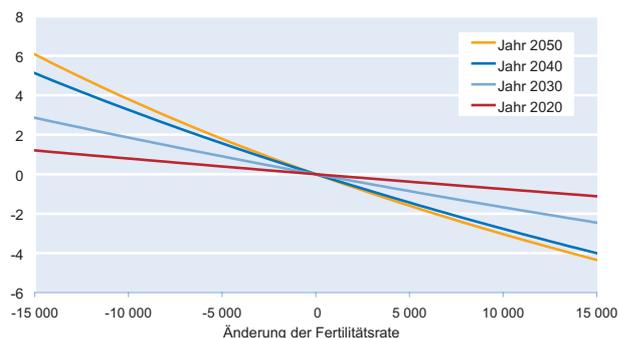
der Lebenserwartung nimmt der Altenquotient zu (vgl. Abb. 15). Der Jungenquotient verhält sich anders. Er nimmt bei einer Steigerung der Fertilitätsrate zu (vgl. Abb. 11), bei einer Zunahme des Wanderungssaldos steigt er leicht, bei einer Zunahme der Lebenserwartung geht er leicht zurück. Diese Änderungen sind allerdings so gering, dass hier auf die Abbildungen für diese beiden Fälle verzichtet wird.

**Abb. 12**  
**Änderung des Bevölkerungsumfangs in Dänemark bei Änderung des Wanderungssaldos gegenüber der Basisvariante**



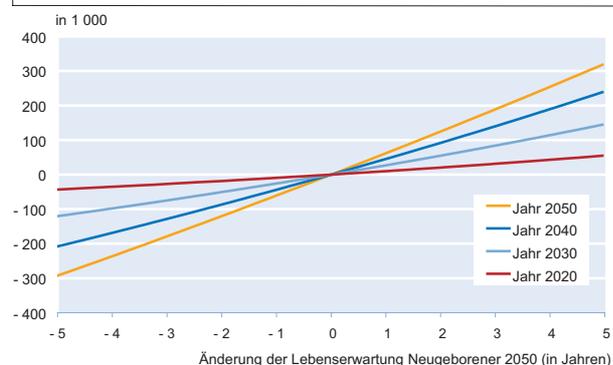
Quelle: Berechnungen der Autoren.

**Abb. 13**  
**Änderung des Altenquotienten in Dänemark bei Änderung des Wanderungssaldos gegenüber der Basisvariante**



Quelle: Berechnungen der Autoren.

**Abb. 14**  
**Änderung des Bevölkerungsumfangs in Dänemark bei Änderung der Lebenserwartung 2050 gegenüber der Basisvariante**

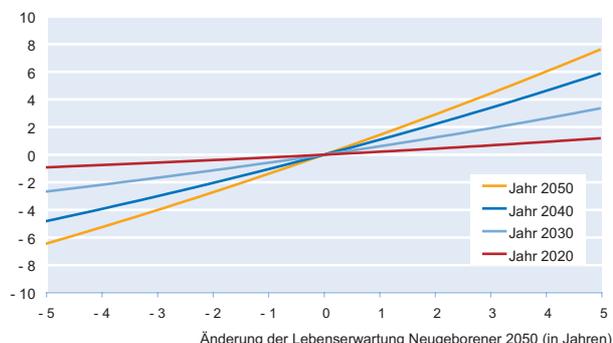


Quelle: Berechnungen der Autoren.

Beispielhaft lässt sich ceteris paribus folgendes festhalten:

- Eine Steigerung (ein Rückgang) der Fertilitätsrate gegenüber der Basisvariante um 0,1 Punkte (Anstieg bzw. Rückgang bis 2020, danach Konstanz auf erreichtem Niveau) führt zu einer Zunahme (Abnahme) des Bevölkerungs-

**Abb. 15**  
**Änderung des Altenquotienten in Dänemark bei Änderung der Lebenserwartung 2050 gegenüber der Basisvariante**



Quelle: Berechnungen der Autoren.

ungsumfangs bis 2050 um rund 155 000 Personen, zu einem Rückgang (einer Zunahme) des Altenquotienten um 0,7 Punkte sowie zu einer Zunahme (einem Rückgang) des Jungenquotienten um 2,0 Punkte.

- Eine Steigerung (ein Rückgang) des jährlichen Wanderungssaldos gegenüber der Basisvariante um 5 000 Personen führt zu einer Zunahme (Abnahme) des Bevölkerungsumfangs bis 2050 um 289.000 Personen zu einem Rückgang (einer Zunahme) des Altenquotienten um 1,8 (1,6) Punkte sowie zu einer Zunahme (einem Rückgang) des Jungenquotienten, der unterhalb von 0,1 Punkten liegt.
- Eine Steigerung (ein Rückgang) der Lebenserwartung Neugeborener 2050 gegenüber der Basisvariante um ein Jahr<sup>10</sup> führt zu einer Zunahme (Abnahme) des Bevölkerungsumfangs bis 2050 um nahezu 54 000 (62 000) Personen, der Altenquotient steigt (sinkt) um 1,3 (1,4) Punkte und der Jungenquotient fällt (steigt) um einen Wert, der nahe null liegt.

### Fazit

Für Dänemark lassen sich folgende wesentliche Ergebnisse festhalten:

- Der Bevölkerungsumfang steigt in der mittleren und hohen Variante deutlich an, von 5,5 Millionen 2010 auf 6,2 bzw. 7,2 Millionen Einwohner 2050. Lediglich in der niedrigen Variante sinkt er leicht auf 5,3 Millionen Einwohner.
- Bei der Altersstruktur findet in allen Varianten eine Verschiebung von der Bevölkerung vor allem mittleren Alters zu den 65-Jährigen und Älteren und zu den unter 20-Jährigen statt.

<sup>10</sup> Das bedeutet eine Steigerung der Lebenserwartung Neugeborener (nach Periodensterbetafel) bis 2050 um ein Jahr gegenüber den in der mittleren Variante getroffenen Annahmen.

- In allen drei Varianten ist das Minimum des Anteils der 20- bis unter 65-Jährigen um das Jahr 2040 zu finden. Die demographischen Belastungen, zum Beispiel für das staatliche Renten- und Krankenversicherungssystem, werden bis zum Jahr 2040 ansteigen, bevor wieder ein Rückgang eintritt.
- Dabei steigt der Gesamtlastquotient von heute 69 je nach Variante auf 84 bis 89 um das Jahr 2040, im folgenden Jahrzehnt sinkt er auf einen Wert zwischen 81 (niedrige Variante) und 85 (hohe Variante).

Die Sensitivitätsbetrachtungen machen deutlich, wie die Bevölkerungsentwicklung von den drei Komponenten der Bevölkerungsbewegung (Fertilität, Migration, Lebenserwartung) abhängt. Bei der Fertilitätsrate weist Dänemark einen deutlich höheren Wert auf als beispielsweise Deutschland oder andere westeuropäische Länder, dies hat sichtbare Auswirkungen auf die Bevölkerungsentwicklung. Die Wanderung ist in Dänemark seit einigen Jahren bereits ein viel diskutierter Faktor in der Politik. Bei politischen Entscheidungen zu einer möglichen Eindämmung der Zuwanderung sollten die aufgezeigten starken Effekte auf das Bevölkerungswachstum nicht unberücksichtigt bleiben.

### Literaturhinweise<sup>11</sup>

- Andreeva, M. (2008), »About mortality data for Denmark«. <http://www.mortality.org/hmd/DNK/InputDB/DNKcom.pdf>, Abruf am 25. März 2010.
- Bommsdorf, E. und M. Trimborn (1992), »Sterbetafel 2000. Modellrechnung der Sterbetafel«, *Zeitschrift für die gesamte Versicherungswissenschaft* 81, 457–485.
- Bommsdorf, E. und B. Babel (2005), »Wie viel Migration und Fertilität braucht Deutschland?«, *Wirtschaftsdienst* 85, 387–394.
- Bommsdorf, E. und I. Valchinova (2009), »Modellrechnungen zur Bevölkerungsentwicklung in Ländern des ehemaligen Ostblocks bis 2050 – das Beispiel Bulgarien«, *ifo Schnelldienst* 62(16), 42–48.
- Danmarks Statistik (2010a), »Population 1st January«, <http://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=FOLK1&PLanguage=1>, Abruf am 18. Februar 2010.
- Danmarks Statistik (2010b), »Population projection«, <http://www.statbank.dk/statbank5a/SelectVarVal/Define.asp?Maintable=FRDK110&PLanguage=1>, Abruf am 20. Mai 2010.
- Human Mortality Database (HMD, 2010), »Dänemark«, <http://www.mortality.org/cgi-bin/hmd/country.php?cntr=DNK&level=1>, Abruf am 18. Februar 2010.
- Statistisches Bundesamt (2009), *Bevölkerung Deutschlands bis 2060. 12. koordinierte Bevölkerungsvorausberechnung*, Wiesbaden.

<sup>11</sup> Die bei mortality.org erhältlichen Informationen sind nur nach Registrierung abrufbar, die Daten von Danmarks Statistik bei Abruf größerer Datenmengen ebenfalls.

# Ausrüstungsinvestitionen fassen nur zögerlich Tritt – Geschäftslage in der Leasingwirtschaft verlässt nur mühsam das tiefe Konjunkturtal

36

Joachim Gürtler und Arno Städtler

Nach den umfangreichen fiskal- und geldpolitischen Maßnahmen fasst die deutsche Wirtschaft wieder langsam Tritt. Im ersten Quartal 2010 verzeichnete das Bruttoinlandsprodukt mit einer Zunahme um (preisbereinigt) 1,7% gegenüber dem Vorjahr erstmals seit dem Jahresendquartal 2008 wieder einen Anstieg (vgl. Statistisches Bundesamt 2010a). Zwar hat der ungewöhnlich harte Winter 2009/2010 die Erholung vorübergehend ins Stocken gebracht, in der Grundtendenz ist aber die Konjunktur nach dem tiefen Einbruch wieder moderat aufwärts gerichtet. Auch die Ausrüstungsinvestitionen haben sich im Auftaktquartal 2010 – zumindest preisbereinigt – leicht nach oben bewegt (real: + 0,8%), nachdem die Zahlen im Winterhalbjahr 2008/2009 stark eingebrochen waren und sich dann auf niedrigem Niveau eingependelt hatten. Trotz der Rückkehr zu einer moderaten Aufwärtsdynamik orderten die Unternehmen immer noch rund 20% weniger Maschinen und Produktionsanlagen als im Boom vor zwei Jahren (erstes Quartal 2010 gegenüber erstem Quartal 2008: nominal – 21,5%, real – 19,4%, vgl. Statistisches Bundesamt 2010b).

Gleichwohl zeigt der ifo Geschäftsklimaindikator für die gewerbliche Wirtschaft seit den Frühjahrsmonaten 2009 eine nahezu kontinuierliche Verbesserung sowohl der eigenen Lagewahrnehmung als auch der Geschäftserwartungen für das nächste Halbjahr an. Im Juni 2010 ist der Indikator auf ein Zwei-Jahres-Hoch gestiegen. Allerdings haben die Erwartungen im Mai und Juni des laufenden Jahres geringfügig nachgegeben. Dennoch übersprang der Stimmungsindikator im Laufe des zweiten Quartals erstmals seit Juli 2008 wieder den unterkühlten Bereich. Es fällt schwer, die gegenwärtigen weltwirtschaftlichen Entwicklungen anhand bisheriger Erfahrungen zu beurteilen. Verlässliche Prognosen über die konjunkturelle Entwicklung bewegen sich daher in einem extrem schwierigen Datenumfeld. Da die Ausrüstungsinvestitionen als Cycle Makers gelten, stellt sich die Frage, ob die Signale der Stimmungsindikatoren bereits eine nachhaltige Trendwende beim Investitionsklima einläuten oder ob auch 2010 und darüber hinaus nur mit einer minimalen Erholung der Ausrüstungsinvestitionen zu rechnen ist.

## Mobilien-Leasing: Geschäftslage verlässt nur langsam das tiefe Konjunkturtal

In der deutschen Leasingwirtschaft sind nach dem dramatischen Absturz erste Signale einer Erholung erkennbar. Seit Anfang des Jahres 2010 bewegt sich der ifo Geschäftsklimaindikator wieder im positiven Bereich, im Juni notierte der Index bei knapp 3 Saldenpunkten. Er liegt damit noch immer weit unter seinem langjährigen Durchschnitt. Während die Beurteilung der derzeitigen Geschäftslage trotz mehrmaligen Anstiegs weiter tief im negativen Bereich rangiert, überwiegen bereits seit dem Frühjahr 2009 die zuversichtlichen Geschäftserwartungen. Zu Beginn der zweiten Jahreshälfte 2010 bewertete reichlich jeder vierte Testteilnehmer seinen Geschäftsgang als schlecht, 64% noch als befriedigend, und 11% der Befragten empfanden ihre derzeitige Geschäftssituati-

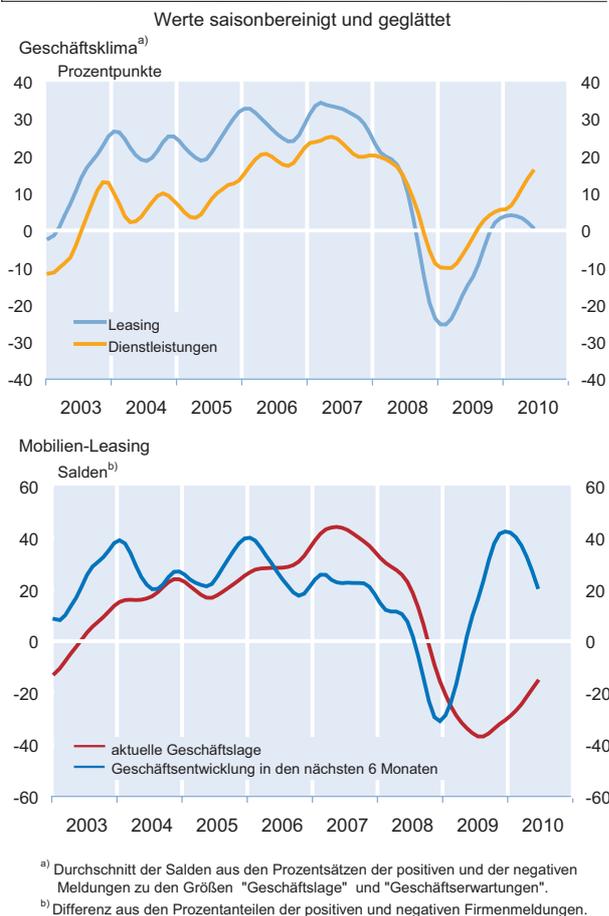
on als gut. Im Durchschnitt des ersten Halbjahres – wenngleich mit großen Schwankungen – schätzten per saldo knapp 37% der Testteilnehmer ihre Geschäftsperspektiven als günstig ein. Allerdings wurden die Erwartungen bereits zum fünften Mal in Folge zurückgenommen, im Juni 2010 äußerten sich per saldo nur noch 22% der Befragten zuversichtlich. Zu dieser dennoch insgesamt optimistischen Einschätzung dürfte nicht unwesentlich die Tatsache beigetragen haben, dass die Bundesregierung jüngst durch eine Gesetzesänderung (zum §19 GewStDV) einen Kollateralschaden aus der Unternehmensteuerreform 2008 beseitigt hat: Die damals eingeführten gewerbsteuerlichen Hinzurechnungsregeln hatten eine Doppelbesteuerung des Finanzierungsaufwands von Leasing-Investitionen sowohl beim Leasingnehmer als auch bei den Leasing-Unternehmen bewirkt. Auch einige Teile des kürzlich verabschiedeten Wachstumsbeschleu-

nigungsgesetzes lassen hoffen, dass es nun im Themenkomplex »Investitionen – Abschreibungen – Leasing« zu Verbesserungen kommen wird. Die kräftig nach oben tendierenden Erwartungen lassen zumindest Hoffnung auf eine Erholung des Leasinggeschäfts erkennen. Auch nach den Ergebnissen der Trendumfragen des Bundesverbands Deutscher Leasing-Unternehmen stellt das Jahr 2010 die Leasingwirtschaft noch vor großen Herausforderungen. Im Auftaktquartal 2010 hatte sich der Rückgang des Neugeschäfts lediglich verlangsamt, bewertet nach Anschaffungswerten wurde das Neugeschäft um reichlich 11% zurückgefahren. Am stärksten verloren der Sektor Produktionsmaschinen (- 26%) sowie der Bereich Busse, Lkw und Anhänger (- 16%). Nur die Luft-, Schienen- und Wasserfahrzeuge sowie der relativ kleine Bereich der Medizintechnik waren im ersten Quartal 2010 nicht von Einbußen betroffen (vgl. BDL 2010).

Auch der geglättete Geschäftsklimaindikator (nach dem STAMP 6.02-Testverfahren bereinigt<sup>1</sup>) deutete bis zum Frühjahr 2009 auf eine kräftige Wachstumsabschwächung hin. Bei der Gegenüberstellung der Zeitreihen »Mobilien-

Leasing« und »unternehmensnahe Dienstleister« (ohne Handel, Kreditgewerbe, Leasing, Versicherungen und Staat) fällt auf, dass sich die Leasinggesellschaften über einen langen Zeitraum in einer günstigeren konjunkturellen Verfassung befanden als die ausgewählten Dienstleister, das Geschäftsklima im Leasingbereich erschien bis zu den Herbstmonaten 2007 spürbar freundlicher (vgl. Abb. 1). Danach gingen beide Zeitreihen im konjunkturellen Gleichlauf nach unten, die Abschwächung war dabei im Leasingsektor allerdings ausgeprägter, aufgrund der Konzentration des Geschäfts auf die besonders konjunktursensiblen Investitionsgüter. Die Abwärtsdynamik kam in den ersten Monaten 2009 sowohl im Dienstleistungsgewerbe als auch im Leasingbereich zum Stillstand. Der Geschäftsklimaindikator im Dienstleistungsgewerbe erreichte im August bereits wieder die Nulllinie, seitdem hebt sich der Indikator von Monat zu Monat weiter auf. Die Unternehmen berichteten zu Beginn des Jahres 2010 von einem zunehmend besseren Geschäftsverlauf, die Perspektiven für das kommende halbe Jahr waren am aktuellen Rand so günstig wie seit drei Jahren nicht mehr. Im Leasingbereich weichen hingegen die Erwartungs- und die Lageeinschätzung stark voneinander ab. Die Urteile zur aktuellen Geschäftslage beendeten erst in den Herbstmonaten 2009 ihre Talfahrt, seitdem verlassen die Geschäftslageurteile nur zögernd ihr historisches Tief.

**Abb. 1**  
**Unternehmensnahe Dienstleister und Leasing**



Quelle: ifo Konjunkturtest Dienstleistungen.

**Ziehen die Ausrüstungsinvestitionen wieder an?**

Der wirtschaftliche Erholungsprozess hat nach der Wachstumsverlangsamung im Winter 2009/2010 wieder Fahrt aufgenommen. Einige Stimmungsindikatoren künden von wachsender Zuversicht in der deutschen Wirtschaft, und die unverhofft üppigen Steuermehreinnahmen seit April belegen, dass es aufwärts geht mit der Konjunktur. Nach der aktuellen Konjunkturprognose des ifo Instituts (Juni 2010) ist für das laufende Jahr mit einer Zunahme des Bruttoinlandsprodukts (in realer Rechnung) um 2,1% zu rechnen (vgl. Carstensen et al. 2010). Das kräftig nachgebende ZEW-Barometer im Juni konnte die gute Stimmung nicht nennenswert eintrüben (vgl. ZEW 2010). Insbesondere der deutlich zunehmende Export erfreut die Industrie. Die jüngste Studie vom Deutschen Industrie- und Handwerkskammertag (vgl. DIHK 2010) kommt daher zu dem Schluss, dass die Unternehmen jetzt wieder mutiger investieren. Im ersten Quartal 2010 sind die Ausrüstungsinvestitionen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes um nominal 0,5% gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen; real bedeutet dies zwar ein Plus von 0,8%, die gesamtwirtschaftliche Produktion legte jedoch mehr als doppelt so stark zu (vgl. Statistisches Bundesamt 2010c). Die Investitionen entwickelten sich

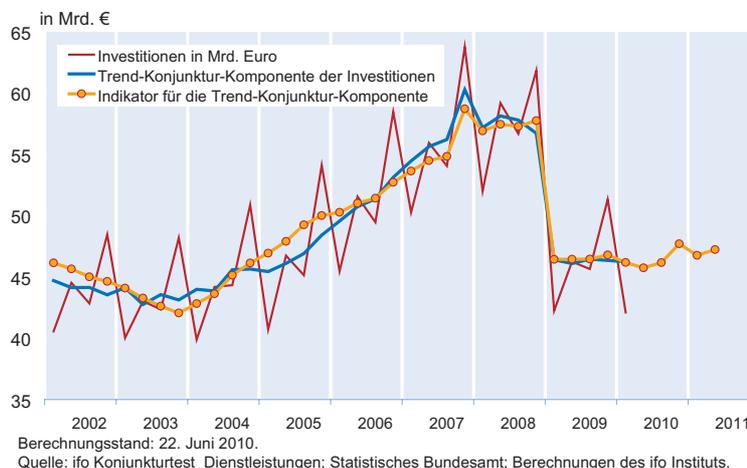
<sup>1</sup> Im Detail beschreiben dieses Testverfahren Koopmann et al. (2000).

also unterdurchschnittlich. Dies müsste sich im weiteren Jahresverlauf noch spürbar ändern, wenn die Optimisten mit ihrer mutigen Investitionsprognose Recht behalten sollten.

Die Kapazitätsauslastung des verarbeitenden Gewerbes verbesserte sich laut ifo Konjunkturtest im April 2010 zwar signifikant, um beachtliche 4,4 Prozentpunkte auf 79,9%, sie ist damit aber immer noch ein gutes Stück vom Aprilwert 2008 (86,9%) entfernt. Im April 2007 wurde sogar ein Wert von 88,1% gemessen. Darüber hinaus bewerteten 25% der Industrieunternehmen ihre Produktionskapazitäten im Hinblick auf die erwartete Nachfrage in den nächsten zwölf Monaten als zu groß. Die Bewertung hatte sich zwar im Laufe des Winterhalbjahres 2009/2010 verbessert, die in den letzten Jahren aufgebauten Kapazitäten dürften sich aber noch als deutlich überdimensioniert erweisen. Die gut gefüllten Auftragsbücher – insbesondere aus dem Exportgeschäft – und die beträchtlichen Investitionen der Automobilindustrie für neue Antriebe lassen in diesem Jahr, nach den Ergebnissen des ifo Investitionstests, auf ein Wachstum der nominalen Bruttoanlageinvestitionen des verarbeitenden Gewerbes von 2% schließen (vgl. Weichselberger 2009). Aufgrund der fortbestehenden hohen Unterauslastung der Kapazitäten dürften 2010 Erweiterungsinvestitionen von untergeordneter Bedeutung sein. Das Hauptmotiv der Investitionstätigkeit im laufenden Jahr sind – nach den Umfrageergebnissen – eindeutig die Ersatzbeschaffungen.

Die Nachfrage nach Ausrüstungsgütern in der Gesamtwirtschaft wird indessen noch vor allem durch die zwar abgeschwächte, aber immer noch bestehende Unterauslastung der Produktionskapazitäten, die geringe Planungssicherheit, Finanzierungsschwierigkeiten und eine schwer einschätzbare Wirtschafts- und Fiskalpolitik gedämpft. Viele Unternehmen räumen der Sicherung ihrer Liquidität eine höhere Priorität ein als früher und begrenzen eher ihre Investitionspläne (vgl. Löwer 2010). Außerdem gibt es Hinweise darauf, dass die teilweise reichlich vorhandene Liquidität nicht in Investitionsprojekte der realen Wirtschaft hierzulande, sondern in spekulative Anlagen mit oft zweifelhafter Bonität im Ausland fließt, die höhere Gewinne versprechen. In diesem Zusammenhang gilt es auch den nach wie vor hohen Nettokapalexport Deutschlands zu beachten. Dieser dürfte aber im Zuge der Staatsschuldenkrise in Europa geringer werden, wodurch mehr Kapital für die inländische Verwendung – insbesondere für Investitionen – zur Verfügung steht.

**Abb. 2**  
Ausrüstungsinvestitionen fassen nur zögerlich Tritt



Das Auslaufen der Möglichkeit zur degressiven Abschreibung zum Jahresende dürfte zwar in den letzten Monaten von 2010 zu einigen vorgezogenen Ausrüstungskäufen führen; dies wird aber wohl nicht ausreichen, um ein deutliches Plus für das Gesamtjahr zu erreichen. Dies legen auch die aktuellen Ergebnisse der Konjunkturumfragen des ifo Instituts im Leasingsektor nahe: Seit Oktober 2008 überwiegen hier die negativen Einschätzungen zur aktuellen Geschäftssituation, und auch zur Jahresmitte 2010 lagen die Urteile noch klar im negativen Bereich.

Der auf den Lagebeurteilungen der Leasinggesellschaften basierende Investitionsindikator<sup>2</sup>, der gemeinsam vom ifo Institut und dem Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen (BDL) ermittelt wird, lässt nach dem extremen Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen einschließlich der sonstigen Anlagen um rund ein Fünftel 2009 auch im Jahr 2010 noch keine nachhaltige Belebung der Investitionstätigkeit er-

<sup>2</sup> Dieser Forschungsansatz basiert auf den Urteilen zur aktuellen Geschäftslage durch die Leasinggesellschaften aus dem monatlichen ifo Konjunkturtest Dienstleistungen. Der methodische Ansatz zur Schätzung der Ausrüstungsinvestitionen benutzt ein strukturelles Zeitreihenmodell, das die Zeitreihen in ihre Komponenten Trend und Zyklen, Saison- und irreguläre Komponenten zerlegt. Es ergibt sich ein Prognosehorizont von vier Quartalen – bei der aktuellen Berechnung also bis zum zweiten Vierteljahr 2011; zur Methode vgl. Gürtler und Städtler (2007). Unter normalen Umständen wird auf kurze Frist der Trend als gegeben angenommen. Der stufenförmige Rückgang der Ausrüstungsinvestitionen im ersten Quartal 2009 weist jedoch darauf hin, dass als Folge der weltweiten Wirtschaftskrise jetzt nicht nur ein zyklischer Rückgang, sondern auch ein Absacken des mittelfristigen Trends in Rechnung zu stellen ist. Dieser externe Einfluss wird bei der vorliegenden Prognose durch eine Dummyvariable berücksichtigt; der durch die Veränderung der Geschäftslage vorgegebene zyklische Abschwung bewegt sich somit in der Prognoseperiode ab 2009 um ein niedrigeres Trendniveau als in den Jahren vorher. Ende 2007 hatte das Auslaufen von zeitlich befristeten Abschreibungserleichterungen zu merklichen Vorzieheffekten bei den Investitionsausgaben geführt. Dieser statistisch signifikante Wert (in Höhe von 2,6 Mrd. €) wurde in der ökonometrischen Analyse im vierten Quartal 2010 in die Prognose eingerechnet.

kennen. Zum Jahresende wird das Auslaufen der degressiven Abschreibung allerdings zu vorgezogenen Anschaffungen bzw. zur Realisierung von aufgeschobenen Ersatz- bzw. Rationalisierungsinvestitionen führen, wodurch im Jahresdurchschnitt aber dennoch nur ein geringfügiges nominales Wachstum erreicht werden wird (vgl. Abb. 2). Bei der ökonomischen Analyse wurden diese Effekte aus den Erfahrungswerten früherer Abschreibungserleichterungen separiert und in der Modellrechnung entsprechend berücksichtigt. Der Frühindikator für die Ausrüstungsinvestitionen (einschließlich der sonstigen Anlagen) deutet für das laufende Jahr lediglich auf eine (nominale) Zunahme von weniger als 1% hin. In der ersten Jahreshälfte 2011 dürfte sich zwar der moderate Aufwärtstrend fortsetzen, der Indikator tendiert aber auf niedrigem Niveau nur minimal nach oben. Nach aktuellem Rechenstand dürfte sich nach dieser Berechnungsmethode in den ersten beiden Quartalen 2011 das Wachstum auf rund 2% belaufen. Damit wäre die Investitionstätigkeit noch weit davon entfernt, die Rolle der Konjunkturlokomotive zu übernehmen.

Auch die Deutsche Bundesbank erwartet, dass die Investitionsplanungen der Unternehmen im laufenden Jahr 2010 noch von Vorsicht geprägt sein werden. Damit wäre der zeitliche Nachlauf der Investitionsbelegung gegenüber der allgemeinen zyklischen Erholung diesmal etwas ausgeprägter als in früheren konjunkturellen Erholungsphasen (vgl. Deutsche Bundesbank 2009). Ein Rückblick auf die letzte Rezession zeigt gewisse Parallelen zur aktuellen Situation. Anlässlich der Unternehmensteuerreform von 2001 wurden der Körperschaftsteuersatz kräftig gesenkt (von 40 auf 25%) und die Abschreibungsbedingungen im Gegenzug merklich verschlechtert. Hinzu kamen die New-Economy-Krise und die Zurückhaltung der Banken bei der Kreditvergabe, was die Investitionen drei Jahre in Folge einbrechen ließ. Das Volumen der Ausrüstungsinvestitionen lag 2003 schließlich um 16% unter dem des Jahres 2000.

Das Leasinggeschäft wird auch 2010 vor allem durch die Entwicklung auf dem Markt für Straßenfahrzeuge beeinflusst. Nachdem 2009 die Zahl der neu zugelassenen Personenkraftwagen auf 3,81 Mill. (+ 23,2%) gestiegen ist, kann für 2010 nur noch mit etwa 2,8 Mill. Einheiten gerechnet werden (vgl. Hild 2010). Der kräftige Rückgang um etwa ein Viertel wird vor allem das 2009 im Gefolge der Abwrackprämie boomende Privatkundensegment betreffen, während bei den leasingrelevanten gewerblichen Zulassungen – nach dem Einbruch von 2009 – im laufenden Jahr ein Zuwachs wahrscheinlich ist. Schon im Zeitraum Januar bis Mai 2010 haben die Zulassungen von Nutzfahrzeugen um 7% angezogen, auch bei den Pkw-Flotten gab es Zuwächse (vgl. VDA 2010). Im Jahresdurchschnitt stehen die Chancen auf eine Erholung des Fahrzeug-Leasings nicht schlecht, das nun endgültig Auslaufen von im Jahr 2009 verlängerten Au-

to-Leasingverträgen lässt für die typischen Leasingfahrzeuge auf Wachstum hoffen.

Auch wenn die Rahmenbedingungen sich zunehmend verbessern, dürften die Leasinggesellschaften nur allmählich zur gewohnten Wachstumsdynamik zurückfinden. Sollte sich die Refinanzierungssituation nicht deutlich entspannen, werden sie ihren Markt noch nicht voll ausschöpfen können. Auch für die Gesamtwirtschaft könnte sich die Finanzierungsfrage als Achillesferse des Aufschwungs erweisen. Schließlich ist der Konjunkturaufschwung auch noch anfällig für Rückschläge. Kürzlich hat der Maschinenbauverband VDMA eine bessere Kreditversorgung der Betriebe angemahnt. Diese müssten jetzt Aufträge vorfinanzieren, die in der Krise geleerten Lager auffüllen und Vorprodukte kaufen. Mindestens die Hälfte der deutschen Maschinenbauer erhält Kredite nur noch zu erheblich verschlechterten Konditionen (vgl. Gillmann und Schrunner 2010). Schon zu Beginn der letzten Rezession, am Anfang des Jahrzehnts, hatte der VDMA eine ähnliche Warnung abgegeben (vgl. o.V. 2000).

Hintergrund dieser Befürchtungen ist die Tatsache, dass Deleveraging generell zunächst weniger Wachstum, weniger Investitionen und weniger Rendite bedeutet. Eine noch geringere Investitionsneigung der Unternehmen als die derzeit anzutreffende wäre jedoch fatal. Deutschland sollte daher jetzt die Chancen wahrnehmen, die die veränderten internationalen Kapitalströme gegenwärtig bieten, und den Inlandsverbrauch vor allem durch höhere Investitionsausgaben steigern. Die extrem niedrige Nettoinvestitionsquote des Landes im internationalen Vergleich zeigt, dass dafür einiger Bedarf vorhanden ist. Wichtig ist, dass die Politik hierfür geeignete Rahmenbedingungen schafft. Kürzlich hat der SPD-Vorsitzende Sigmar Gabriel in einem Interview staatliche Anreize und Hilfen für investierende mittelständische Betriebe gefordert. Er schlug konkret drei Punkte vor: eine Sofortabschreibung von 100%, Steuervergünstigungen für Forschung und Entwicklung sowie Investitionszulagen (vgl. Steinmann und Tartler 2010).

## Literatur

- BDL (2010), »Trendmeldung I. Quartal 2010«, Ergebnisse, 18. Mai.  
 Carstensen, K., W. Nierhaus, et al. (2010), »ifo Konjunkturprognose 2010/2011: Auftriebskräfte verlagern sich nach Deutschland«, *ifo Schnelldienst* 63(12), 12–63.  
 Deutsche Bundesbank (2009), »Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen 2010 und 2011«, *Monatsbericht* Dezember 2009, 61(12), 17–35.  
 DIHK (2010), »Wirtschaftslage und Erwartungen – Ergebnisse der DIHK-Umfrage bei den Industrie- und Handelskammern Jahresbeginn 2010«, Deutscher Industrie- und Handelskammertag e. V., Berlin, Februar 2010, 9–60.  
 Gillmann, W., A. Schrunner, (2010), »Aufschwung in Gefahr«, *Handelsblatt*, 23. Juni, 2.  
 Gürtler, J., A. Städtler (2007), »Ausgezeichnete Geschäftslage beim Leasing – Boom bei den Ausrüstungsinvestitionen«, *ifo Schnelldienst* 60(12), 54–57.  
 Hild, R. (2010), »Kräftiges Plus der Pkw-Produktion in Deutschland zu erwarten«, *ifo Schnelldienst* 63(5), 44–49.

- Koopmann, S. J., A. C. Harvey et al. (2000) *STAMP: Structural Time Series Analyser, Modeller and Predictor*, Timberlake Consultants Press, London.
- Löwer, C. (2010), »Derzeit ist Cash das Unternehmensziel«, *Handelsblatt*, 3. März, 28.
- O.V. (2000), »VDMA kritisiert Rückzug der Banken«, *Süddeutsche Zeitung*, 19. Oktober, 10.
- Statistisches Bundesamt (2010), »Schnellmeldung zur Wirtschaftsleistung im 1. Quartal 2010«, Pressemitteilung Nr. 170 des Statistischen Bundesamtes, 12. Mai.
- Statistisches Bundesamt (2010b), »Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen«, Fachserie 18, Reihe 1.2, 1. Vierteljahr 2010, Wiesbaden 2010.
- Statistisches Bundesamt (2010c), »Ausführliche Ergebnisse zur Wirtschaftsleistung im 1. Quartal 2010«, Pressemitteilung Nr. 181 des Statistischen Bundesamtes, 21. Mai.
- Steinmann, T., J. Tartler, (2010), Gabriel will Steueranreize für Betriebe«, [www.ftd.de](http://www.ftd.de), 24. Juni.
- Weichselberger, A. (2009), »Westdeutsche Industrie: 2010 geringer Investitionsanstieg«, *ifo Schnelldienst* 62(24), 78–82.
- Verband der Automobilindustrie (VDA), (2010), Monatszahlen, [www.vda.de](http://www.vda.de), Juni.
- ZEW-Konjunkturerwartungen (2010), »Erholung schwächt sich ab«, Pressemitteilung vom 15. Juni, [www.zew.de](http://www.zew.de).

Jutta Albrecht und Jana Lippelt

Die Ölkatastrophe im Golf von Mexiko hat uns einmal mehr auf besonders drastische Weise den Preis unserer Abhängigkeit von Erdöl und fossilen Brennstoffen im Allgemeinen vor Augen geführt. Unsere heutige Welt scheint ohne fossile Energie nicht denkbar zu sein. Rund 80% der weltweiten Energienachfrage werden derzeit aus Erdöl, Kohle und Erdgas gedeckt. Und der Energiebedarf wächst rasant: Zwischen 1980 und 2000 stieg die globale Energienachfrage um rund 40%, und laut Prognosen der Internationalen Energieagentur (IEA) wird sie zwischen 2000 und 2030 um 68% ansteigen.<sup>1</sup>

Die Weltkarte in Abbildung 1 zeigt den Anteil nichtfossiler Energieträger – die Summe aus erneuerbaren Energien und der nahezu CO<sub>2</sub>-freien Atomkraft – am Gesamtenergieverbrauch von 135 Ländern im Jahr 2007. Laut den hier verwendeten Daten der Weltbank deckten nur 22 Länder ihren Energiebedarf zu 20% oder mehr aus nichtfossilen Energieträgern, weitere 18 zu 10 bis 20%. In Nordamerika fällt besonders Kanada auf, für dessen Energieversorgung die Wasserkraft eine Schlüsselrolle spielt. Die USA greifen neben den fossilen Energieträgern vor allem auf die Atomkraft zurück. In Lateinamerika sind Biomasse und Wasserkraft von großer Bedeutung. Paraguay ist nicht nur

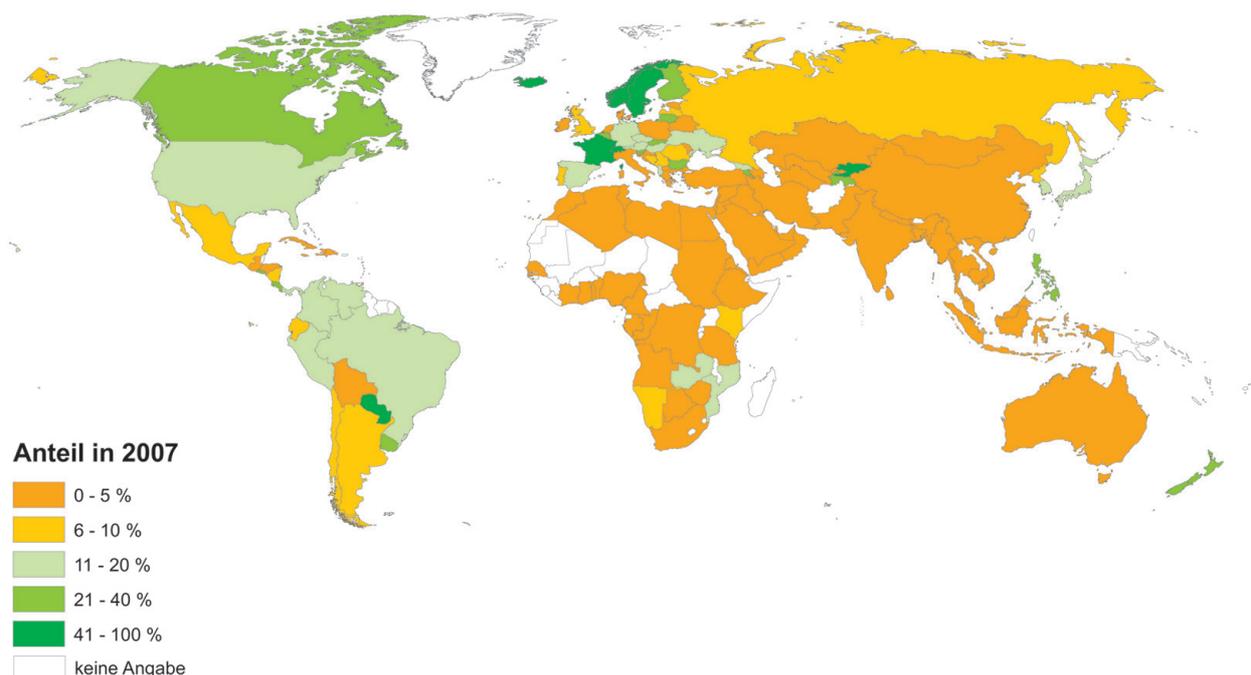
in Lateinamerika, sondern mit 100% nichtfossiler Energieversorgung weltweit führend. Es deckt seinen Energiebedarf vollständig aus Wasserkraft. In Europa sind es vor allem die skandinavischen Staaten, die durch einen hohen Anteil an Wasserkraft und Island durch Geothermie im deutlich geringeren Maße von fossilen Energieträgern abhängig sind. Frankreichs grüne Einfärbung hingegen ist auf einen sehr hohen Anteil der Atomkraft zurückzuführen (77% der Stromerzeugung stammen hier aus Kernkraft). In Neuseeland wird der Endenergieverbrauch zu einem Viertel durch Wasserkraft und Geothermie gedeckt. Die beiden ringsum von fast ausschließlich auf fossile Energieträger angewiesenen Ländern umgebenen grünen Staaten in Zentralasien sind Kirgisien und Tadschikistan, wo die Wasserkraft zu je über 40% zum Endenergieverbrauch beiträgt. Der Anteil nichtfossiler Energie am Endverbrauch der großen Mehrheit der betrachteten Länder lag im einstelligen Bereich oder bei null.

Eine Abkehr von der fossilen Energie ist nicht abzusehen. Der langfristige Trend (vgl. Abb. 2) zeigt vielmehr, dass die Abhängigkeit von ihr in den letzten drei Jahrzehnten weltweit immer weiter zunahm und dieser Trend voraussichtlich auch bis 2030 anhalten wird.

<sup>1</sup> Globaler jährlicher Energieverbrauch: 1980: 7 228 Mtoe, 2000: 10 018 Mtoe, Prognosewert für 2030: 16 790 (vgl. IEA 2009, 74).

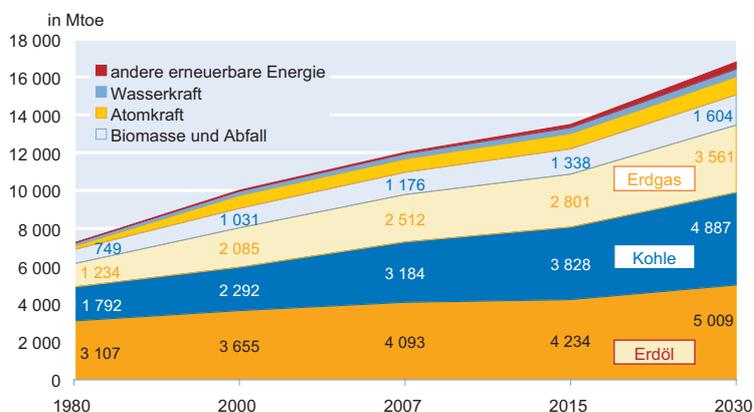
Indes sind die Gründe, mit dieser Abhängigkeit schnellstmöglich zu brechen, ebenso altbekannt wie weiterhin

**Abb. 1**  
Anteil nichtfossiler Energieträger am Endenergieverbrauch



Quelle: Weltbank (2010).

Abb. 2  
Primärenergieverbrauch weltweit nach Energieträgern



2015 und 2030: Werte des Referenzszenarios der IEA.

Quelle: IEA (2009, 74).

zwingend. Da ist zum einen die Energiesicherheit: Die Reserven sind außer im Falle von Kohle global ungleich verteilt: 75% der Erdölreserven lagern in den OPEC-13-Staaten und nur 6% in OECD-Ländern. Ähnlich ist es beim Erdgas: 80% lagern in GUS-Ländern oder den OPEC-13-Staaten. Die Reichweite dieser Reserven, insbesondere die von Erdöl, ist zudem sehr begrenzt. Die Erdölreserven werden nach derzeitigen Prognosen für noch etwa 40 Jahre, das Erdgas für 60 Jahre reichen. Kohle steht noch für mehrere hundert Jahre zur Verfügung (Hartkohle für rund 140, Weichbraunkohle für rund 300 Jahre, vgl. Sinn 2008, 307).

Das inzwischen wichtigere Argument ist jedoch das ökologische: Nicht nur sind die Vorkommen immer schwerer zugänglich, die Handhabung, wie der jüngste Vorfall zeigt, immer komplizierter, Unfälle immer folgenschwerer. Vor allem ist inzwischen unbestritten, dass das Ausschöpfen dieser Reserven unabsehbare Folgen für das globale Klima hätte. Denn die Verbrennung fossiler Brennstoffe ist die Quelle von 57% der globalen anthropogenen Treibhausgasemissionen, die für die voranschreitende Erderwärmung ursächlich sind (vgl. IPCC 2007, 5).

Das Energiesicherheitsargument wurde mit dem ersten Ölpreisschock 1974 erstmals eindrucksvoll, für den Einzelnen fühlbar veranschaulicht, was jedoch nicht dazu führte, dass die fossile Energie als Basis des modernen Wirtschaftslebens ganz grundsätzlich infrage gestellt worden wäre. Dabei war das entsprechende Problembewusstsein auch schon vor dem ersten Ölpreisschock durchaus vorhanden: Der Club of Rome thematisierte bereits 1972 in seiner aufsehenerregenden Publikation »Grenzen des Wachstums« die Problematik begrenzter Rohstoffe, insbesondere des Erdöls.

Das Klimaargument scheint nur langsam im öffentlichen Bewusstsein anzukommen, was wahrscheinlich mit der Komplexität der Thematik und dem schieren Ausmaß der Herausforderung zu tun hat. Zwar hat sich in der Wissenschaft ein weitgehender Konsens bezüglich der Grundzüge der Klimaproblematik gebildet, eine weltweite koordinierte politische Reaktion, die dem Ausmaß des Problems gerecht würde, lässt aber, wie das klägliche Scheitern des Kopenhagener Klimagipfels im Dezember 2009 zeigte, noch auf sich warten.

Indes geht die IEA in ihrem Referenzszenario (bei Projektion des heutigen Ist-Zustandes) von rapide steigenden energiebedingten CO<sub>2</sub>-Emissionen aus. Waren sie zwischen 1990 und 2007 von jährlich 20,9 Gt auf 28,8 Gt angestiegen, lägen sie demnach in 2020 bei 34,5 Gt und in 2030 40,2 Gt. Zum Vergleich: Um auch nur die Möglichkeit zu wahren, die Erderwärmung langfristig auf 2°C begrenzen zu können, darf der jährliche energiebedingte CO<sub>2</sub>-Ausstoß laut vom IPCC (2007) durchgerechneten Szenarien langfristig nicht über 5 Gt CO<sub>2</sub> liegen. Die im IEA-Referenzszenario zu erwartende Entwicklung der energiebedingten CO<sub>2</sub>-Emissionen hingegen wäre mit einem Anstieg der durchschnittlichen globalen Temperatur um 6°C verbunden. Bereits bei einem Anstieg bis zu 2°C rechnet das IPCC mit erheblichen Auswirkungen auf Mensch und Natur. Eine Erwärmung über diesen Grenzwert hinaus wird mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit zu irreversiblen Veränderungen des globalen Klimasystems mit unvorhersehbaren Folgen führen.

Was also tun? Erforderlich ist nichts weniger, als eine Energievolution. Die Art und Weise, wie wir Energie erzeugen und verbrauchen, muss sich grundlegend ändern: Weg von fossilen Brennstoffen hin zu erneuerbaren Energien und – ja auch – Atomkraft, Forcierung der Energieforschung, gezielte Förderung eines Strukturwandels. Dieser Wandel wird zwangsläufig mit enormen Kosten verbunden sein: Die im Energiesektor zwischen 2010 und 2030 benötigten zusätzlichen Investitionen schätzt die IEA (2009, 257) auf weltweit insgesamt 10,5 Billionen Dollar.<sup>2</sup>

Entscheidend ist zudem schnelles Handeln. Zum einen weil der CO<sub>2</sub>-Haushalt der Atmosphäre ein äußerst träges System ist: Die durchschnittliche Verweildauer des heute emit-

<sup>2</sup> Diese Zahl bezieht sich auf ein mit dem 2°C-Ziel kompatibles Szenario, das eine CO<sub>2</sub>-Konzentration in der Atmosphäre von 450 ppm unterstellt. Nahezu die Hälfte dieser Summe müsste für die Umrüstung des Verkehrssektors auf Elektro- und Hybridfahrzeuge bereitgestellt werden, 2,5 Billionen für den Bereich Gebäude, 1,7 Billionen für neue Kraftwerke, 1 Billion würde in der Industrie benötigt und 0,4 Billionen für die Erzeugung von Biotreibstoff.

tierten CO<sub>2</sub> in der Atmosphäre liegt bei 30 000–35 000 Jahren (vgl. Sinn 2008, 27). Aber auch die Infrastruktur, die es umzustellen gilt, ist durch die Lock-in-Effekte ein recht träges System. Energieinfrastruktur benötigt langlebige, sehr kostenintensive Investitionen. Die Lebensdauer eines Kohlekraftwerks beispielsweise liegt bei 40 bis 60 Jahren, so dass die heute gebauten Anlagen die Emissionen für eine ganze Generation festlegen.

Was sind nun die Handlungsoptionen? Im Folgenden seien nur einige konkrete Ansätze genannt.

Ein bereits kurzfristig verfügbares Instrument beispielsweise ist die Verbesserung der Energieeffizienz. Sie birgt erhebliche Energieeinsparpotentiale zu niedrigen oder gar negativen Kosten und kann zudem entscheidende Wettbewerbsvorteile bringen.

Von zentraler Bedeutung wäre die vollständige Internalisierung negativer externer Effekte der Verbrennung fossiler Energieträger, durch die diese teurer und damit weniger nachgefragt würden. Derzeit existiert kein – weltweit einheitlicher – Preis für CO<sub>2</sub>-Emissionen, sie sind für die Emittenten in der Regel nicht mit Kosten verbunden. Zwar wird ein Teil der CO<sub>2</sub>-Emissionen inzwischen durch den Emissionshandel erfasst. Eine vollständige Erfassung wäre wichtig und beispielsweise durch eine adäquate flächendeckende CO<sub>2</sub>-Steuer möglich.

Unverzichtbar ist natürlich eine gezielte Förderung erneuerbarer Energien. Allerdings sind integrative effiziente Konzepte gefragt. Einzelstaatliche Anstrengungen unter suboptimalen natürlichen Gegebenheiten, wie die umfangreiche Förderung der Photovoltaik in Deutschland, sind kein Beispiel einer zielführenden Initiative.

Die Förderung der CCS-Technologie ist wichtig, weil zumindest mittelfristig die fossilen Energieträger unverzichtbar sein werden. Weitere Forschung auf diesem Gebiet und die Schaffung eines funktionierenden regulativen Rahmens müssen wesentliche Schwerpunkte eines energiepolitischen Gesamtkonzeptes sein.

Wichtig wäre auch eine sachliche Debatte über die Atomkraft, ein insbesondere in Deutschland vor allem emotional diskutiertes Thema. In Deutschland scheiden sich die Geister an der Frage »Abschalten ja oder nein?«, an einen Bau neuer Atomkraftwerke ist hierzulande nicht zu denken. Interessanterweise ist dies im Rest der Welt grundsätzlich anders. In China waren Ende 2008 26 neue Kernkraftwerke entweder im Bau oder bis 2020 geplant. In Russland waren es 19, in Indien 16, in Südkorea und Südafrika jeweils 15 (vgl. BMWi 2010). Aber auch in Osteuropa ist die Atomkraft auf dem Vormarsch: in Bulgarien, der Slowakei und Tschechien werden nach derzeitiger Planung bis 2020 je-

weils zwei neue Atomkraftwerke ans Netz gehen (vgl. WirtschaftsWoche 2010). Wenngleich glühende Verfechter von Kernkraft außerhalb der Energieindustrie sicherlich rar gesät sind, müssen sich all jene, die die Kernkraft kategorisch ablehnen, fragen lassen, welche ernsthafte Alternative sie anzubieten haben. Erneuerbare Energien vermögen, so zentral sie für die Energiezukunft sind, den kurz- und mittelfristig bislang durch fossile Energieträger gedeckten Energiebedarf nicht zu decken. Kernenergie kann eine wichtige Brückentechnologie sein, bis ein Ersatz für fossile Energieträger und die Kernkraft gefunden ist. Die Kernkraft ist zu 98% CO<sub>2</sub>-frei, anders als derzeit in der Regel die erneuerbaren Energien grundlastfähig und liefert kostengünstigen Strom. Die ungelöste Frage der Endlagerung des Atom Mülls und die Angst vor Unfällen, die seit Tschernobyl die Diskussion über die Kernenergie prägt, sind nicht von der Hand zu weisen. Aber die derzeitige auf fossilen Brennstoffen basierende Energieversorgung ist mitnichten ungefährlich, wie nicht nur die aktuelle Ölpest im mexikanischen Golf oder Zehntausende jährlich tödlich verunglückter Kohlekumpeln allein in China zeigen. Die Ausrichtung auf fossile Energieversorgung, wie sie jetzt existiert, wird der Planet nicht mehr lange verkraften.

Unbedingt notwendig ist eine gezielte Förderung der Elektromobilität. Die IEA schätzt die zur Restrukturierung des Verkehrssektors im Zeitraum zwischen 2010 und 2030 notwendigen weltweiten Investitionen auf 4,75 Billionen Dollar (vgl. IEA 2009, 257). Der Verkehr wird heute fast ausschließlich mit Erdöl betrieben. Auf ihn entfallen 13% der anthropogenen Treibhausemissionen (vgl. IPCC 2007, 5). Bei wachsender Mobilität und zur Neige gehendem Erdöl führt kein Weg an einer baldigen kardinalen Umstellung der Energieversorgung des Verkehrs vorbei. In diesem Feld wird sich auch ein großes Stück der künftigen Wettbewerbsfähigkeit entscheiden. Einige Länder, darunter Deutschland und die USA, haben sich entschlossen, die Forschung auf diesem Gebiet stärker zu fördern. Auch China und Japan forschen intensiv auf dem Gebiet der Elektromobilität.

Generell kommt der Forschung eine Schlüsselrolle bei der Gestaltung der Energiezukunft zu. Es gibt eine ganze Reihe vielversprechender technologischer Ansätze, ob auf dem Gebiet der Biomasse zweiter und dritter Generation, intelligenter Straßen, die kinetische Energie in Strom umwandeln können, etc. Eine sehr vielversprechende Technologie ist die Kernfusion, eine Kernreaktion, bei der anders als bei der Kernspaltung zwei Atomkerne zu einem neuen Kern »verschmelzen«. In einem Kernfusionsreaktor könnten große Energiemengen erzeugt werden, wobei der benötigte Brennstoff (Wasserstoff) auf lange Sicht in fast beliebiger Menge zur Verfügung steht. Radioaktiver Abfall entsteht bei der Kernfusion in wesentlich geringerer Menge und mit niedrigeren Halbwertszeiten als bei der Kernspaltung.

Ausschlaggebend ist jedoch eine hinreichende Förderung der Energieforschung. Allerdings ist Europa hier nicht gerade führend. Die Europäische Kommission gab 2008 458 Mill. € für Energieforschung aus (etwa hälftig aufgeteilt auf nukleare und nichtnukleare Energieforschung).<sup>3</sup> Im Vergleich dazu betragen Japans Energieforschungsausgaben 2008 mit 2,6 Mrd. € mehr als ein Fünffaches der EU-Förderung. Japan war bis 2008 weltweit führend und wurde in punkto Energieforschungsausgaben 2008 erstmals von den USA überholt. In Deutschland wurden im selben Jahr rund 495 Mill. € für Energieforschung (105 Millionen davon für die Fusionsforschung und 265 Mill. € für Forschung im Bereich erneuerbare Energien) ausgegeben.<sup>4</sup> Im Vergleich dazu betrug die staatliche Förderung der nach dem EEG vergüteten Strommengen 2008 8,95 Mrd. €, davon rund 2,25 Mrd. € für die ökonomisch fragwürdige Förderung der Photovoltaik (vgl. BMU 2008; RWI 2010). Somit werden in Deutschland einerseits enorme Ressourcen in eine hierzu-land nicht wirklich aussichtsreiche Technologie investiert, während eine Technologie weitestgehend vernachlässigt wird, die die Lösung des globalen Energieproblems sein könnte.

Ein sehr bemerkenswertes Experiment, das ein Ansatz ganz anderer Dimension ist, findet gerade in diesen Tagen in Ecuador statt. Ecuador ist der zweitgrößte Erdölproduzent Südamerikas. Ein Drittel der Staatseinnahmen stammt aus der Ölproduktion, Rohöl ist das wichtigste Exportgut. Der Preis für den Ölreichtum sind allerdings immense Umweltschäden. Die Regierung Ecuadors führt daher derzeit Verhandlungen, mit dem Ziel, für das Belassen eines Teils (es wären 20%) seiner Erdölreserven im Boden rund 3,5 Mrd. Dollar für Entwicklungsinvestitionen zu erhalten (vgl. National Geography 2010). Würden die Verhandlungen zwischen Ecuador und einer Gruppe von Staaten – von denen die ecuadorianische Seite bislang nur Deutschland als Teilnehmer offiziell genannt hat – und möglicherweise auch internationalen Unternehmen zu einem erfolgreichen Ende geführt, wäre dies ein erstes und möglicherweise wegweisendes Experiment dieser Art.

Die Ausarbeitung eines schlüssigen energiepolitischen Konzeptes für die Zukunft ist in jedem Falle eine enorme Herausforderung, die keinen Aufschub duldet. Um mit einem Zitat von Tony Blair aus dem Jahr 2006 zu schließen:

»Unless we act now, not some time distant but now, ... the consequences, disastrous as they are, will be irreversible. So there is nothing more serious, more urgent or more demanding of leadership.«

<sup>3</sup> Die Ausgaben für Kernfusionsforschung waren dabei zwischen 1998 und 2008 um 44% gesunken (vgl. BMWi 2010).

<sup>4</sup> Bezieht sich auf Ausgaben des Bundes (vgl. BMWi 2010).

## Literatur

- Blair, T. (2006), »I would frankly, be reluctant to give up my holidays abroad«, 30. Oktober 2006, [www.guardian.co.uk/environment/2007/jan/09/travel-environmentalimpact.greenpolitics](http://www.guardian.co.uk/environment/2007/jan/09/travel-environmentalimpact.greenpolitics), aufgerufen am 17. November 2006.
- BMU, Bundesministerium für Umwelt, Naturschutz und Reaktorsicherheit (2008), »Erneuerbare Energien in Zahlen – Nationale und internationale Entwicklung, Stand: Juni 2009«, <http://www.erneuerbare-energien.de/inhalt/45948/2720/>, aufgerufen am 16. Juni 2010.
- BMWi, Bundesministerium für Wirtschaft und Technologie. (2010), »Energiedaten – nationale und internationale Entwicklung«, <http://www.bmw.de/BMWi/Navigation/Energie/energiestatistiken.html>, aufgerufen am 16. Juni 2010.
- IEA, International Energy Agency (2009), *World Energy Outlook 2009*, [http://www.worldenergyoutlook.org/docs/weo2009/WEO2009\\_es\\_english.pdf](http://www.worldenergyoutlook.org/docs/weo2009/WEO2009_es_english.pdf).
- IPCC, Intergovernmental Panel on Climate Change (2007), *Climate Change 2007: Synthesis Report, Summary for Policymakers*, [http://www.ipcc.ch/pdf/assessment-report/ar4/syr/ar4\\_syr\\_spm.pdf](http://www.ipcc.ch/pdf/assessment-report/ar4/syr/ar4_syr_spm.pdf), aufgerufen am 3. Mai 2010.
- National Geography (2010), »Ecuador Puts a Price Tag on Untapped Oil«, <http://news.nationalgeographic.com/news/2010/06/100610-energy-ecuador-untapped-oil/>, aufgerufen am 19. Juni 2010.
- RWI, Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (2010), *Die ökonomischen Wirkungen der Förderung Erneuerbarer Energien: Erfahrungen aus Deutschland*, <http://www.rwi-essen.de/forschung-und-beratung/umwelt-und-ressourcen/projekte/36/>, aufgerufen am 13. Mai 2010.
- Sinn, H.-W. (2008), *Das grüne Paradoxon – Plädoyer für eine illusionsfreie Klimapolitik*, Econ Verlag: Berlin.
- Weltbank (2010), »Alternative and nuclear energy (% of total energy use)«, <http://data.worldbank.org/indicator/EG.USE.COMM.CL.ZS>, aufgerufen am 14. Juni 2010.
- WirtschaftsWoche (2010), »Osteuropa steht vor Kernenergie-Boom«, <http://www.wiwo.de/unternehmen-maerkte/osteuropa-steht-vor-kernenergie-boom-271773/>, aufgerufen am 16. Juni 2010.

**ifo Institut für Wirtschaftsforschung**

**im Internet:**

**<http://www.cesifo-group.de>**

