



13 | 2016

69. Jg., 26.–28. KW, 14. Juli 2016

ifo Schnelldienst

Zur Diskussion gestellt

Gunther Schnabl, Georg Fahrenschoen, Markus Demary und Judith Niehues, Olaf Stotz, Hans-Peter Burghof

- Ursachen und Folgen der Niedrigzinsen: Enteignung der Sparer?

Kommentar

Daniel Hoffmann

- Erste Erkenntnisse zum ANFA-Abkommen

Forschungsergebnisse

Gabriel Felbermayr, Michele Battisti und Sybille Lehwald

- Einkommensungleichheit in Deutschland, Teil 1: Gibt es eine Trendumkehr?

Daten und Prognosen

Christian Grimme, Magnus Reif und Timo Wollmershäuser

- Die Auswirkungen des Brexit auf die deutsche Konjunktur 2016/2017

Katrin Oesingmann

- Arbeitsmigration aus Drittstaaten nach Deutschland

Stefan Sauer und Arno Städtler

- Starker Jahresauftakt: Investitionen und Leasing wachsen deutlich

Ludwig Dorffmeister und Matijas Kocijan

- Europäische Baunachfrage: Erholung schreitet voran

Im Blickpunkt

Jean-Victor Alipour

- Kurz zum Klima: Smart Grids und Smart Markets

Klaus Wohlrabe

- ifo Konjunkturtest Juni 2016

ifo Institut

Leibniz-Institut für Wirtschaftsforschung

an der Universität München e.V.

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

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

Redaktion: Dr. Marga Jennewein.

Redaktionskomitee: Prof. Dr. Clemens Fuest, Annette Marquardt, Prof. Dr. Chang Woon Nam.

Vertrieb: ifo Institut.

Erscheinungsweise: zweimal monatlich.

Bezugspreis jährlich:

Institutionen EUR 225,-

Einzelpersonen EUR 96,-

Studenten EUR 48,-

Preis des Einzelheftes: EUR 10,-

jeweils zuzüglich Versandkosten.

Layout: Pro Design.

Satz: ifo Institut.

Druck: Majer & Finckh, Stockdorf.

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):

nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

Zur Diskussion gestellt

Ursachen und Folgen der Niedrigzinsen: Enteignung der Sparer?

3

Die Europäische Zentralbank hat die Leitzinsen auf null gesenkt und verlangt von Banken inzwischen Negativzinsen für Gelder, die diese bei ihr parken. Die Welt des Geldes scheint aus den Fugen zu sein. Wer ist verantwortlich für die niedrigen Zinsen, und welche Folgen hat die Niedrigzinspolitik für Sparer und für Kunden von Versicherungen? Für *Gunther Schnabl*, Universität Leipzig, ist die Bilanz dieser Geldpolitik negativ: »wenig Wachstum und einschneidende Nebeneffekte«. So führe die Geldpolitik indirekt dazu, dass die von ihr verursachten Lasten des Krisenmanagements überproportional auf die junge Generation verschoben werden. *Georg Fahrenschon*, Deutscher Sparkassen- und Giroverband e.V., sieht große Kollateralschäden durch die Negativzinspolitik. Betroffen seien große Teile der deutschen Finanzdienstleister – Lebensversicherungen, Bausparkassen und Teile der Kreditwirtschaft. *Markus Demary* und *Judith Niehues*, Institut der deutschen Wirtschaft Köln, können aufgrund aktueller Haushaltsbefragungsdaten keinen Anstieg der Vermögensungleichheit seit der Niedrigzinsphase feststellen. *Olaf Stotz*, Frankfurt School of Finance & Management, verweist darauf, dass sich aufgrund des gesunkenen Zinsniveaus die Kosten der Altersvorsorge im Vergleich zu Anfang 2000 ungefähr verdoppelt haben. Hauptkostentreiber sei die Garantiekomponente, die bei niedrigen Zinsen sehr teuer sei. *Hans-Peter Burghof*, Universität Hohenheim, sieht zum einen heute eine permanente Kapitalvernichtung durch Sparen und zum anderen die Gefahr, dass die bisherige, für das deutsche Bankensystem kennzeichnende Vielfalt in Größe, Geschäftsmodell oder Rechtsform durch ein einheitliches Modell mit der Tendenz zur Monopolbildung ersetzt werden könnte.

Kommentar

Erste Erkenntnisse zum ANFA-Abkommen: ANFA ermöglicht Finanzierung von Bankenabwicklungen durch nationale Zentralbanken

19

Daniel Hoffmann

Anfang Februar 2016 veröffentlichte die EZB ein bis dato geheimes Abkommen namens ANFA. Das Abkommen über die Netto-Finanzanlagen ist ein privatrechtlicher Vertrag zwischen den 20 Mitgliedern des Eurosystems und legt diesen generelle Obergrenzen für ihre nicht geldpolitischen Bilanzaktivitäten auf. In seinem Kommentar legt *Daniel Hoffmann* nahe, dass das Abkommen den nationalen Zentralbanken erlaubt, Bankenabwicklungen zu finanzieren.

Forschungsergebnisse

Einkommensungleichheit in Deutschland, Teil 1: Gibt es eine Trendumkehr?

28

Gabriel Felbermayr, Michele Battisti und Sybille Lehwald

Eine Untersuchung des ifo Instituts zeigt, dass schon die Hartz-Reformen durch den Abbau der Arbeitslosigkeit zu einer Verringerung der Ungleichheit auf dem Arbeitsmarkt geführt haben. Selbst bei ausschließlicher Betrachtung der Beschäftigten zeigt sich eine deutliche Trendwende um das Jahr 2010. Die veränderte Dynamik ist vor allem auf ein Lohnwachstum im unteren Bereich der Lohnverteilung zurückzuführen. Auf Basis der aktuellen Daten zur Verteilung der Arbeitseinkommen lässt sich die Behauptung, Deutschland würde immer ungleicher, nicht aufrechterhalten.

Daten und Prognosen

Die Auswirkungen des britischen Votums für einen Brexit auf die deutsche Konjunktur 2016/17

38

Christian Grimme, Magnus Reif und Timo Wollmershäuser

Durch die Entscheidung des Brexit-Referendums wird die deutsche Wirtschaft in diesem und im nächsten Jahr zwar einen Dämpfer erhalten, allerdings werden die Wachstumseinbußen mit weniger als einem Zehntel Prozentpunkt im Jahr 2016 und mit bis zu zwei Zehntel Prozentpunkten im Jahr 2017 wohl eher gering ausfallen.

Arbeitsmigration aus Drittstaaten nach Deutschland – ein Überblick über das aktuelle System, Einwandererzahlen und Hauptherkunftsländer

44

Katrin Oesingmann

Die Förderung der Zuwanderung qualifizierter Arbeitskräfte aus dem Ausland gehört zu den Maßnahmen der westlichen Industrienationen zur Sicherung des Fachkräftebestandes. Bisher zeigt sich jedoch, dass sowohl Deutschland als auch die EU im Vergleich zu anderen Industrienationen insgesamt nicht sehr erfolgreich bei der Anwerbung von (hoch-)qualifizierten Migranten sind.

Starker Jahresauftakt: Investitionen und Leasing wachsen deutlich

49

Stefan Sauer und Arno Städtler

Der auf den Geschäftslagebeurteilungen der Leasinggesellschaften basierende Investitionsindikator, den das ifo Institut und der Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen gemeinsam ermitteln, signalisiert für das Jahr 2016 einen moderaten Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen einschließlich der sonstigen Anlagen von rund 3%, nach einem Plus von 5,2% im Vorjahr.

Europäische Baunachfrage: Erholung schreitet voran Ausgewählte Ergebnisse der EUROCONSTRUCT-Sommerkonferenz 2016

54

Ludwig Dorffmeister und Matijas Kocijan

Die Experten des EUROCONSTRUCT-Netzwerks gehen bei ihrer aktuellen Einschätzung des europäischen Bauvolumens von einem verstärkten Wachstum aus. So wird der Zuwachs der Bauleistungen in den drei Jahren bis 2018 insgesamt rund 8% betragen. Im Tiefbausektor dürfte die zukünftige Entwicklung leicht überdurchschnittlich ausfallen. Im Nichtwohnhochbau werden die Bauleistungen bis 2018 insgesamt um »lediglich« 7% zulegen. Die Wohnungsbauaktivitäten dürften im Prognosezeitraum insgesamt um etwa 8% ausgeweitet werden.

Im Blickpunkt

Kurz zum Klima: Smart Grids und Smart Markets – das Stromsystem der Zukunft

60

Jean-Victor Alipour

Der Beitrag befasst sich mit der Rolle, die »smarte« Technologien im Rahmen der Energiewende einnehmen können, vergleicht die Smart-Grid-Anwendungen einiger europäischer Länder und zeigt die Grenzen eines intelligenten Netzes auf.

ifo Konjunkturtest im Juni 2016 in Kürze: Der Aufschwung in Deutschland ist intakt

65

Klaus Wohlrabe

Der ifo Geschäftsklimaindex stieg im Juni. Die Unternehmer waren mit ihrer aktuellen Geschäftslage etwas zufriedener, und die Geschäftsaussichten für die kommenden Monate verbesserten sich sogar deutlich. Alle Antworten der Juni-Umfragen gingen allerdings vor der Abstimmung in Großbritannien ein.

Ursachen und Folgen der Niedrigzinsen: Enteignung der Sparer?

Die Europäische Zentralbank hat die Leitzinsen auf null gesenkt und verlangt von Banken inzwischen Negativzinsen für Gelder, die diese bei ihr parken. Die Welt des Geldes scheint aus den Fugen zu sein. Wer ist verantwortlich für die niedrigen Zinsen, und welche Folgen hat die Niedrigzinspolitik für Sparer und für Kunden von Versicherungen?

Die Bilanz der unkonventionellen Geldpolitik: Wenig Wachstum und einschneidende Nebeneffekte

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat am 10. März 2016 den Zinssatz für Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf das historische Tief von 0% gesenkt. Das Aufkaufprogramm von Wertpapieren (Staatspapiere und Unternehmensanleihen) wurde auf 1 740 Mrd. Euro bis März 2017 ausgeweitet. Viele verstehen diese außergewöhnlich expansive Geldpolitik als vorübergehend. Doch sie ist vielmehr die Fortsetzung einer asymmetrischen Geldpolitik, die seit Mitte der 1980er Jahre anhält: In Krisen haben die großen Zentralbanken (Federal Reserve, Bank von Japan, EZB) die Zinsen stärker gesenkt, als sie diese in der Erholung nach der Krise angehoben haben. Seitdem die Nullzinsgrenzen erreicht sind, ist das Volumen der Zentralbankbilanzen stark angewachsen.

Die kontinuierliche geldpolitische Expansion in den großen Industrieländern geht seit Mitte der 1980er Jahre mit einem Rückgang der Investitionen, sinkenden Produktivitätsgewinnen und schrumpfenden Wachstumsraten einher. Die Korrelation beider Trends scheint offensichtlich, aber die Richtung der Kausalität ist unklar. Zwingt das strukturelle Absinken von Investitionen und Wachstum die Zentralbanken zu immer neuen monetären Impulsen? Oder führen die strukturellen Zinssenkungen der Zentralbanken zum Rückgang von Produktivitätsgewinnen und Wachstum?

Weithin anerkannt erscheinen Hypothesen der säkularen Stagnation, die alternende Gesellschaften und einen strukturellen Rückgang der (Grenzleistungsfähigkeit) der Investitionen mit einem sinkenden re-

alen Zinsniveau in Verbindung bringen. John Maynard Keynes ging bereits in seiner General Theory (1936) davon aus, dass die Ersparnis fortan immer über den Investitionen liegen würde. Er argumentierte, dass mit steigendem Sachkapitalstock die zu erwartende Rendite von Investitionen strukturell abnehme. Geldkapital würde aber aufgrund einer Liquiditätspräferenz nur dann für Investitionen zur Verfügung gestellt, wenn die erwartete Rendite ausreichend hoch liege. Er sah die Welt in einer Liquiditätsfalle, in der die Zinsen immer nahe null liegen, deflationäre Tendenzen entstehen und nur eine Ausweitung der Staatsausgaben die Konjunktur beleben kann. Alvin Hansen (1939), der maßgeblich zur Verbreitung der Theorien von Keynes beitrug, war der Meinung, dass das hohe Wachstum der USA für immer vorbei sei, weil die wichtigsten Innovationen gemacht seien und das Bevölkerungswachstum zurückgehe.

Obwohl die Hypothese der säkularen Stagnation in der Nachkriegszeit durch das Wirtschaftswunder widerlegt wurde, ist sie heute zurück. Nach Larry Summers (2014) und Carl Christian von Weizsäcker (2014) reduzieren die Unternehmen ihre Investitionen, weil eine neue Art von »virtuellen Innovationen« nur noch geringe Investitionen in Sachkapital nötig machte. Gleichzeitig werde in den alternden Bevölkerungen der Industrieländer mehr für den Ruhestand gespart, so dass ein wachsendes Kapitalangebot auf eine sinkende Kapitalnachfrage treffe.

Der daraus resultierende Sparüberschuss lasse den realen Gleichgewichtszins sinken. Dies verleite die Geschäftsbanken dazu, mehr in den Finanzmärkten zu investieren, was Finanzmarktblasen begünstige. Die Zentralbanken werden unter diesen Annahmen zu Zinssenkungen gezwungen. Dieser Prozess wird nach Summers (2014) durch die fortschreitende Globalisierung verstärkt, die zur einer hö-



Gunther Schnabl*

* Prof. Dr. Gunther Schnabl leitet das Institut für Wirtschaftspolitik an der Universität Leipzig.

heren Ersparnisbildung aufgrund wachsender Einkommens- und Vermögensungleichheit beitrage.

Ob die Grundannahmen der säkularen Stagnationshypothese alle empirisch belegbar sind, ist fraglich. Insbesondere die Annahme, dass in alternden Gesellschaften die Haushalte mehr sparen, ist falsch. In allen großen Industrieländern sind die Sparquoten der Haushalte seit Mitte der 1980er Jahre im Trend stetig gefallen. In Japan, das am schnellsten altert, liegt die Sparquote der Haushalte inzwischen nahe null. Die österreichische Konjunkturtheorie kann erklären, warum als Krisentherapie gedachtes billiges Geld sowohl konjunkturelle Überhitzungen als auch eine lang anhaltende Stagnation bewirken kann (vgl. Hoffmann und Schnabl 2016).

Bereits Wicksell (1898) hatte argumentiert, dass das Absenken des Zinses unter einen »natürlichen Zins« (der ein Gleichgewicht zwischen Sparen und Investieren ohne Inflationsdruck repräsentiert) eine übermäßige Kreditschöpfung der Geschäftsbanken und damit einen nicht nachhaltigen Überinvestitionsboom nach sich zieht. Hayek (1929) brachte Abweichungen des von der Zentralbank gesetzten Zinses vom (langfristig konstanten) natürlichen Zins mit Verzerrungen in der Produktionsstruktur (Überinvestition) in Verbindung. Er war der Meinung, dass in den (goldenen) 1920er Jahren eine zu expansive Geldpolitik Ungleichgewichte in Güter- und Finanzmärkten ausgelöst hatte, die schließlich in die Weltwirtschaftskrise führten.

In Hayeks Überinvestitionstheorie lassen Zinssenkungen unter den natürlichen Zins die Investitionen über die Ersparnisse steigen. Erste Investitionen ziehen in einem kumulativen Prozess nach oben weitere Investitionen nach sich. Da im Aufschwung die Spareinlagen gering verzinst werden und die Gewinne der Unternehmen wachsen, steigt die Nachfrage nach Aktien. Der Überinvestitionsboom wird von einem Finanzmarktboom begleitet. Sind schließlich die freien Kapazitäten auf dem Arbeitsmarkt geräumt, dann steigen Löhne und Preise. Die Zentralbank muss den Zins erhöhen, um die Inflation unter Kontrolle zu halten. Investitionsprojekte, die bei geringen Leitzinsen noch rentabel erschienen, müssen bei höheren Zinsen abgebrochen werden. Die Blase auf dem Aktienmarkt platzt. Es kommt zur Krise.

Die österreichische Konjunkturtheorie liefert nicht nur einen Erklärungsansatz dafür, dass in den letzten zweieinhalb Dekaden geldpolitische Rettungsaktionen in Reaktion auf platzende Finanzmarktblasen neue Blasen nach sich gezogen haben. Denn das billige Geld ermunterte zu neuen Spekulationen. Sie kann auch erklären, warum die Geldschwemme der Zentralbanken in Reaktion auf platzende Blasen Investitionen, Wachstum und Produktivitätsgewinne lähmen kann. Denn die Krise ist in der österreichischen Konjunkturtheorie nicht nur mit sozialen Härten wie wachsender Arbeitslosigkeit verbunden, sie hat auch eine Reinigungsfunk-

tion. Schumpeter (1911) spricht von »schöpferischer Zerstörung«. Es werden Produktionsfaktoren freigesetzt, die für neue Investitionsprojekte zur Verfügung stehen. Fallende Löhne, Preise und Zinsen bilden die Voraussetzung für eine nachhaltige Erholung.

Hayek (1933, S. 20) argumentierte, dass der Versuch, die Krise mit einer erneuten Kreditexpansion zu bekämpfen, vergeblich ist: »*To combat the depression by a forced credit expansion is to attempt to cure the evil by the very means which brought it about; because we are suffering from a misdirection of production, we want to create further misdirection.*« Durch die erneute Kreditexpansion werden alte Investitionsprojekte mit niedriger Grenzleistungsfähigkeit am Leben erhalten und neue Investitionsprojekte mit niedriger oder sogar negativer Rendite angestoßen. Die Produktivitätsgewinne und das Wachstum werden gehemmt. Antizipieren die Unternehmen die anhaltende Stagnation, dann gehen die Investitionen zurück.

Die Transmission einer als Krisentherapie gedachten ultralockeren Geldpolitik hin zu sinkenden Investitionen, schrumpfenden Produktivitätsgewinnen und müdem Wachstum lässt sich am deutlichsten in Japan beobachten, wo die geldpolitisch befeuerte Blase auf den Aktien- und Immobilienmärkten bereits 1989 geplatzt ist. Seitdem versucht die Bank von Japan, mit Zinssenkungen gegen null und einem immer größeren Arsenal von unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen die Konjunktur wiederzubeleben. Leider vergeblich!

Eine wichtige Rolle für das Zusammenbrechen der Transmission von geldpolitischen Impulsen hin zu mehr Investitionen und Wachstum kommt dem Bankensektor zu. Die großzügige Liquiditätszufuhr der Bank von Japan hat die Geschäftsbanken von dem Zwang befreit, ihre Bilanzen von faulen Krediten zu bereinigen. Zombie-Banken, die ohne die billige Liquidität der Zentralbank kollabieren würden, finanzieren unabhängig von Renditeerwägungen Klein- und Mittelunternehmen, die auch ohne Streben nach Innovation und Effizienz auf die endlose Verlängerung von bestehenden Krediten hoffen können.

Die Großunternehmen reduzieren ihre Kreditnachfrage bei den Banken, weil die Niedrigzinspolitik ihre Fremdkapitalkosten schrumpft und über die Abwertung des Yen die Exporte florieren lässt. In beiden Fällen führen die nachsichtige Kreditvergabe bzw. die versteckten Subventionen dazu, dass die Produktivitätsgewinne nachlassen. Weil die ultralockere Geldpolitik Unternehmen systematisch subventioniert, findet der Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Ersparnis (Sparschwemme) im Unternehmens- und nicht im Haushaltssektor statt.

Während damit äußerst fraglich ist, ob die sehr expansiven Geldpolitiken das Wachstum nachhaltig beleben können,

steckt die Diskussion um deren unerwünschte Nebeneffekte noch in den Kinderschuhen. In Deutschland erregt die offensichtliche Enteignung der Sparer durch die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank die Gemüter. Bundesbankpräsident Weidmann hat daraufhin angemerkt, dass Menschen nicht nur Sparer, sondern auch Arbeiter, Steuerzahler und Kreditnehmer seien und als solche auch von dem niedrigen Zinsniveau profitierten. In der Tat standen in Deutschland seit 2008 entgangenen Zinserträgen auf Spareinlagen und Staatspapiere steigende Immobilien- und Aktienpreise sowie Reallohn- und Rentensteigerungen gegenüber.

Ob die ultralockere Geldpolitik für den Einzelnen verteilungsneutral ist, hängt von der Struktur seines Portfolios und seiner persönlichen Lohnentwicklung ab. Geht man davon aus, dass risikoarme Spareinlagen überproportional von den unteren und mittleren Einkommenschichten sowie Aktien und Immobilien überwiegend von der oberen Einkommenschicht gehalten werden, dann hat die ultralockere Geldpolitik gesellschaftlich unerwünschte Umverteilungseffekte – nämlich von unten nach oben.

Zudem muss über die Verteilungswirkungen von geldpolitisch getriebenen Boom- und Krisen-Phasen über unterschiedliche reale Lohnentwicklungen nachgedacht werden. Es war in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten, dass im Verlauf von geldpolitisch befeuerten spekulativen Finanzmarkt euphorien die realen Löhne stark gestiegen sind. Am meisten profitierte in der Regel der Finanzsektor, wo im spekulativen Aufschwung die sprudelnden Gewinne in Form von himmlischen Boni bevorzugt an einige wenige Privilegierte ausgeschüttet wurden.

Der Staat profitierte in diesen Boomphasen von florierenden Steuereinnahmen, was die Regierungen zu höheren Vergütungen ihrer Beamten und Angestellten, zum Ausbau der sozialen Sicherungssysteme und allen möglichen anderen Ausgaben verleitete. Derzeit finden sich in Deutschland, wo die Geldpolitik der EZB den steilen Anstieg der Immobilienpreise (in den Ballungszentren) sowie über den Wechselkurs einen Exportboom befeuert, fast täglich neue Beispiele für solche »finanzpolitischen Flitterwochen« (Schwarze Null trotz stark steigender Ausgaben.). Steigen die Löhne im Finanz- und öffentlichen Sektor, dann können sich auch die Unternehmen nicht entsprechenden Reallohnerhöhungen verweigern.

Platzen jedoch die Blasen, sinken oder stagnieren aus zwei Gründen die Reallöhne. Erstens gehen die Gewinne von Finanzinstituten und Unternehmen stark zurück. Beim Staat brechen die Steuereinnahmen ein; kostspielige Rettungsaktionen für marode Finanzinstitute lassen die Staatsverschuldung steigen. Dies zwingt zum Sparen bei den Löhnen. Zweitens kommen die Rettungsaktionen in Form von

unkonventionellen Geldpolitiken zwar großen Subventionen für den Finanzsektor gleich. (Weshalb dort in der Krise die Vergütungen oft weniger stark fallen als in anderen Sektoren.) Doch grundsätzlich wirken die geldpolitischen Krisentherapien lähmend auf die Produktivitätsgewinne (siehe oben), die die Grundlage für reale Lohnerhöhungen sind. Japan seit 1998, Griechenland, Spanien, Irland, Island und die baltischen Staaten nach 2007/08 sowie Deutschland nach dem Wiedervereinigungsboom sind wichtige Beispiele für fallende oder stagnierende Reallöhne in der schlechenden Krise.

Schließlich werden die Lasten der Strukturkrisen nicht gleichmäßig verteilt. Genießen die bestehenden Verträge – insbesondere im Arbeitsrecht – eine rechtliche Sicherheit, dann müssen die Kosten des Krisenmanagements überproportional auf die Einsteiger ins Erwerbsleben verschoben werden. Das sind vor allem die jungen und die ehemals arbeitslosen Menschen. Das Lohnniveau und die versprochene soziale Sicherung liegen niedriger als bei den Generationen, die noch einige Jahre vorher ins Erwerbsleben eingetreten sind. Für immer größere Anteile der (insbesondere jungen) Menschen werden vergleichsweise schlecht bezahlte, oft prekäre Arbeitsverhältnisse zur Realität.

Die Politik hat die unerwünschten Nebeneffekte der ultralockeren Geldpolitik indirekt dadurch anerkannt, dass sie versucht, diese wegzuregulieren: Ein dichteres Netz von Finanzmarktregulierungen und -aufsichten, Mindestlöhne, Mietpreisbremsen, strengere Richtlinien bei der Vergabe von Immobilienkrediten, ein Wissenschaftsvertragszeitgesetz etc. sind die Folge. Diese zusätzlichen Regulierungen mögen zwar dem einen oder anderen Schutz vor den Folgen der geldpolitischen Krisentherapie gewähren, sie erhöhen aber auch den bürokratischen Aufwand für alle Beteiligten am Wirtschaftsleben. Das dichtere Regulierungsnetz trägt damit das seine zu geringeren Produktivitätsgewinnen und lahmen Wachstum bei.

Fazit

Einerseits sind positive Wachstumseffekte der sehr expansiven Geldpolitiken auf die lange Frist mehr als zweifelhaft, andererseits sind deren nicht-intendierten Nebeneffekte einschneidend. Die Geldpolitik führt indirekt dazu, dass die von ihr verursachten Lasten des Krisenmanagements überproportional auf die junge Generation verschoben werden. Wenn eingetrübte Einkommensperspektiven, weniger soziale Sicherheit und steigende Immobilienpreise dazu beitragen, dass die Familienplanung zeitlich verschoben wird, sinken die Geburtenraten. In diesem Fall wären selbst die alternden Gesellschaften nicht mehr völlig exogen, sondern auch das Ergebnis wirtschaftspolitischer Fehler.

Auf jeden Fall sehen sich – nicht zuletzt aufgrund der negativen Wachstums- und Umverteilungseffekte der Geldpolitiken – weltweit eine wachsende Anzahl von Menschen als Verlierer. Dies trägt in vielen Ländern zu einer wachsenden politischen Polarisierung bei, die den Wohlstand aller gefährdet. Um diesem Prozess Einhalt zu gebieten, ist eine ernsthafte und umfassende Diskussion über die weitreichenden Nebeneffekte der ultralockeren Geldpolitik dringlich.

Literatur

Hansen, A. (1939), »Economic Progress and Declining Population Growth«, *American Economic Review* 29(1), 1–15.

Hayek, F.A. von (1929), *Geldtheorie und Konjunkturtheorie*, Reprint, Philosophia Verlag, Salzburg.

Hayek, F.A. von (1933), *Monetary Theory and the Trade Cycle*, Sentry Press, New York.

Hoffmann A. und G. Schnabl (2016), »The Adverse Effects of Unconventional Monetary Policy«, CESifo Working Paper No. 5754.

Keynes, J.M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest, and Money*, Macmillan, London.

Summers, L. (2014), »U.S. Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound«, *Business Economics* 49(2), 65–73.

Schumpeter, J (1911), *The Theory of Economic Development*, Harvard University Press, Cambridge, Mass.

Weizsäcker, C.Chr. von (2014), »Public Debt and Price Stability«, *German Economic Review* 15(1), 42–61.

Wicksell, K. (1898), *Geldzins und Güterpreise*, Reprint, FinanzBuch Verlag, München.



Georg Fahrenschon*

Geldpolitik wirkt nicht mehr

Einheitliche Geldpolitik in einem gemeinsamen Währungsraum ist keine leichte Übung. Schon das Hauptziel der Steuerung des Preisniveaus ist in einem inhomogenen Ländersample schwierig zu verfolgen, erst recht in Krisenserien wie in den letzten Jahren. Aber gerade in einem solchen komplexen Umfeld müssen auch Risiken und Nebenwirkungen bedacht werden. Daran muss sich die Geldpolitik ebenfalls messen lassen. Und zu diesen Effekten gehören auch Verteilungswirkungen. Mit der Vielzahl ihrer neuen, unkonventionellen Instrumente und ihrer aktivistischen Ausrichtung ist die Europäische Zentralbank zudem an die institutionellen und rechtlichen Grenzen der Geldpolitik geraten.

Die EZB hat die Niedrigzinsphase 2008 eingeläutet und bis heute immer weiter vertieft, um gegen eine ausgeprägte Wachstumsschwäche und eine sehr niedrige Inflation vorzugehen. Sie ist damit in der ersten Phase einem weltweiten Trend gefolgt. Alle Industrieländer sind unmittelbar nach der Finanzkrise ähnlich vorgegangen. Es hätte große Verwerfungen produziert, wenn sich der Euroraum völlig anders positioniert hätte. Und sicher brauchte die Wirtschaftsentwicklung in manchen Phasen auch die stützende Hand der Geldpolitik. Im akuten Krisenmodus war manches nötig.

Aber das darf kein Dauerzustand sein. Es stellt sich zunehmend die Frage, wie weit man die gegenwärtigen geldpolitischen Interventionen treiben kann und sollte. Dieses geldpolitische Setting muss zeitlich begrenzt bleiben.

Rein technisch ist diese Geldpolitik erstaunlich weit in bisher unbekanntes Gelände vorgedrungen. Negative (Nominal-) Zinsen hätten vor einigen Jahren fast alle Ökonomen, Politiker und Marktteilnehmer für schlicht unmöglich gehalten.

Bei den Negativzinsen ist die EZB ein Vorreiter gewesen, zumindest unter den großen Notenbanken. Mit echten Ne-

* Georg Fahrenschon ist Präsident des Deutschen Sparkassen- und Giroverbands e.V.

gativzinsen hatten zuvor nur die Notenbanken kleiner Länder wie der Schweiz, Dänemark oder Schweden experimentiert. Aber das sind Länder, die Wechselkursziele verfolgen und ihre Währung gegen überbordenden Aufwertungsdruck verteidigen mussten. Ein vergleichbarer Aufwertungsdruck drohte dem Euro in seinem großen Währungsgebiet zu keinem Zeitpunkt.

Kurzfristig ist dies vielleicht sogar ein Verdienst der Existenz der Gemeinschaftswährung: Es ist in den Krisen der letzten Jahre zumindest nicht zu Wechselkursturbulenzen im Binnenmarkt gekommen. Aber um welchen Preis?

Denn stattdessen haben wir leider andere Krisen erlebt: Staatsschuldenkrise, Bankenkrise, Rezessionen und gesellschaftliche Unruhe durch verbreitete Arbeitslosigkeit. Hier konnten die festen Wechselkurse im Euroraum dann kein Ventil mehr bieten, um divergente Entwicklungen auszugleichen. Vielleicht hat sogar die Aussicht auf die zentrale Geldpolitik als unwiderruflichen Anker die Bildung der Krisenursachen lange befeuert. Und jetzt erleichtert die Geldpolitik der EZB ein »Weiter so« in den Ländern, die Reformen und Konsolidierung dringend benötigen würden.

Wahres Motiv der EZB ist der Erhalt der Währungsunion

Inzwischen ist es Teil der Aktivitäten oder gar Hauptmotiv der EZB-Geldpolitik geworden, die Spannungen in den Staatshaushalten, den Bankensystemen und den Realwirtschaften des Euroraums und die daraus resultierenden Krisen in Schach zu halten. Dafür werden immer mehr Instrumente mobilisiert.

Enger an ihrem Hauptziel der Preisniveaustabilisierung argumentiert, führt die EZB selbst in den letzten Jahren Deflationsgefahren als das entscheidende Motiv ihrer extremen Politik an. Das ist aber ein überzogenes Argument.

Die Inflationsraten verharren tatsächlich schon seit einigen Jahren nahe der Nulllinie – mal knapp darüber, mal knapp darunter. Aber eine schwache Preisentwicklung ist zum Teil lediglich ein Zeichen der strukturbedingten Wirtschaftslage in den Krisenländern. Sie müssen auch ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit wiederherstellen.

Und der Großteil der aktuellen Preisentwicklung ist dem Ölpreis geschuldet. Dieser Effekt ist aber zeitlich endlich und könnte sich sogar umkehren. Nur wenn wirklich massive Deflationsgefahren herrschten, wären solch verzweifelte Maßnahmen wie Negativzinsen und Quantitative Easing gerechtfertigt. Dies ist aber nicht der Fall.

Aber unabhängig davon, wo man die Motive für das extreme Handeln der EZB verortet: Ist diese Politik denn wenigstens wirksam für die angestrebte Nachfrage- und Preisbelebung?

Bisher hat die Negativzinspolitik jedenfalls keinen Investitionsboom im Euroraum ausgelöst. Das anhaltende De-Leveraging in den Krisenländern wirkt dem entgegen. Wo immer noch die Bilanzrelationen repariert werden (müssen), sind der Wille und die Möglichkeit zu neuer Schuldenexpansion schlicht nicht gegeben.

In Deutschland haben wir ein robustes Wachstum und eine hervorragende Entwicklung des Arbeitsmarktes. Aber nicht wegen der expansiven Geldpolitik, sondern wegen zuvor geschaffener Grundlagen mit gesunden Strukturen und Wettbewerbsfähigkeit.

Und auch hierzulande haben die Niedrig- und Negativzinsen die Sachkapitalbildung nicht wirklich angeschoben, obwohl in Deutschland keine vorangegangenen Übertreibungen zu korrigieren sind. Nur das, was aus Kapazitätserwägungen unbedingt geboten und betriebswirtschaftlich unzweifelhaft sinnvoll ist, wird verwirklicht. Bei darüber hinaus möglichen Chancen wird dagegen gezögert. Hemmungsfaktoren mögen in wirtschaftspolitischen Unsicherheiten oder demographischen Erwägungen – wie dem drohenden Fachkräftemangel – liegen. Der Finanzierungsaspekt steht mehr Investitionen hingegen nicht im Wege. Die Investitionen reagieren in dem längst erreichten Umfeld der Null einfach nicht mehr auf weitere Zinssenkungen.

Sichtbar wird stattdessen der durch Niedrig- und Negativzinsen ausgelöste Anlagenotstand vieler Sparer und Investoren. Am Aktienmarkt und Immobilienmarkt können dadurch Spekulationsblasen entstehen. Sie wären Ausdruck von fehlgeleiteten Investitionen. Es droht das Entstehen potenzieller Investitionsruinen, die nur verlockend erschienen, weil Kredit eine – zu lange – Phase keinen Preis mehr hatte.

Andere Politikfelder wären gefordert

Die Geldpolitik ist gemessen an ihren eigentlichen Zielen nicht mehr wirksam. Vielmehr sind nun andere wirtschaftspolitische Akteure gefordert. Eine stärkere Erholungs- und Beschäftigungsdynamik in den Südländern des Euroraums lässt sich nur durch eine wachstumsfreundliche Wirtschaftspolitik und vor allem dringend nötige beherrzte Strukturreformen erreichen. Diese Maßnahmen sind im Kontext der Währungsunion schmerzhaft, aber unausweichlich.

Für die Lösung der Krise in Europa sind andere Instrumente als das Breitschwert des Zinsniveaus und der Notenbankbilanz gefragt. Hier schadet die Geldpolitik sogar, wenn sie den anderen Politikfeldern immer wieder Zeit kauft und den

Handlungsdruck reduziert. Denn so nimmt sie die Anreize für entschlosseneres Handeln.

Gleichzeitig fährt die EZB mit ihrer geldpolitischen Ausrichtung ein hohes Risiko. Sie begibt sich in immer stärkere Abhängigkeiten. Zum Beispiel wird sie durch die Ankäufe von Staatsanleihen zum größten Gläubiger ihrer Mitglieder. Hier verwischen die Grenzen zwischen Geldpolitik und Staatsfinanzierung. Das war eigentlich nach den vereinbarten Spielregeln der Währungsunion aus gutem Grund verboten. Diese guten Regeln sind nun leider faktisch dahin. Es ist außerdem kaum vorstellbar, wie die umfangreichen Positionen an aufgekauften Staatsschulden in der Zukunft wieder abgebaut werden können. Damit steht in Frage, wie die EZB wirklich wieder Unabhängigkeit erreichen will.

Aktuell richtet die Negativzinspolitik große Kollateralschäden an. Auf die problematischen Verteilungswirkungen ist schon oft hingewiesen worden. Sie bereiten Probleme bei der privaten Altersvorsorge, bei betrieblichen Rentenzusagen, bei Stiftungen. Große Teile der deutschen Finanzdienstleister – Lebensversicherungen, Bausparkassen, Teile der Kreditwirtschaft – sind betroffen. Ganze Branchen werden vor massive Herausforderungen gestellt und/oder in ungewollte oder im schlimmsten Fall unbeherrschbare Risiken getrieben. Teilweise werden sie völlig ihres Geschäftsmodells beraubt. Und auch das zu Recht oft zitierte Beispiel Japans zeigt, dass ein anhaltendes Niedrigzinsumfeld die Sparkultur zerstört und damit wichtige Wachstumsgrundlagen vernichtet.

Verteilungseffekte werden nicht als fair empfunden

»Enteignung« ist ein hartes Wort für diese Vorgänge. Natürlich enteignet die EZB nicht im rechtlichen Sinne. An manchen Stellen drohen die vermehrt angedachten Stützungs- und Transfermechanismen in Europa zwar Eigentumsansprüche zu vermengen. In diesem Zusammenhang kann die Initiative für eine vergemeinschaftete Einlagensicherung genannt werden. Doch an diesen Zusammenhängen ist nicht in erster Linie die EZB beteiligt. Im Kern ist die Eigentumsordnung in Europa für Sach- und Geldvermögensbestände weiterhin intakt.

Warum wird dann zugespitzt dennoch von »Enteignung« gesprochen? Zumindest ist die »Ertragsseite« von Kapital unter Druck. Und dabei ist tatsächlich maßgeblich die Geldpolitik wirksam. Natürlich gibt es in einer Marktwirtschaft keinen unkonditionierten Anspruch auf Kapitalertrag. Es gibt auch keinen selbstverständlichen Mindestzins. Er muss aus der Realwirtschaft verdient sein. Und hier sind in der Tat aktuell die Potenziale gedrückt. Man soll nicht über Marktpreise klagen.

Aber die Marktprozesse, die den Zins drücken, sind eben nur die halbe Wahrheit. Sie sind aktuell von den geldpolitischen Interventionen maßgeblich verzerrt. Die Geldpolitik konfrontiert weite Kreise der Gesellschaft eben doch mit »Preisen«, die weitgehend keine marktbestimmten Preise mehr sind.

Mit Ihren Ankäufen unter dem Quantitative Easing (QE) setzt die EZB auch die Renditen am Kapitalmarkt praktisch direkt fest. Die alte theoretische, durchaus sinnvolle Arbeitsteilung, dass die Geldpolitik am Geldmarkt agiert, aber die lange Frist den realwirtschaftlichen Kräften am Kapitalmarkt überlässt, gilt längst nicht mehr. Diese Arbeitsteilung wurde auch im Euroraum häppchenweise schon seit 2011 mit Forward Guidance und Langfristtendern immer mehr aufgeweicht. Mit QE ist der Vorrang des Kapital-»Marktes« endgültig dahin. Und nun teilt die EZB mit dem selektiven Kauf von Unternehmenanleihen Kapital de facto sogar einzelnen Akteuren direkt zu.

Hier darf man Zweifel hegen, ob das noch Geldpolitik ist, ob es in unsere Wirtschaftsordnung passt und ob dieses Handeln noch vom Mandat der EZB gedeckt ist.

Rechtlich lassen sich hier schwer Grenzen ziehen. Gegenstand der verfassungsrechtlichen Überprüfungen war zwar bisher nicht das aktuelle QE, sondern das hypothetisch gebliebene frühere OMT-Programm. Dennoch geben diese Urteile natürlich die Richtschnur vor.

Das Bundesverfassungsgericht in seinem jüngsten Urteil vom Juni 2016 und zuvor noch deutlicher der Europäische Gerichtshof gewähren der EZB einen recht weit reichenden Spielraum. Im Falle des Bundesverfassungsgericht war dies nicht unbedingt Ausfluss wirklich inhaltlicher Überzeugung, als vielmehr der Abwägung geschuldet, nicht im europäischen politischen und rechtlichen institutionellen Gefüge noch eine zusätzliche Verfassungskrise heraufzubeschwören. Letztlich ist somit nicht zu erwarten, dass die Judikative der Geldpolitik in irgendeiner ernstesten Weise in den Arm fällt.

Umso mehr muss gesellschaftliche Wachsamkeit für die Einhaltung des Mandats und die Setzung von Grenzen sorgen. Kritische Stimmen von Marktakteuren und gesellschaftlichen Gruppen nehmen zu. Und auch die EZB selbst scheint allmählich zumindest nachdenklicher zu werden, ob immer Mehr wirklich immer mehr hilft.

Liquidität bleibt ohne hilfreiche Wirkung

Die mit den Assetkäufen geschaffene Überschussliquidität braucht heute niemand. Anders als in den Krisenjahren 2008 bis 2010, als der Interbankenmarkt deutlich klemmte, wird

die Flut an Zentralbankgeld jetzt immer mehr zur Belastung für das Bankensystem. Dennoch wird das Ankaufprogramm der EZB weiter fortgesetzt und ausgeweitet.

Angeblich soll die Überschussliquidität die Kreditvergabe ankurbeln. Aber sie tut es nicht. Die leichte Belebung, die wir inzwischen auch in einigen Südländern sehen, wäre ohnehin gekommen. Es ist ein theoretischer Trugschluss, dass das geschaffene Zentralbankgeld im Bankensystem überhaupt durch Kreditvergabe abbauend verarbeitet werden könnte. Stattdessen werden gerade realwirtschaftlich ausgerichtete Kreditinstitute in eine Sackgasse getrieben. Und immer mehr Märkte werden von verzerrenden und verdrängenden Interventionen der Notenbank erfasst. Eine solche Geldpolitik kann nicht richtig sein.

Entscheidend ist es jetzt, dass die Geldpolitik so bald wie möglich die Kraft findet, ihren Kurs zu korrigieren. Der Negativzins darf nicht noch weiter vertieft werden, sondern muss allmählich zumindest in Richtung null geführt werden. In den nächsten Monaten werden durch Basiseffekte beim Ölpreis absehbar die Inflationsraten steigen. Die problematischen, von jetzt an auch bei Unternehmensanleihen die Märkte verzerrenden Assetkäufe könnten und sollten dann auch schon vor dem März 2017 langsam auslaufen.

Bis heute sind die Inflationstendenzen sehr moderat. Aber der Preisdruck wird wieder aufkommen. Diese Entwicklung wird umso unbändiger, je mehr vorher expansiv Anlauf genommen wurde. Dann kann und muss die EZB beweisen, dass sie es ernst meint mit ihrem Preisniveaueziel. Der Lackmustest wird sein, ob ihr durch rechtzeitiges Umsteuern die Begrenzung einer nach oben überschießenden Inflation gelingt.

Eine Normalisierung und Neuausrichtung der Politik der EZB darf nicht allein mit Rücksicht auf die öffentlichen Haushalte in einzelnen Ländern immer weiter aufgeschoben werden. Ein zu langes Abwarten würde den langfristig wirkenden Nebeneffekten der aktuellen Geldpolitik nicht gerecht.

Eine Kurskorrektur wäre für die EZB kein Eingeständnis von Schwäche. Es wäre ein Zeichen der Stärke. Die Märkte würden es auch als solches verstehen.



Markus Demary*



Judith Niehues*

Kein Anstieg der Vermögensungleichheit seit der Niedrigzinsphase

Niedrige Zinsen, dafür steigende Immobilienpreise und boomende Aktienmärkte – der Einfluss der Niedrigzinspolitik auf die Verteilung der Vermögen scheint eindeutig, da Immobilien und Aktien meist in den Händen der Wohlhabenden liegen und das Sparbuch der Geringverdiener und Mittelschicht keinen Ertrag mehr abwirft. Auch wenn langfristig der Effekt auf die Vermögensungleichheit aufgrund möglicher Stabilisierungseffekte nicht klar sei, erwarten die meisten Untersuchungen kurzfristig einen Anstieg der Vermögensungleichheit (vgl. Bernoth, König und Beckers 2016; Claeys et al. 2015). Wie aktuelle Haushaltsbefragungsdaten allerdings zeigen: Zwischen 2010 und 2014 – also in einer Zeit, als die Effekte der Niedrigzinsphase deutlich hervortraten – hat sich die Höhe der Vermögensungleichheit praktisch nicht verändert. Ein genauer Blick auf die Zusammensetzung der Vermögen (vgl. Demary und Niehues 2015) und die Simulation des Einflusses bestimmter Vermögensbestandteile auf die Ungleichheit ließ dies allerdings auch gar nicht erwarten.

Sinkende Zinsen: Ein neues Phänomen?

Nominale Zinsen sanken seit der Hochzinsphase der 1970er Jahre in den meisten Industrieländern. Zu dieser Zeit waren die nominalen Zinsen aufgrund hoher Inflationsraten hoch, während die Realzinsen niedrig und zeitweise sogar negativ waren. In den 1980er Jahren führten die meisten Zentralbanken eine anti-inflationäre Geldpolitik durch, so dass die Inflationsraten sowie die nominalen Zinsen sanken und die realen Zinsen stiegen. In den 1990er Jahren waren die Inflationsraten weitestgehend stabil, aber nominale und reale Zinsen sanken weiter. Auf die Finanzmarktkrise im Jahr 2008 reagierten die großen Zentralbanken mit

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

** Dr. Judith Niehues ist Leiterin der Forschungsgruppe Mikrodaten beim Institut der deutschen Wirtschaft Köln e.V.

Leitzinssenkungen hin zu nahe 0%. Für die Leitzinsen liegt seitdem praktisch eine Zinsbindung vor. Niedrige Leitzinsen und großangelegte Kaufprogramme für Staatsanleihen und öffentliche Anleihen (Quantitative Easing) haben zu sehr niedrigen und auch negativen Anleiherenditen geführt. Die Rendite auf Bundesanleihen ist aktuell bis zu einer Laufzeit von acht Jahren negativ, und die japanischen Staatsanleihen rentieren bis zu einer Laufzeit von zehn Jahren ebenfalls negativ. Es ist nicht damit zu rechnen, dass die nominalen Zinsen so bald wieder zu ihren historischen Mittelwerten zurückkehren werden.

Die Niedrigzinsphase ging zuletzt mit einer Phase boomender Vermögenspreise einher. Die durchschnittliche Rendite auf den DAX lag im letzten Jahr bei über 14%. Auch die Immobilienpreise stiegen an. Niedrige Zinsen und boomende Vermögenspreise können dabei vielfältige Auswirkungen auf die Wertentwicklung der Vermögen der Haushalte haben.

Theoretische Wirkungskanäle der Geldpolitik auf die Vermögensverteilung

Häufig wird an der Niedrigzinspolitik kritisiert, dass diese die Vermögensungleichheit in der Bevölkerung erhöhe. Für die Wirkung der Geldpolitik auf die Verteilung der Vermögen der Bevölkerung sind die folgenden beiden Transmissionskanäle relevant (vgl. Coibion et al. 2012):

- Der Portfolio-Channel: Dieser Wirkungskanal unterstellt eine unterschiedliche Portfoliozusammensetzung der Vermögen von vermögensarmen und vermögensreichen Haushalten. Demnach werden vermögensärmere Haushalte einen größeren Anteil ihres Vermögens in Form von Bankeinlagen und vermögensreichere Haushalte einen größeren Teil ihres Vermögens in Aktien oder Immobilien halten. Eine Phase sinkender Zinsen und boomender Vermögenspreise würde zu einem Rückgang der Wertsteigerungen bei Bankeinlagen und einer Zunahme der Wertsteigerung bei Aktien und Immobilien führen und damit die Vermögensungleichheit vergrößern.
- Der Savings-Redistribution-Channel: Dieser Wirkungskanal unterstellt, dass sich vermögensarme und vermögensreiche Haushalte durch eine unterschiedliche Höhe ihrer verzinslichen Guthaben und ihrer Schulden unterscheiden. Jüngere Haushalte, die gerade eine Immobilie erworben haben, werden tendenziell über mehr Hypothekenschulden verfügen als ältere Haushalte, die ihre Immobilienkredite bereits getilgt haben. Zudem wird unterstellt, dass jüngere Haushalte über weniger verzinsliches Vermögen als ältere

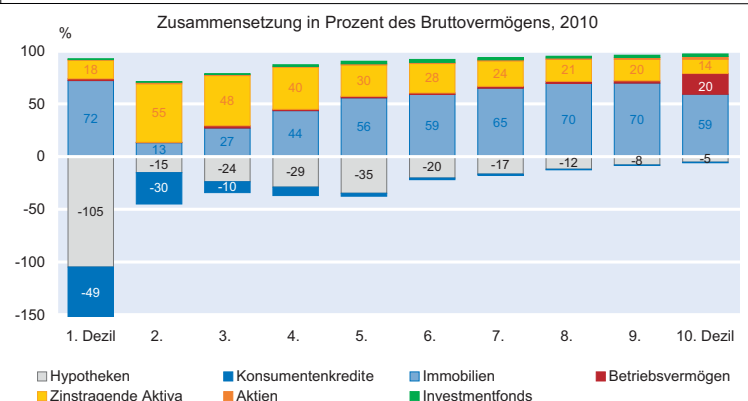
Haushalte verfügen. Deshalb wird eine Zinssenkung bei den weniger vermögenden Haushalten zu einem größeren Rückgang der Zinsaufwendungen führen, der den Rückgang der Zinseinnahmen überkompensiert. Über die Reinvestition dieser Differenz würde sich die Vermögensungleichheit ceteris paribus vermindern.

Zusammensetzung der Vermögen

Eine Analyse der Portfoliostruktur der Haushalte nach den Dezilen des Nettovermögens auf Basis der Daten des Household Finance and Consumption Survey (HFCS) der Europäischen Zentralbank bestätigt die empirische Evidenz für den Portfolio-Channel nur über verzinsliche Guthaben, nicht aber über Aktien und Immobilien (vgl. Abb. 1). Zwar steigt der Aktienanteil mit zunehmender Höhe des Vermögens leicht an, aber die Bedeutung von Aktien im Portfolio der Deutschen ist mit durchschnittlich rund 2% insgesamt sehr gering. Entgegen der weitläufigen Erwartung gilt dieser Befund auch für die Reichen: Bei den vermögensreichsten 10% beträgt der Aktienanteil nur 2,6% des gesamten Vermögens und selbst das reichste 1% hält nach Maßgabe der Befragungsergebnisse des HFCS nur 3% seines Vermögens in Form von Aktien (vgl. Demary und Niehues 2015). Aufgrund der geringen Bedeutung wird eine Änderung der Aktienkurse kaum einen Einfluss auf die Ungleichheit der Vermögensverteilung entfalten, wie eine Simulation der Änderung des Gini-Koeffizienten bei einer isolierten Erhöhung der Aktienkurse zeigt. Selbst wenn Investmentfonds und Aktien gemeinsam betrachtet werden, würde eine Wertsteigerung dieser Vermögenswerte um 10% ceteris paribus nur zu einem kaum messbaren Anstieg der Vermögensungleichheit um 0,1% führen.

Auch beim Immobilienbesitz führt ein Preisanstieg über den Portfolio-Channel nicht zu mehr Ungleichheit. Zwar steigt die Bedeutung des Immobilienbesitzes vom 2. bis zum

Abb. 1
Vermögen und Schulden nach Dezilen des Nettovermögens



Differenz zu 100 Prozent: Wertgegenstände und Fahrzeuge.
Quelle: Demary und Niehues (2015) auf Basis des HFCS.

9. Vermögenszehntel kontinuierlich an, allerdings ist mit 72,2% die relative Bedeutung im untersten Vermögenszehntel am höchsten. Dieser Effekt geht auf einige überschuldete Immobilienbesitzer zurück, die durch ihr Eigenheim zwar über ein nennenswertes Bruttovermögen verfügen, diesem aber eine noch höhere Verschuldung gegenübersteht. Die vermögensärmsten 10% profitieren somit mehr von boomenden Immobilienpreisen als das vermögensreichste Dezil, während das 2. Dezil am wenigsten profitiert. Insgesamt entfaltet eine isolierte Erhöhung der Immobilienpreise – entgegen der weitläufigen Meinung – sogar einen ungleichheitsreduzierenden Effekt: Würden die Immobilienwerte isoliert um 10% ansteigen, würde der Gini-Koeffizient der Nettovermögen um 0,4% sinken. In anderen Ländern der Eurozone ist der ungleichheitsreduzierende Effekt eines Anstiegs der Immobilienpreise noch ausgeprägter (vgl. Adam und Tzamourani 2015), da hierzulande vergleichsweise wenige Haushalte in Wohneigentum leben.

Bestätigt findet sich die Hypothese des Portfolio-Channels über die verzinslichen Vermögenswerte. Werden alle verzinslichen Vermögenswerte zusammengefasst, so spielen diese insbesondere im 2. bis 4. Dezil eine Rolle, also im unteren Vermögensbereich. Im Einklang damit würde eine Reduktion des Wertes dieser Einlagen um 10% die Ungleichheit um 0,6% erhöhen. Unter allen Aktiva entfaltet diese Vermögenskomponente den größten Effekt auf die Ungleichheit.

Es zeigt sich aber auch empirische Evidenz für den Savings-Redistribution-Channel, der in der öffentlichen Diskussion um die Effekte der Niedrigzinsen auf die Vermögensverteilung deutlich weniger Beachtung findet. Der Anteil der Schulden am Bruttovermögen ist im untersten Vermögenszehntel am größten und nimmt mit höherem Vermögen tendenziell ab. Dies geht vor allem auf altersspezifische Effekte zurück: Junge Familien, die noch nicht viel Vermögen ansparen konnten und sich für den Erwerb einer Immobilie verschuldet haben, befinden sich vorwiegend im unteren Bereich der Vermögensverteilung. In den oberen Vermögenszehnteln sind vor allem ältere Haushalte verortet, die ihre Immobilienkredite bereits getilgt haben.

Beim Savings-Redistribution-Channel bilden die verzinslichen Guthaben den Gegenpol zu den Schulden. Verrechnet man den Verlust der Zinserträge und die Schuldendiensterleichterung der vergangenen Jahre, dann ergibt sich im vermögensärmsten Zehntel ein positiver Effekt des Rückgangs der Zinsen, da die niedrigeren Zinsaufwendungen für den Schuldendienst den Rückgang der Zinsaufwendungen übersteigen. In den höheren Dezilen überwiegt der Verlust der Zinserträge die Schuldendiensterleichterung. Relativ zum Gesamtvermögen sind auch hier wieder die unteren Vermögensbereiche am stärksten betroffen, die keine Immobilie erworben haben und ihr Vermögen vorwiegend in verzinslichen Einlagen halten.

Ein genauer Blick auf die Vermögenszusammensetzung zeigt somit, dass der Effekt der Niedrigzinsen auf die Ungleichheit der Vermögen – auch in der kurzen Sicht – keineswegs eindeutig ist. Verschuldete Haushalte am unteren Ende der Vermögensverteilung profitieren von der Entwicklung, unverschuldete Haushalte mit geringen Vermögen müssen die größten Einbußen hinnehmen. Für den oberen Bereich der Vermögensverteilung ist vor allem ausschlaggebend, wie sich die Werte der Betriebsvermögen entwickeln. Da die Bedeutung von Aktien auch im Portfolio der Reichen eher gering ist, ergibt sich ein merkbarer positiver Effekt der Vermögenspreisentwicklung auf die Ungleichheit eigentlich nur dann, wenn die Betriebsvermögen vollständig mit den stark angestiegenen Aktienkursen bewertet werden.

Vermögensungleichheit ändert sich nicht

Auf Basis der Querschnittsdaten zur Vermögenszusammensetzung lassen sich nur Erwartungen formulieren, welchen Einfluss die Entwicklung der Niedrigzinsen letztlich für die Entwicklung der Vermögen und deren Verteilung hat. Mittlerweile liegt aber die Folgebefragung der Studie »Private Haushalte und ihre Finanzen« (PHF) der Deutschen Bundesbank mit Vermögensdaten für das Jahr 2014 vor, womit sich die tatsächliche Entwicklung der Vermögensverteilung seit 2010 nachvollziehen lässt. Der Befund ist angesichts der erwarteten Erhöhung der Vermögensungleichheit durchaus bemerkenswert: Zwischen 2010 und 2014 hat sich die Ungleichheit der Vermögensverteilung praktisch nicht verändert. In beiden Befragungsjahren lag der Gini-Koeffizient bei 0,76, der Anteil der vermögendsten 10% der Haushalte am gesamten Nettovermögen war 2014 mit 59,8% nur 0,6 Prozentpunkte höher als 2010. Auf Basis der neuen Befragungsdaten kommt die Deutsche Bundesbank (2016, S. 64) zu dem Schluss: »Die anhaltend niedrigen Sparzinsen sowie der Anstieg der Immobilienpreise und Aktienkurse in den letzten Jahren scheinen sich zwischen 2010 und 2014 nicht sonderlich stark auf die Verteilung der Vermögen in Deutschland ausgewirkt zu haben«.

Ein Blick auf die einzelnen Vermögensbereiche zeigt, dass die Nettovermögen in der Vermögensmittelschicht relativ am stärksten gestiegen sind – auch stärker als die Vermögen der reichsten 10%. Im unteren Vermögensbereich sind die Vermögen im Durchschnitt relativ gesunken. Bei dem ärmsten Vermögensfünftel geht dies aber nicht auf einen Rückgang der (Brutto-)Vermögenswerte zurück, sondern auf eine Zunahme der Schulden. Hieran wird deutlich, dass die Vermögensverteilung keineswegs nur direkt durch Änderungen der Vermögenspreise beeinflusst wird, sondern natürlich auch durch damit einhergehende Verhaltensänderungen und andere Einflussfaktoren. So können niedrige Schuldzinsen beispielsweise die Anreize für eine vermehr-

te Schuldenaufnahme erhöhen. Darüber hinaus sind die vermögensärmsten Haushalte des Jahres 2010 keineswegs automatisch die vermögensärmsten Haushalte des Jahres 2014. Die Entwicklung des Gini-Koeffizienten der Vermögensungleichheit bildet die Summe all dieser Entwicklungen ab.

Ein Grund, warum die Vermögen der Reichen nicht so stark gestiegen sind, wie man nach Maßgabe einiger Studien hätte erwarten können, liegt darin, dass die Betriebsvermögen keineswegs so stark gestiegen sind wie die Aktienkurse. Bei gleicher Partizipationsquote ist der bedingte Mittelwert der Betriebsvermögen zwischen 2010 und 2014 nur um 4,3% gestiegen (vgl. Deutsche Bundesbank 2016). Der bedingte Mittelwert der Aktienvermögen ist hingegen um 34% gestiegen – ebenfalls bei ähnlicher Partizipationsquote. Hierin spiegelt sich das weiterhin konservative Anlageverhalten der Deutschen wider: Trotz der anhaltend niedrigen Zinsen und steigenden Vermögenspreisen haben sich kaum Verschiebungen in Richtung zu mehr Aktien oder Fonds ergeben. Der Anteil der Haushalte mit Aktien ist sogar von 11% auf 10% gesunken, der Anteil der Haushalte mit Fondsanteilen (ohne private Altersversorgung) sogar von 17% auf 13%. Auch die Eigentumsquote, die maßgebliche Determinante der Ungleichheit der Vermögensverteilung, hat sich trotz steigender Immobilienpreise und geringer Hypothekenzinsen in den letzten Jahren nicht erhöht.

Was sich allerdings erhöht hat, ist die Präferenz für niedrig verzinsliche und liquide Bankeinlagen. Hinter dieser Flucht in Liquidität steckt vermutlich eine Unsicherheit über die zeitliche Länge der Niedrigzinsphase (vgl. Demary und Niehues 2015). Sofern Haushalte mit einer baldigen Zinswende rechnen, halten sie Liquidität, um ihr Geld bei einem Zinsanstieg nicht in niedriger verzinsten Festgeld gebunden zu haben. Die Präferenz für sichere und liquide Anlagen übersteigt dann die aktuellen Verluste durch entgangene Zins- bzw. Dividendeneinnahmen. Wenn allerdings die Sparleistung nicht entsprechend erhöht wird, kann sich diese Liquiditätspräferenz der Haushalte bei einer länger anhaltenden Niedrigzinsphase negativ auf ihre Altersvorsorge auswirken.

Literatur

Adam, K. und P. Tzamourani (2015), »Distributional Consequences of Asset Price Inflation in the Euro Area«, Bundesbank Discussion Paper 27/2015

Bernoth, K., Ph. König und B. Beckers (2016), »EZB-Anleihekäufe können Vermögensverteilung beeinflussen«, *DIW Wochenbericht* 83(7), 127–134.

Claeys, G., Z. Darvas, Á. Leandro und Th. Walsh (2015), »The Effects of Ultra-loose Monetary Policies on Inequality«, *Bruegel Policy Contribution*, Issue 2015/09.

Coibion, O., Y. Gorodnichenko, L. Kueng und J. Silvia (2012), »Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality in the U.S.«, NBER Working Paper 18170.

Demary, M. und J. Niehues (2015), »Die Auswirkungen von Niedrigzinsen und unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf die Vermögensverteilung«, *IW policy paper* 15/2015.

Deutsche Bundesbank (2016), »Vermögen und Finanzen privater Haushalte in Deutschland: Ergebnisse der Vermögensbefragung 2014«, *Monatsbericht*, März.



Olaf Stotz*

Auswirkungen der Niedrigzinsen auf die Altersvorsorge

Der 16. Juni 2016 war aus Kapitalmarktsicht ein historischer Tag: An diesem Tag lag die Verzinsung einer zehnjährige Bundesanleihe zum ersten Mal im negativen Bereich. Sparen in sicheren Anlagen wie Bundesanleihen wurde nicht mehr belohnt, sondern bestraft. Über die Gründe des aktuell niedrigen Zinsniveaus weltweit sind sich selbst Experten nicht einig. Die möglichen Erklärungen reichen von Bernankes »Saving-Glut«-Hypothese über die Suche nach Sicherheit aufgrund der vielfältigen Risikofaktoren bis hin zur Geldpolitik der Zentralbanken. Die kausalen Wirkungsmechanismen für das Niedrigzinsniveau zu identifizieren, wird noch eine längere Zeit dauern. Die Auswirkungen auf den Sparer und seine Altersvorsorge sind jedoch bereits kurzfristig zu erkennen. Sie zu quantifizieren, um dem Anleger eine Entscheidungsgrundlage für die Strukturierung der Altersvorsorge zu geben, ist das Thema dieses Beitrags.

Das deutsche Rentensystem ist auf drei Säulen aufgebaut, die staatliche, die betriebliche und die private Altersvorsorge. Am wenigsten ist die staatliche Rente von den Niedrigzinsen betroffen, sie ist umlagefinanziert, so dass sich ein Anlagezins von 0% oder darunter kaum auswirkt. Die betriebliche und private Altersvorsorge dagegen sind in ähnlicher Weise betroffen, direkt und indirekt. Direkt werden Sparbeiträge niedriger verzinst, so dass das angesparte Kapital langsamer oder gar nicht mehr wächst. Indirekt, weil in der betrieblichen und privaten Altersvorsorge Garantiekomponenten enthalten sind, die Anbieter von Altersvorsorgeprodukten zwingen, das Kapital (zum Teil) in sichere Anlagen zu investieren, um die Garantieverprechen darzustellen. Da es der politische Wille in der Vergangenheit war und aktuell weiter ist, den Anteil der staatlichen Altersvorsorge zu senken und die betriebliche und private Altersvorsorge auszubauen, sind die Sparer gezwungen, privat mehr vorzusorgen, wenn sie ihren Lebensstandard im Rentenalter beibe-

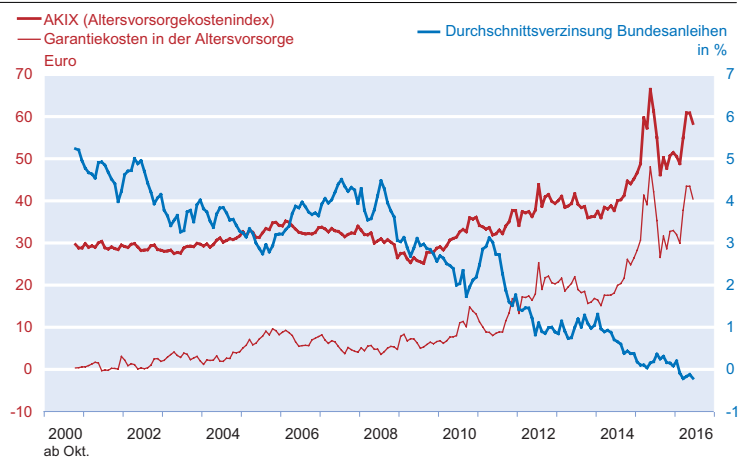
halten wollen. Die viel genannte Rentenlücke sollte also durch Sparen in der betrieblichen und privaten Altersvorsorge geschlossen werden, um Altersarmut zu verhindern. Doch wie hoch sollte die Sparrate sein, um die zukünftige Rentenlücke zu schließen?

Eine einheitliche Antwort darauf gibt es nicht, denn die Rentenlücke ist individuell unterschiedlich hoch. Sie hängt von den Ansprüchen an die gesetzliche Rentenversicherung ab, von den individuellen Erwartungen an das Leben im Rentenalter, von der gesundheitlichen Verfassung und der damit verbundenen Lebenserwartung und von vielen anderen ökonomischen Aspekten (bspw. Inflation und Zinsniveau). Dem Zinsniveau fällt hierbei eine bedeutende Rolle zu. Um die Kosten für das Schließen der Rentenlücke zu errechnen, beantworten wir deshalb die folgende Frage: »Wie viel Euro muss ein Anleger jeden Monat von heute bis zu seinem Renteneintritt sparen, um im gesamten Rentenalter 100 Euro (in heutiger Kaufkraft) monatlich ausgeben zu können?« Dazu betrachten wir beispielhaft einen 25-jährigen Arbeitnehmer, der bis zum 67. Lebensjahr einen Betrag von x Euro pro Monat spart, um dann im Rentenalter 100 Euro monatlich bis zum Lebensende ausgeben zu können. Entsprechend der aktuellen Sterbetabelle wird seine Lebenserwartung rund 79 Jahre betragen. Der 25-Jährige spart also über 42 Jahre regelmäßig den Betrag x , um dann im Rentenalter über zwölf Jahre jeden Monat 100 Euro ausgeben zu können. Dieser Betrag x kann als Altersvorsorgekosten für den Beispielanleger interpretiert werden. Um die Auswirkungen des Zinsniveaus auf diese Kosten zu verstehen, sind diese für die letzten Jahre zurückgerechnet worden. Das Ergebnis ist in Abbildung 1 als Altersvorsorgekostenindex (kurz AKIX) als rote Linie dargestellt. Die Berechnung des AKIX orientiert sich an der Ausgestaltung der privaten Säule der Altersvorsorge, der Riester-Rente, d.h., der Sparplan sieht eine Garantiekomponente vor. Dazu später mehr. Die Berechnung des AKIX erfordert ein komplexes Simulationsmodell, das ökonomische und individuelle Parameter des Anlegers zum jeweiligen Berechnungszeitpunkt berücksichtigt. In die Berechnung des AKIX gehen keine Informationen aus der Zukunft, sondern nur vergangene und aktuelle Daten ein. Vereinfacht kann man das AKIX-Modell mit einem Wetter- oder Klimamodell vergleichen, das für die nächsten Tage oder die nächsten Jahrzehnte Tausende möglicher Szenarien vorausberechnet und dabei verschiedene Parameter, wie bspw. Luftströmungen oder den weltweiten CO_2 -Ausstoß, variiert. Ähnlich funktioniert der AKIX-Simulator, der die möglichen wirtschaftlichen Entwicklungen in der Zukunft und die sich daraus ergebenden Bewegungen an den Kapitalmärkten simuliert, so dass sichergestellt ist, dass sowohl gute, aber auch schlechte Szenarien berücksichtigt werden. Denn die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung ist unsicher, und es können keine exakten Prognosen erstellt werden. Den Berechnungen zugrunde liegen dabei sowohl die zahlreichen Erkenntnisse der empirischen Kapitalmarktforschung der

* Prof. Dr. Olaf Stotz ist Inhaber der Professur für Asset Management an der Frankfurt School of Finance & Management.

Abb. 1

Altersvorsorgekostenindex



Quelle: Berechnungen des Autors.

letzten Jahrzehnte als auch Simulationsverfahren und statistische Methoden, wie sie vom amerikanischen Nobelpreisträger Christopher A. Sims propagiert werden.

Abbildung 1 zeigt, dass der AKIX von Anfang der 2000er Jahre bis zum Ausbruch der Finanzkrise im Jahr 2008 um den Wert von 30 Euro geschwankt ist. Die Zahl 30 im Oktober 2000 bedeutet für den 25-jährigen Anleger, dass er von 2000 bis 2042 monatlich 30 Euro in ein Riester-ähnliches Produkt hätte investieren müssen, um eine Rentenlücke in Höhe von real 100 Euro 2042 zu schließen. Bis heute haben sich die Kosten annähernd verdoppelt, aktuell müsste der Anleger also 60 Euro zur Seite legen. Der Hauptgrund für die höheren Sparleistungen liegt vor allem darin, dass das Kapital in der sicheren Anlage wenig rentabel arbeiten kann, wie es an der Rendite des Rex-Index (blaue Linie), die die durchschnittliche Verzinsung von deutschen Bundesanleihen angibt, widergespiegelt wird. Aber auch Aktienbewertungen, Inflationserwartungen und andere ökonomische Parameter beeinflussen den AKIX. Der AKIX macht die Altersvorsorgekosten transparent, und ein Anleger kann sein Sparverhalten entsprechend den ökonomischen Rahmenbedingungen anpassen.

Da die private Säule mit der Riester-Rente eine Garantie auf das (nominal) eingezahlte Kapital vorsieht, stellt sich als zweite Frage, welcher Anteil der Altersvorsorgekosten auf das Garantieverprechen fällt. Denn Garantieverprechen sind nicht umsonst, wie es der ein oder andere Anleger denken mag. Die Anbieter müssen zwar rechtlich für die Garantien von Altersvorsorgeprodukten geradestehen, sie strukturieren die Anlagegelder aber in der Form, dass die Anlage in ein risikoloses Asset das Garantieverprechen abdeckt. Und hier wirkt sich das Zinsniveau deutlich aus, und somit entsteht ein zweiter Kostenfaktor in der Altersvorsorge, die Garantiekosten. Wie hoch diese ausfallen können, sei an folgendem einfachen Beispiel verdeutlicht. Wenn unser Bei-

spielanleger an seinem 25. Geburtstag 100 Euro in einen Riester-Sparplan anlegt, und das Zinsniveau läge bei 5% in der sicheren Anlage (für einen 42-jährigen Zeitraum), dann müsste er rund 13 Euro in das sichere Wertpapier anlegen. Das 5%ige Zinsniveau reicht aus, dass aus 13 Euro in 42 Jahren 100 Euro werden. Damit ist die Garantie abgedeckt. Mit den restlichen 87 Euro könnte er dann, je nach seiner Risikoeinstellung, höher rentierliche Anlagen suchen, so dass bei einer Anlage der 87 Euro in den Aktienmarkt auch deutlich mehr herauskommen könnte. Nimmt man bspw. eine Aktienmarktrendite von 8% an, so könnte aus den 87 Euro mehr als 2000 Euro entstehen. Läge der Zinssatz dagegen bei 0%, dann müssten die gesamten 100 Euro in die sichere Anlage trotz Null-

verzinsung angelegt werden, um das Garantieverprechen zu sichern. Für die Anlage in höher rentierliche Wertpapiere bliebe dann nichts mehr übrig, ihm entgingen also potenziell höhere Wertzuwächse. Dieser Wirkungsmechanismus ist ein Teufelskreis, je niedriger das Zinsniveau, desto höher ist die Nachfrage nach sicheren Wertpapieren. Der Teufelskreis kann nur durch ein Abschwächen der Garantieverprechen aufgelöst werden.

In ähnlicher Weise gehen die Produktanbieter von Altersvorsorgekonzepten vor, um die Garantien darzustellen. Auch wenn der Aktienmarkt in 42 Jahren einen deutlich geringeren Wert hätte, die 100 Euro wären bei der risikolosen Anlage sicher – selbst bei einem Totalverlust am Aktienmarkt. Doch ein Totalverlustrisiko ist bei einer Anlage in einem weltweit diversifizierten Aktienportfolio sehr gering, und ein Anleger sollte sich eine Welt vorstellen, in der dieses Szenario Wirklichkeit wird und sich die Frage ehrlich beantworten, ob in einer solchen Welt auch von einer Werthaltigkeit von bspw. Bundesanleihen, die heute als eine der sichersten Anlagen angesehen werden, ausgegangen werden kann. Ebenso kann diese Systematik dazu benutzt werden, um die Kosten eines Garantieverprechens in einem Sparplan, wie er dem AKIX unterliegt, zu berechnen. Diese Kosten sind in der Graphik als dünnere rote Linie dargestellt und entsprechen den Opportunitätskosten, die dem Anleger entgehen, wenn er statt in einen Sparplan mit Garantie in einen Aktiensparplan (ohne Garantie) investiert hätte. Natürlich ist auch das Risiko in einem reinen Aktiensparplan höher als in einem Sparplan mit Garantie. In einer Studie haben wir diese Risiken berechnet und für unseren Beispielanleger liegt das Risiko, mit einem reinen Aktiensparplan sein nominal eingezahltes Kapital nicht zurückzuerhalten, bei deutlich weniger als 1%. Oder anders ausgedrückt, dieses Risiko ist geringer, als dass er bei einem Autounfall mit Personenschäden sein Leben verliert. Zu Beginn des Jahrtausends zeigten sich die Garantiekosten kaum in dem Sparplan, sie lagen lange Zeit

nahe null und stiegen bis zum Jahr 2011 nur auf gut 10 Euro an. Da bspw. die Riester-Rente um das Jahr 2000 eingeführt und vorher konzipiert wurde, ist die Integration eines Garantieverprechens verständlich, insbesondere da der deutsche Durchschnittsanleger als risikoscheu eingeschätzt wird und er mit der Garantiekostenkomponente einen Anreiz verspüren sollte, privat vorzusorgen.

Heute, bei einem Nullzinsumfeld, sind diese Garantiekosten dagegen in die Höhe geschossen. Anbieter von Altersvorsorgeprodukten werden aktuell »gezwungen«, in niedrig verzinsliche Wertpapiere wie Bundesanleihen anzulegen, um den nominalen Sparbetrag in der Zukunft zu garantieren, so dass für höher verzinsliche Wertpapiere kein Spielraum bleibt. Umgerechnet in Garantiekosten bedeutet dies, dass von der Sparrate 60 Euro (AKIX, Stand: Anfang Juni 2016) rund 40 Euro auf die Garantiekosten entfallen. Berücksichtigt man, dass ein Garantiefall sehr unwahrscheinlich ist (unter 1% Wahrscheinlichkeit), bedeutet dies für einen Anleger, dass sich das Preis-Leistungsverhältnis für die Altersvorsorge deutlich verschlechtert hat. Während die Leistungen ungefähr gleich geblieben sind (die aktuelle Kaufkraft von 100 Euro im Rentenalter zu erhalten), ist der Preis deutlich gestiegen. Und der Hauptkostentreiber ist dabei die Garantiekostenkomponente, die durch die weiter gesunkenen Zinsen immer teurer geworden ist. Würde ein Anleger auf die Garantie verzichten, so lägen die Altersvorsorgekosten deutlich niedriger. Zieht man von dem AKIX die Garantiekosten ab, so wären nur etwa 20 bis 30 Euro Sparbetrag im Aktienmarkt pro Monat notwendig sowie die Inkaufnahme des damit verbundenen Risikos, nicht das nominal eingezahlte Kapital vollständig zurück zu erhalten. Da sich die Parameter ständig ändern und die genauen Kosten von der individuellen Situation des Anlegers abhängen, wäre eine Individualisierung des AKIX notwendig. Nur unter Kenntnis seiner individuellen Kosten und der damit verbundenen Risiken kann dann ein Anleger seine Altersvorsorgeentscheidungen rational treffen.

Volkswirtschaftlich betrachtet können sich die notwendigen Sparleistungen und die Garantiekosten für die betriebliche und private Altersvorsorge zu einer großen Zahl summieren. Geht man von folgender einfachen Rechnung aus, dass es in Deutschland rund 40 Mio. Arbeitnehmerinnen und Arbeitnehmer gibt, die im Durchschnitt 300 Euro Rentenlücke abdecken müssen. Diese 300 Euro sind nur ein grober Schätzwert, manche Studien schätzen die Vorsorgelücke auch höher ein. Nach dem AKIX wäre aktuell ein monatlicher Sparbetrag von 180 Euro pro Person notwendig, in der Summe entspricht dies 7 Mrd. Euro pro Monat für alle Beschäftigten in Deutschland, also etwas mehr als 86 Mrd. Euro pro Jahr. Die Hauptkomponente stellen aktuell die Garantiekosten dar, die durch das stark gesunkene Zinsniveau deutlich teurer geworden sind. Nach dem AKIX entfallen etwas mehr als 55 Mrd. Euro auf die Garantiekostenkomponente.

Bei solchen aggregierten Sparsummen und Garantiekosten stellt sich die Frage, ob ein Garantieverprechen für jeden Anleger sinnvoll ist oder ob er besser für einen Zeitraum auf die Garantieverprechen verzichten möchte. Dafür müsste aber die Politik die richtigen Rahmenbedingungen setzen und es jedem Anleger selbst überlassen, sich für oder gegen eine Garantie entsprechend seiner Risikoeinstellung zu entscheiden.

Fazit

Aufgrund des gesunkenen Zinsniveaus haben sich die Kosten der Altersvorsorge im Vergleich zu Anfang 2000 ungefähr verdoppelt. Hauptkostentreiber ist die Garantiekostenkomponente, die bei niedrigen Zinsen sehr teuer ist. Als Alternative könnte es sich anbieten, die Garantiekostenkomponente flexibler zu gestalten, um so einem Anleger in jedem Jahr die Entscheidung für oder gegen Garantien zu erlauben, je nach Preis-Leistungsverhältnis. Voraussetzung hierfür ist allerdings eine objektive Transparenz dieses Preis-Leistungsverhältnisses, wie es bspw. ein personalisierter AKIX schaffen könnte. Mit der heutigen Informationstechnologie wäre dies auch erreichbar. Ohne eine solche Alternative bleibt dem Anleger wohl nur die Option, mehr Geld pro Monat für seine Altersvorsorge zur Seite zu legen.



Hans-Peter Burghof*

Der Niedrigzins der EZB: Outsourcing staatlicher Aufgaben mit Nebenwirkungen

Das dauerhaft niedrige Zinsniveau löst eine Vielfalt von Besorgnissen aus, die von vielen Ökonomen mit der richtigen Anmerkung gekontert wird, dass es ja nicht auf das Zinsniveau, sondern auf den Realzins ankomme. Von einer Entseignung der Sparer könne man nur dann sprechen, wenn der Realzins negativ sei und das angelegte Geld somit tatsächlich an Kaufkraft verlore. Der Realzins ist aber dank der geringen Preissteigerungsraten gegenwärtig keineswegs immer negativ. Und vor allem für täglich fällige Anlagen ließen sich auch in der fernerer Vergangenheit Perioden mit einem negativen Realzins beobachten. Die Kritik an der Niedrigzinspolitik der EZB sei demnach unberechtigt, da sie die Situation der Sparer nicht grundlegend verändert habe.

EZB-Chef Mario Draghi selbst sieht das offenbar anders. In einem Interview der Bild-Zeitung im April dieses Jahres macht er die deutschen Sparer selbst für das niedrige Zinsniveau verantwortlich, da sie durch ihre intensive Spartätigkeit einen Überhang an Ersparnissen erzeugten, für den es einfach nicht genug Anlagemöglichkeiten gäbe. Und er rät den Sparern recht unverblümt, ihr Geld riskanter anzulegen, um eine höhere Rendite zu erwirtschaften. Diese Form der Anlageberatung per Bild-Interview ist eine sehr interessante, aber vielleicht nicht ganz regelkonforme Erweiterung des Mandats der EZB. Draghi scheint damit aber die Vernünftigen auf seiner Seite zu haben, denn er greift eine durchaus begründete Kritik am Anlageverhalten der Deutschen auf. Diese agieren schlicht zu risikoscheu und würden auf lange Sicht zum Beispiel mit einer deutlich höheren Aktienquote sehr viel besser fahren.

Als Argument zu den Auswirkungen negativer Realzinsen ist dies aber falsch. Der Sparer wäre auch bei risikofreudigerem Anlageverhalten risikoadjustiert, d.h. nach Abzug der mit der

Risikoübernahme verdienten Prämie, immer noch einem negativen Realzins ausgesetzt. Er würde nicht, wie vielleicht in der Vergangenheit, für seine Kapitalüberlassung am Produktivitätsfortschritt der Wirtschaft beteiligt, sondern nur für seine Bereitschaft zur Risikoübernahme entlohnt. Die Kapitalüberlassung selbst wird besteuert. Oder anders ausgedrückt: Man kann einem negativen Realzins nicht durch eine besonders raffinierte Geldanlage entkommen. Für eine Lösung des Niedrigzinsproblems durch die Wahl alternativer Anlageformen sprechen übrigens auch nicht Diversifikationsargumente. Die Anlage in einem Sparbuch wirkt auf den ersten Blick altbacken und wenig diversifiziert. Hinter dem Sparbuch steht aber im Zweifel das bestens diversifizierte Anlageportefeuille einer Bank. In einer hochgradig arbeitsteiligen Wirtschaft die Menschen, die von Geldanlage wenig verstehen und davon auch nichts verstehen wollen, in riskante Anlagen zu treiben, wirkt weniger wie eine konstruktive Antwort auf die Niedrigzinsphase denn wie ein Freibrief für Bauernfänger.

Mit einer gewissen Beliebigkeit in seiner Argumentation behauptet Draghi im genannten Interview allerdings auch, die Realzinsen seien früher ähnlich niedrig oder noch niedriger gewesen. Dies mag davon abhängen, welchen Zeitraum, welches Land und welchen Anlagehorizont man betrachtet. So gab es unter den heutigen Eurostaaten solche, die über eine hohe Inflation einen Staatsbankrott auf Raten inszenierten und auf diesem Weg mit der Staatsschuld natürlich auch das Sparvermögen vieler Anleger vernichteten. In Ländern mit unabhängiger Zentralbank und wirksamer Inflationsabwehr war es aber eben nicht so. Und selbst wenn die kurzfristigen Zinsen einmal unter der Inflationsrate lagen, konnte man dem durch Wahl eines entsprechend längeren Anlagehorizontes begegnen, sei es direkt oder indirekt, etwa durch den Kauf einer kapitalbildenden Lebensversicherung. Auch dies geht heute nicht mehr: Die Zinsstrukturkurve ist vor allem für erste Bonitäten sehr flach und erreicht auch für lange Laufzeiten zumeist nicht die Inflationsrate. Eine permanente Kapitalvernichtung durch Sparen hat es in den Ländern mit Geldwertstabilität in der Vergangenheit nicht gegeben. Doch es gibt sie jetzt.

Die niedrige Inflationsrate hält diesen Kapitalverlust in Grenzen, und es gibt wohl auch keinerlei Anzeichen für einen zu erwartenden stärkeren Preisauftrieb. Dies kann man als beruhigend empfinden. Aber es gibt Zweifel: Ein Teil der niedrigen Inflation ist auf notwendige Anpassungsprozesse in den Krisenstaaten zurückzuführen, was die stabileren Länder des Euroraumes nicht betrifft. Ein wohl noch wichtigerer Faktor für die niedrige Inflationsrate ist aber der fallende Energiepreis. Dieser ergibt sich aus einer sehr spezifischen weltpolitischen Lage. Dies könnte sich sehr schnell drehen, wenn sich diese Lage ändert, sei es indem sich die latenten politischen Krisen verschärfen oder im Gegenteil in einer befriedeten Lage die erdölproduzierenden Staaten ihr An-

* Prof. Dr. Hans-Peter Burghof ist Inhaber des Lehrstuhls für Bankwirtschaft und Finanzdienstleistungen an der Universität Hohenheim.

gebot besser koordinieren. Eine sich dann beschleunigende Inflation würde vor allem Anleger treffen, die sich längerfristig gebunden haben, um überhaupt noch einen Ertrag zu erwirtschaften.

In dieser Situation stünde die Glaubwürdigkeit der EZB bei der Inflationsbekämpfung in Frage. Aus der Vorgeschichte der EZB ergibt sich, dass sie ein starkes Eigeninteresse an der Erhaltung niedriger Zinsen hat. Die Inflationswirkung der Energiepreise zum Beispiel dürfte sie daher asymmetrisch wahrnehmen: Eine Deflation aufgrund fallender Energiepreise muss, so die aktuelle Politik, um jeden Preis verhindert werden. Bei inflationistischen Tendenzen aufgrund steigender Energiepreise dagegen würde man diesen Effekt wohl eher rausrechnen, um die Zinsen nicht erhöhen zu müssen. Und schließlich sind die fehlenden Vorzeichen für einen Anstieg der Inflationsrate nur eingeschränkt glaubwürdig, da eine höhere Inflation für den Staat vor allem dann hilfreich ist, wenn sie überraschend kommt.

In vieler Hinsicht wirken künstlich niedrig gehaltene Zinsen auf die Wirtschaft wie Subventionen. So profitieren die Banken bei positiver Fristentransformation vor allem von dem Prozess der Zinssenkung. Ihre kurzfristige Refinanzierung wird billiger, während sich das Zinsniveau der langfristigeren Anlagenseite erst später angleicht. Damit erhöht sich das Eigenkapital, so als ob der Staat unmittelbar Eigenmittel zugeschossen hätte. Riskante Banken profitieren von der geringeren Risikosensitivität der Refinanzierungskosten, so als hätten sie eine Garantie des Staates erhalten. Unternehmen profitieren von niedrigen Kreditzinsen, genauso als wenn sie von einer staatlichen Entwicklungsbank eine Zinssubvention bekämen. Und Staatshaushalte werden durch die niedrigen Zinsen entlastet, und dies umso mehr, je stärker der betreffende Staat verschuldet ist. Niedrige Zinsen ersetzen in diesem Sinne andere staatliche Maßnahmen, die in aller Regel steuerfinanziert werden müssten.

Die Wahl des Instruments ist jedoch nicht beliebig. Dies gilt zunächst, buchhalterisch gesprochen, für die Mittelverwendung: Unmittelbare staatliche Subventionen können zielgenau eingesetzt und konditioniert werden. Die Subventionierung über den Marktzins wirkt dagegen pauschal und ungezielt. So kann man beispielsweise argumentieren, dass vor allem kleine und riskante Technologieunternehmen subventioniert werden sollten, während bei großen Unternehmen das staatliche Geld vor allem privates Geld verdrängt und insofern keinen Beitrag zur Überwindung eines möglichen Marktversagens leistet (vgl. etwa Bauer und Burghof 2007). Aber gerade diese Unternehmen profitieren über ihre Anleihefinanzierung besonders von der Niedrigzinspolitik.

Es gilt aber auch für die Mittelherkunft: Ein Steuersystem kann so gestaltet werden, dass es den Fairnessvorstellungen der jeweiligen Gesellschaft möglichst entspricht. Künst-

lich erzwungene Niedrigzinsen wirken dagegen wie eine Steuer auf das Geldvermögen, während andere Vermögens- und Einkommensformen wie zum Beispiel Immobilien zumindest nicht unmittelbar betroffen sind. Es wäre eine eigene Studie wert, die Umverteilungswirkung von Niedrigzinsen zu analysieren. Es gibt aber keinen Anhaltspunkt dafür, dass sie große Vermögen und Einkommen überproportional belasten würde. Mit Blick auf die rechtlichen Diskussionen über die Gestaltung der Erbschaftsteuer in den vergangenen Jahren erscheint es abwegig, über die Niedrigzinspolitik in diesem Ausmaße staatliche Politiken in den Bereich der Zentralbank »outzusourcen« und dies mit einer Finanzierung zu verbinden, deren willkürliche Belastungswirkung in einem konkreten Steuersystem keine der heute üblichen verfassungsrechtlichen Hürden meistern würde.

Auch mit Blick auf diese soziale Unausgewogenheit der Niedrigzinspolitik sei an dieser Stelle erwähnt, dass in Frankreich der Kleinsparer dem Niedrigzins keineswegs vollständig ausgeliefert ist. Er kann sich im Rahmen des staatlich subventionierten Livret A bis zu einem Anlagebetrag von 22 500 Euro einen Vorzugszins sichern (vgl. dazu Burghof und Müller 2016). Diesen maximalen Anlagebetrag hat die französische Regierung seit Beginn der Niedrigzinsphase um fast 50% erhöht. Der Zins selbst wurde dagegen auf inzwischen nur noch 0,75% gesenkt. Dieser Satz erscheint nicht sehr hoch. Aber der französische Kleinsparer entgeht damit, bei beschränkter täglicher Verfügbarkeit des Geldes, dem negativen Realzins. Und es sind immerhin ungefähr 1,5% mehr, als eine Bank gegenwärtig bei einer sauberen betriebswirtschaftlichen Kalkulation eigentlich zahlen dürfte. Denn der Einlagenzins, der eine Bank unter den aktuellen Marktbedingungen bei Einrechnung einer angemessenen Marge für Verwaltungskosten anbieten dürfte, ist deutlich negativ.

Deutsche Kleinsparer erhalten zwar in aller Regel einen Zins unterhalb der Inflationsrate und sind somit dem negativen Realzins ausgesetzt. Sie müssen aber bisher noch keinen Negativzins zahlen. Dies mag man aus sozialpolitischen Gründen begrüßen. Tatsächlich verbirgt sich dahinter aber der große Pferdefuß der Niedrig-, oder besser, der Minuszinspolitik der EZB für das deutsche Finanzsystem. Großbanken, die sich überwiegend über Großanlagen und am Kapitalmarkt refinanzieren, können den Negativzins unmittelbar an ihre Financiers weitergeben. Die regionalen Kreditinstitute in Deutschland finanzieren sich dagegen überwiegend über Einlagen mit kleiner Losgröße und unterhalten dafür ein umfangreiches Zweigstellennetz, für das sie eine zusätzliche Marge einrechnen müssen. Sie müssten demnach einen noch deutlich negativeren Zins fordern als die Großinstitute. Bei einigen dieser Institute ist ein negativer Einlagezins jedoch rechtlich fragwürdig (siehe etwa Art. 2 (1) des bayerischen Sparkassengesetzes). Vor allem aber können die Kunden dieser Institute zur Wertsicherung angesichts der begrenz-

ten Einzelsummen immer auf Bargeld ausweichen. Ein Minuszins in diesem Massengeschäft könnte einen Run auf die Liquidität der betreffenden Banken auslösen und so die Stabilität des gesamten Bankensystems bedrohen.

Der Minuszins im Retailgeschäft findet daher gegenwärtig nicht statt. Damit machen diese Kreditinstitute mit jedem Euro an Spareinlagen einen deutlichen Verlust. Das hat Auswirkungen auf ihr Geschäftsmodell. Kurzfristig wird versucht, diesen Verlust durch Quersubventionen aus anderen Ertragsquellen zu decken. So sind bei vielen Instituten deutliche Gebührenerhöhungen zu beobachten, und ihre Bereitschaft, das niedrige Zinsniveau im Kreditgeschäft an die Kunden weiterzugeben, dürfte eher gering ausfallen. All dies ist aber nur möglich, soweit es der Wettbewerb zulässt, und hier sind andere, neue Wettbewerber im Markt, die diesen wettbewerblichen Spielraum erheblich einengen. Damit kommt es zu einer grundsätzlichen Infragestellung: Lohnt sich ein Zweigstellennetz noch? Lohnt sich überhaupt ein Geschäftsmodell, bei dem der persönliche Kontakt mit dem ganz normalen Kunden im Mittelpunkt steht? Oder bleibt gegenüber dem Retailkunden nur das Internet-basierte und anonymisierte Bankgeschäft mit hochstandardisiertem und reduziertem Leistungsspektrum als einzige valide Geschäftsstrategie? Dies müsste dann aus Gründen der Kosteneffizienz mit maximaler Skalierung erfolgen, d.h. durch große, international tätige Internetkonzerne, wie sie sich ja auch in anderen Branchen bereits durchgesetzt haben.

Damit würde eine Strukturveränderung im Bankensystem durch den Minuszins vorangetrieben, die technologisch durchaus schon angelegt ist. Allerdings ist Kosten- und Prozesseffizienz nicht gleichbedeutend mit wirtschaftlicher Effizienz. Banken mit einem unmittelbaren Kontakt zu ihren Kunden verfügen dadurch über andere, oftmals auch bessere Informationen als reine Internetbanken. Die Frage, welches der beiden Konzepte ökonomisch wertvoller ist, sollte typischerweise in einem Entdeckungsprozess am Markt geklärt werden. Ein fortgesetzter Minuszins kürzt diesen Entdeckungsprozess ab und gibt die Antwort teilweise vor. Damit besteht das Risiko einer Fehlentwicklung des Bankensystems. Die bisherige, für das deutsche Bankensystem zu kennzeichnende Vielfalt in Größe, Geschäftsmodell oder Rechtsform könnte durch ein einheitliches, kostenoptimiertes Modell mit der Tendenz zur Monopolbildung ersetzt werden. Dabei würden die anfänglichen Kostenvorteile für die Kunden wahrscheinlich schon mittelfristig durch den Qualitätsverlust durch fehlende Vielfalt und durch die negativen Auswirkungen des unzureichenden Wettbewerbs aufgefrisst werden. Und was ein Bankensystem mit vielen sehr ähnlichen Großinstituten für die systemische Stabilität bedeuten würde, mag man sich nicht recht vorstellen.

Es gibt also, gerade aus deutscher Sicht, gute Gründe, gegen den Minuszins zu sein. Damit bleibt der Europäischen

Zentralbank eine wichtige Ausrede: Sie sei für den Minuszins gar nicht verantwortlich. Der Zins bildet sich durch Angebot und Nachfrage am Kapitalmarkt, und in alternden Gesellschaften ist das Kapitalangebot so groß, dass man für die reine Geldaufbewahrung eben zahlen muss. Tatsächlich spricht einiges dafür, dass der Zins in reiferen Volkswirtschaften eher gering ausfällt. Andererseits leben wir in einer Welt, in der Kapital global angelegt wird und auch die hochentwickelten Länder von der Dynamik der jüngeren Wirtschaftsnationen profitieren können. Aber auch wenn man von einer allmählichen Absenkung des Marktpreises für Kapital in den »alten« Industrieländern ausgeht, dürfte dieser Effekt durch die massiven Interventionen der EZB in den Markt noch deutlich verstärkt worden sein. Wo der Zins ohne die Zinspolitik der EZB stünde, ist dagegen reine Spekulation.

Literatur

Bauer, E. und H.-P. Burghof (2007). »The Economics of State Subsidies in Early Stage Financing«, *International Journal of the Economics of Business* 14, 433–457.

Burghof, H.-P. und C. Müller (2015). »The state as an intermediary to foster long-term investments: the case of the targeted European savings account«, *SUERF Occasional Paper No. 1*.

Anfang Februar 2016 veröffentlichte die Europäische Zentralbank (EZB) ein bis dato geheimes Abkommen namens ANFA. Das Abkommen über die Netto-Finanzanlagen ist ein privatrechtlicher Vertrag zwischen den 20 Mitgliedern des Eurosystems und legt diesen generelle Obergrenzen für ihre nicht geldpolitischen Bilanzaktivitäten auf. Diese können jedoch in bestimmten Ausnahmen, z.B. bei der Vergabe von Notfall-Liquiditätsbeihilfen (ELA), überschritten werden. Im Jahr 2013 finanzierte die irische Zentralbank (CBI) die Abwicklung der Krisenbank IBRC mit 43 Mrd. Euro. Die Auswertung des ANFA-Abkommens und der Stellungnahmen der EZB und CBI legen nahe, dass dies ANFA-konform war und das Abkommen den nationalen Zentralbanken – entgegen dem Geiste der Bankenunion – erlaubt, Bankenabwicklungen zu finanzieren.

1. Was ist ANFA?

Anfang Februar 2016 veröffentlichte die Europäische Zentralbank (EZB) ein bis dato geheimes Abkommen namens ANFA – *Agreement on net financial assets* – (vgl. EZB 2014a; 2016a, veröffentlicht am 5. Februar 2016)¹, ergänzt um Erläuterungen (vgl. EZB 2016b) sowie eine Pressemitteilung der irischen Zentralbank (vgl. CBI 2016).

Das Abkommen ist ein privatrechtlicher Vertrag² zwischen den 20 Mitgliedern des Eurosystems, also zwischen der EZB und den 19 nationalen Zentralbanken (NZBs) der Euroländer, und regelt, wie viel Zentralbankgeld die NZBs auf eigene Rechnung über die kollektiven geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems hinaus schöpfen dürfen. Er wird alle fünf Jahre aktualisiert. Laut Bundesbank legt das ANFA-Abkommen den NZBs

»[...] generelle Obergrenzen für ihre nicht geldpolitischen Bilanzaktivitäten auf. Die aus solchen Aktivitäten resultierenden sogenannten Netto-Finanzaktiva umfassen alle nicht geldpolitischen Aktivpositionen abzüglich der nicht geldpolitischen Passivpositionen des Eurosystems.« (Deutsche Bundesbank 2016a, S. 93)

Die geldpolitischen Geschäfte des Eurosystems (Euro-Refinanzierungsgeschäfte,

Wertpapierankäufe) werden unter den Aktivpositionen A.5 und A.7.1 ausgewiesen (vgl. Hoffmann 2015; EZB 2016b). Beide Positionen zusammen wiesen zum 31. Dezember 2015 einen Bestand von 1 362 Mrd. Euro aus. Dies entsprach 49% der Bilanzsumme von 2 781 Mrd. Euro. Die unter den Passivpositionen P.1-2 verbuchte Zentralbankgeldliquidität betrug hingegen 1 852 Mrd. Euro (66% der Bilanzsumme) (vgl. EZB 2015a). Es ergab sich demnach ein Saldo in Höhe von 490 Mrd. Euro (18% der Bilanzsumme). Ebenjene Differenz stellt die in Anspruch genommene Höhe der im Rahmen des ANFA-Abkommens geregelten *Netto-Finanzanlagen* (NFAs) dar. Die Höhe der NFA als Saldogröße ist demnach zu unterscheiden von den damit verbundenen aktiv- und passivseitigen Bruttogrößen.³

2. Funktionierendes demokratisches Gemeinwesen »erzwingt« Veröffentlichung

Erst nach der Veröffentlichung der Studie »Die EZB in der Krise – eine Analyse der wesentlichen Sondermaßnahmen von 2007 bis 2012« (vgl. Hoffmann 2015) und den darauf aufbauenden Recherchen der *Welt am Sonntag* im November 2015 räumte die EZB ein, dass es eine Vereinbarung namens ANFA überhaupt gibt (vgl. FAZ 2015a). Anfang Februar 2016 veröffentlichte die EZB nach 13 Jahren allgemeiner Geheimhaltung (»ECB-Confidential«) (vgl. Deutsche Bundesbank 2016a, S. 91) – aufgrund des öffentlichen Drucks der Medien sowie Vertretern der Wissen-

* Dr. Daniel Hoffmann, Finanzwissenschaftler, Berlin.

¹ Litauen trat zum 1. Januar 2015 dem Eurosystem bei. Entsprechend wurde die litauische Zentralbank nachträglich auch ANFA-Vertragspartner (vgl. EZB 2014b).

² Dies hatte zur Folge, dass der Veröffentlichung des Vertragswerkes alle Vertragspartner zustimmen mussten, da dies einer Vertragsänderung gleichkam (vgl. *Die Welt* 2015a). Dem Vernehmen nach wehrten sich anfangs die Zentralbanken von Italien und Frankreich gegen eine Veröffentlichung.

³ Zur näheren Erläuterung und graphischen Darstellung der NFA-Berechnung vgl. Hoffmann (2016a; 2016d).

schaft (vgl. ifo Institut 2015) und der deutschen Regierungsparteien (vgl. FAZ 2015b) – die letzte Version des ANFA-Abkommens. Ende März meldeten sich die Deutsche Bundesbank (2016a; 2016b), als erste der 19 NZBs des Eurosystems, sowie das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung (DIW, vgl. König und Bernoth 2016) mit ausführlichen Analysen zum Abkommen zu Wort. Laut Deutscher Bundesbank (2016a, S. 96) sei das Interesse der Öffentlichkeit an mehr Transparenz gerechtfertigt und »Anzeichen für ein funktionierendes demokratisches Gemeinwesen«.

Beiden Ausführungen ist zu entnehmen, dass manche NZBs negative Netto-Finanzanlagen vorweisen, d.h., in Höhe dieses Betrages wird bei diesen NZBs ein Teil der nicht-geldpolitischen Passivpositionen durch geldpolitische Aktivpositionen finanziert, wofür insbesondere Target-2-Forderungen in Betracht kommen. So beliefen sich die Netto-Finanzanlagen der Bundesbank Ende 2015 auf – 50 Mrd. Euro. Die ANFA-Problematik scheint demnach – auch wenn die Deutsche Bundesbank und das DIW nicht weiter darauf eingehen – mit den Target-2-Ungleichgewichten verbunden zu sein.⁴

Nach Ansicht des DIW weise die öffentliche Debatte über ANFA

»[...] auf ein deutliches Transparenzdefizit des Eurosystems [...] hin. Um das Vertrauen in die europäische Geldpolitik nicht zu gefährden [...], sollten Informationen über die Bilanzentwicklung [...] detaillierter und regelmäßiger veröffentlicht werden.« (König und Benoth 2016, S. 243)

Als ersten Schritt in Richtung mehr Transparenz veröffentlicht die EZB seit Anfang 2016 eine interaktive Abbildung bestimmter Bilanzpositionen des Eurosystems auf ihrer Website, allerdings nur auf Jahresebene (EZB 2016c).

3. Debatte über monetäre Staatsfinanzierung

In der Studie »Die EZB in der Krise – eine Analyse der wesentlichen Sondermaßnahmen von 2007 bis 2012« wird gezeigt, dass die Summe der intransparenten, über die Verwaltung der Währungsreserven hinausgehenden NZB-autonomen Geschäfte (unter den Eurosystem-Bilanz-Aktivpositionen A.6, A.7.2 und A.9) seit dem Schwelen der Finanzkrise Anfang 2006 bis zum vorläufigen Höhepunkt Ende 2012 um rund 500 Mrd. Euro auf 724 Mrd. Euro anstiegen (vgl. Hoffmann 2015, S. 180 ff.). Dabei handelt es sich um einen Teil der Bruttobeträge der Aktivseite der Bilanz des Eurosystems, die zur Berechnung des »ANFA-Saldos« – also der NFAs – herangezogen werden. Nach letztem Stand hielt allein die Banca d'Italia Ende 2014 mehr als 108 Mrd. Euro Staatsanleihen unter diesen Positionen, davon mindestens 80 Mrd. Euro finanziert durch ex-nihilo geschaffenes

Zentralbankgeld, also als Teil der Netto-Finanzanlagen. Erst kürzlich kritisierten Wolfgang Glomb (2016) und Jürgen Stark (2016) die Reformunwilligkeit von Frankreich und Italien, die u.a. durch deren Rückgriff auf ANFA ermöglicht wird. EZB-Direktionsmitglied Vitor Constancio sprach in einem Interview zur Jahreswende noch vage von rund 250 Mrd. Euro an Staatsanleihen in Rahmen von ANFA für alle NZBs (vgl. EZB 2015b), ob er sich dabei auf Brutto- oder Netto-ANFA-Größen bezog, war nicht zu erkennen. Fakt ist, dass die Aktivposition 7.2 Sonstige Wertpapiere, unter der Anlagen der NZBs zu »allgemeinen Investitionszwecken« gehalten werden, vollständig durch Zentralbankgeldschöpfung finanziert wird⁵ und nachweislich große Portfolien an Staatsanleihen enthält (vgl. Hoffmann 2015, S. 180 ff.). Sie betrug Ende 2015 für alle Mitglieder des Eurosystems rund 360 Mrd. Euro. Der genaue Verlauf vor 2012 ist aufgrund diverser Bilanzierungsänderungen der EZB nicht genau nachvollziehbar (vgl. Hoffmann 2015, S. 202, S. 264).⁶

Die Bundesbank äußerte sich zu der sich daraus ergebenden Debatte bezüglich der monetären Staatsfinanzierung wie folgt:

»Im Verlauf der jüngsten öffentlichen Diskussion um nicht geldpolitische Wertpapierbestände sahen sich Zentralbanken des Eurosystems teilweise dem Vorwurf der Intransparenz ausgesetzt. So wurden nicht geldpolitische Ankäufe insbesondere von heimischen Staatsanleihen durch die jeweiligen nationalen Zentralbanken mit einer durch die europäischen Verträge verbotenen monetären Staatsfinanzierung in Verbindung gebracht – insbesondere, soweit die Ausweitung solcher Portfolios parallel zur europäischen Staatsschuldenkrise erfolgte.« (Deutsche Bundesbank 2016a, S. 96).

Das DIW ging in seiner Interpretation etwas weiter. Nach bisherigem Stand der EZB-Transparenzoffensive ließe sich

»[...] weder schlussfolgern, dass eine verbotene Haushaltsfinanzierung vorliegt, noch lässt sich daraus schlussfolgern, dass sie nicht vorliegt.« (König 2016)

Man solle der EZB als prüfende Instanz aber Vertrauen entgegenbringen, da sie wahrscheinlich »solche Prüfungen nach bestem Wissen und Gewissen vornimmt« (König 2016). Etwas an diesem Vertrauensvorschuss rütteln lässt die Tatsache, dass weder die Bundesbank noch das DIW oder die EZB selbst – die im Folgenden zu erläutern – im ANFA-Abkommen geregelten Ausnahmen zur Überschreitung der Obergrenzen thematisieren.⁷

⁴ Diese Problematik gilt es, in einem weiteren Artikel näher zu erörtern.

⁵ Dies wurde dem Investigativteam der *Welt am Sonntag*, dem der Autor angehörte, auf Anfrage von der EZB bestätigt.

⁶ Erst dann ließe sich auch der These des ehemaligen hochrangigen EZB-Mitarbeiters Francesco Papadia – mit dem der Autor in Kontakt steht – nachgehen. Dieser schätzte, dass die ANFA-Wertpapierportfolios zwischen 2007 und 2015 nur um 100 Mrd. Euro anstiegen (vgl. Papadia 2015).

⁷ Das DIW führt in seinen Ausführungen lediglich in Fußnote 12 an, dass bei der irischen Zentralbank »[...] seit geraumer Zeit der Verdacht besteht, dass sie die NFA-Vereinbarung verletzt« (König und Bernoth 2016, S.247).

4. Ausnahmeregelungen zur Überschreitung der Obergrenzen des ANFA-Abkommens

In Art. 4 und 5 ihres Abkommens erlauben sich die Mitglieder des Eurosystems in bestimmten Fällen die ANFA-Obergrenzen zu überschreiten bzw. nach oben hin anzupassen. Die EZB kann nach Art. 4.3 unter außergewöhnlichen Umständen (*»under exceptional circumstances«*) Ad-hoc-Anpassungen der Obergrenzen vornehmen. Des Weiteren plant sie jedes Jahr im vierten Quartal die ANFA-Obergrenzen für das Folgejahr. Dazu berücksichtigt sie u.a. auch die zu erwartenden »gerechtfertigten« Überschreitungen (*»expected justified deviations«*), die in Art. 5.3 und 5.4 geregelt sind.

Nach Art. 5.3 rechtfertigen Entwicklungen in Verbindung mit NFAs, die nicht unter direkter Kontrolle der NZBs stehen, ein Überschreiten der Obergrenzen für die wiederum in Art. 5.4 aufgeführten vier Fälle, die da im Wortlaut wären, Überschreitungen durch

- a) zusätzliche Forderungen gegenüber dem IWF,
- b) die Gewährung von ELA⁸,
- c) nicht-eingelöste Eurosystemkredite und
- d) unvorhergesehene Bilanzentwicklungen aufgrund zeitweiliger Inanspruchnahme ungenutzter Spielräume durch andere NZBs.

⁸ Emergency-Liquidity-Assistance, also Notfall-Liquiditätsbeihilfen an Banken (vgl. EZB 2015c).

Die irische Zentralbank (Central Bank of Ireland – CBI) rechtfertigt in ihrer ergänzenden Pressemitteilung zur ANFA-Veröffentlichung ihre 43 Mrd. Euro schwere Finanzierung der Anfang 2013 auf Initiative der irischen Regierung durchgeführten Abwicklung der zur »Badbank« mutierten »Goodbank« IBRC mit den Ausnahmeregelungen⁹ im ANFA-Abkommen und verkündet, sie hätte zu allen Zeiten die ANFA-Regel eingehalten.¹⁰

5. Der Fall Irland – IBRC-Abwicklung im Jahr 2013

Im Zuge der irischen Finanzkrise wurden den »kriselnden« irischen Banken Immobilienkredite im Nominalwert von 77 Mrd. Euro für rund 30 Mrd. Euro (vgl. National Treasury Management Agency 2014, S. 35, S. 4) zum »long-term economic value« durch eine Art halbstaatliche Verwertungsgesellschaft namens NAMA (National Asset Management

⁹ Die EZB benutzt in ihrem Explainer »What is ANFA?« abweichend von hiesiger Verwendung den Terminus »Ausnahmeregelung« für die in Art. 3 ANFA geregelten »waivers«. Dies heißt übersetzt Verzicht, Verzichtleistung. Dabei geht es um die Möglichkeit von ANFA-Quoten der NZB, die zunächst nach EZB-Kapitalschlüssel festgelegt werden, durch Verzicht einzelner NZBs und entsprechender anteiliger Zugewinne anderer NZBs sowie aufgrund von historischen Sonderregelungen abzuweichen. Dies betrifft aber nicht die hier besprochenen Ausnahmen zu Überschreitungen der so festgelegten ANFA-Obergrenzen. Daher sollte für die »waiver clauses« besser der Terminus »Verzichtsregelungen« verwendet werden, um Verwechslungen zu vermeiden.

¹⁰ »Is the Central Bank of Ireland currently in compliance with ANFA? Yes, the Bank is fully in compliance with the agreement and has been at all times.« (CBI 2016, Frage 1)

Kasten 1

Ausnahmeregelungen in Art. 4.3, 5.3-4 ANFA

Art. 4.1: »In the fourth quarter of each year, the Market Operations Committee (MOC) shall prepare a calibration as the basis for the implementation of this Agreement in the subsequent year. The calibration shall take into account [among other things] [...] the following: [...]

(i) the amount of **expected justified deviations** from Eurosystem maximum net financial assets as specified in Art. 5.3, including justified deviations resulting from transactions covered by Article 5.4 as reported by the relevant NCBs.« (EZB 2014a, S. 11)

Art. 4.3: »**Under exceptional circumstances**, and if requested by the Governing Council, the MOC shall undertake an **ad-hoc recalibration**, take into account any changes to the monetary policy parameters decided by the Governing Council prior to the recalibration. Changes to the monetary policy parameters may include the initiation of monetary policy operations with the explicit intention to actively create a liquidity surplus situation. [H.d.V.]« (EZB 2014a, S. 11)

Art. 5.3: »developments in relation to net financial assets which are **not directly under the control of an NCB** may justified a temporary deviation from its financial asset ceiling. With the exception of those cases **mentioned in Article 5.4**, the decision as to whether a temporary deviation is covered by the exemption laid down in paragraph 3 **requires the consent of all Parties to the Agreement** [H.d.V.]« (EZB 2014a, S. 11)

Art. 5.4: »The following situations shall qualify as a justified temporary deviation from a NCB's net financial asset ceiling, according to Article 5.3:

- a) If an NCB exceed its ceilings due to additional IMF claims in the year in which such additional IMF claims arose, a deviation is justified subject to the obligation to bring its net financial assets back in line with its ceiling in the following year **or, in exceptional cases, following a clearly specified time schedule** agreed upon by all Parties;
- b) If an NCB exceeds its ceiling due to the provision of emergency liquidity assistance (ELA) as defined in the ELA Agreement, a deviation is justified up to the amount of ELA provided. The ELA providing NCB shall act to limit the deviation to the extent possible.
- c) If an NCB exceeds its ceiling due to non-redeemed Eurosystem loans, a deviation is justified up to the outstanding amount of these loans and does not affect an NCB's ability to expand net financial assets; and/or
- d) If an NCB exceeds its ceiling due to unforeseen balance sheet developments following the temporary provision of unused leeway to other NCBs, a deviation is justified provided that its NFA holdings do not exceed its entitlement. [H.d.V.]« (EZB 2014a, S. 11)

Agency) abgenommen.¹¹ Dabei wurden den Banken zum einen die dadurch realisierten Verluste durch Zahlungsverprechen des irischen Staates – Solawechsel (»promissory notes«) – ausgeglichen (vgl. Eichengreen 2015, S. 7), zum anderen wurden ihnen von der NAMA als »Bezahlung« staatlich garantierte NAMA-Bonds, die sie daraufhin anstatt der Kreditpakete als Aktiva hielten, übertragen (vgl. IBRC 2011, S. 7).^{12, 13} Die Solawechsel und NAMA-Bonds waren notenbankfähig und konnten über das Eurosystem bzw. die ELA der irischen Zentralbank refinanziert werden (vgl. Whelan 2009).¹⁴ Die auf diese Art geretteten Banken wurden dann 2011 in der Irish Bank Resolution Corporation (IBRC) zusammengeführt, die durch ELA-Refinanzierung der Solawechsel und ihrer über *floating charges* staatlich garantierten anderen Aktiva¹⁵ zunächst von der irischen Zentralbank mit Rückendeckung der EZB liquide gehalten¹⁶, doch letztlich Anfang 2013 abgewickelt wurde (vgl. IMF 2013, S. 5; IBRC 2012, S. 12).

Werden Zentralbankkredite nicht mehr bedient, greifen Zentralbanken auf die dafür hinterlegten Sicherheiten bzw. deren Garanten zurück. Dies gilt auch für ELA-Kredite der irischen Zentralbank. Im Moment der Abwicklung der IBRC wären die besagten Garantien bzw. Zahlungsverprechen des irischen Staates fällig geworden. Dieser hätte mit 43 Mrd. Euro die staatlich garantierten ELA-Kreditsicherheiten bereitstellen müssen. Doch dies hätte vermutlich den Staatsbankrott bzw. die Notwendigkeit neuer Hilfspakete für Irland seitens des ESM und IWF bedeutet.¹⁷ Doch mit

Unterstützung der EZB wurde eine andere »Lösung« gefunden. Die Solawechsel wurden in langfristige Staatsanleihen umgewandelt und diese sowie »neu strukturierte« NAMA-Bonds¹⁸ von der irischen Zentralbank auf eigene Rechnung erworben.¹⁹ Auf diese Weise konnten die Gläubiger der Bank ausbezahlt werden, und der irische Staat musste seinen Zahlungsverprechen bzw. -verpflichtungen nicht nachkommen bzw. konnte diese weit in die Zukunft verschieben.²⁰ Der Deal wurde damals zu Recht als ein Akt der eigentlich nach Art. 123 und 124 AEUV verbotenen (direkten) monetären Staatsfinanzierung kritisiert.²¹ Davon abgesehen stellt sich die Frage, ob dieser Deal auch gegen das ANFA-Abkommen verstoßen hat. Die irische Zentralbank und die EZB sind der Meinung, der Deal wäre ANFA-konform gewesen (vgl. CBI 2016, Frage 2). Doch zunächst zur Frage, auf welche Ausnahmeregelungen die CBI zurückgreift.

6. Auf welche Ausnahmeregelungen rekurriert die irische Zentralbank?

Die Central Bank of Ireland gibt hierzu keine direkten Auskünfte, doch gewährt sie gewisse Anhaltspunkte. Auf die selbstgestellte Frage, ob sie im Falle der IBRC-Abwicklungsfinanzierung gegen ANFA verstoßen habe, antwortete sie:

»No, the Central Bank has never been in breach of ANFA. The Central Bank extended a very large volume of Emergency Liquidity Assistance (ELA) to IBRC and its predecessor banks during the crisis. With the liquidation of IBRC, the Central Bank acquired a corresponding amount of assets involuntarily – about € 40 billion – which had been security for the extension of ELA. The ANFA framework recognises that there are situations in which this may happen and they are catered for within the framework. Such excess asset holdings are considered to be justified«.

¹¹ National Asset Management Agency, vgl. <https://www.nama.ie/about-us/>.

¹² »The government issued non-tradeable Nama bonds to the banks in exchange for their troubled assets, and arranged with the ECB that the banks could take these Nama bonds to the ECB repurchase facility and use them as collateral for borrowed cash.« (Connor 2010)

¹³ »Subsequently, following completion of due diligence by NAMA on certain loans which transferred in bulk during November and December 2010 the Bank received new senior and subordinated bonds which increase the original consideration paid by NAMA for these assets.« (IBRC 2012, S. 12)

¹⁴ Nachdem die irische Regierung vom damaligen EZB-Präsidenten Trichet mit der Drohung, ein Veto gegen die ELA der irischen Zentralbank einzulegen, dazu gebracht wurde, unter den Euro-Rettungsschirm zu schlüpfen (vgl. Eichengreen 2015, S. 6, S. 8), wurde auch der Bonitätsschwellenwert für von der irischen Regierung begebene oder garantierte marktfähige Schuldtitel ausgesetzt, so dass entsprechende Papiere – wengleich mit hohen Haircuts versehen – notenbankfähig blieben (vgl. Hoffmann 2015, S. 77 f., S. 99 ff.).

¹⁵ Unter anderem den besagten NAMA-Bonds und verbleibende Kreditportfolien.

¹⁶ Im NAMA-Jahresabschluss 2011 hieß es: »Borrowings from the Central Bank of Ireland under special funding facilities increased to € 40.1bn (2010: € 28.1bn). The facilities utilised were a Special Master Repurchase Agreement (SMRA), a Master Loan Repurchase Agreement (MLRA) and a Facility Deed from the Central Bank of Ireland. The majority of the funds were advanced under the SMRA, involving the sale and repurchase of the promissory notes and the NAMA senior bonds. Collateral assigned under the MLRA is derived from the Bank's customer lending assets.« (IBRC 2012, S.14)

¹⁷ »The corresponding problem was that the Irish government was required to come up with substantial amounts of money in a period of painful austerity. Paying out € 3.1 billion in interest and principal reduction required the authorities in Dublin to cut an additional 2 percent of GDP out of the budget or, once market access was restored, to repay ELA, whose cost is only marginally above the ECB's refinancing rate, by borrowing at considerably higher cost, thereby raising a new questions of debt sustaina-

bility.[...] The first course, cutting spending further, was politically toxic, not least because of the public perception that fiscal adjustment was being undertaken to repay the ECB for losses made by a few bad banks and property developers; the second was economically destructive.« (Eichengreen 2015, S. 8)

¹⁸ »NAMA is issuing bonds to CBI in exchange for a charge over all of IBRC's remaining assets.« (IMF 2013, S. 5).

¹⁹ »As part of the liquidation of the Irish Bank Resolution Corporation (IBRC) on 6 February 2013, the Bank acquired additional assets to the value of approximately € 42.6 billion primarily in the form of long-dated € 25.034 billion Irish Government Floating Rate Notes (FRNs), € 13.724 billion NAMA bonds, and € 3.461 billion of the Irish Government 2025 Fixed Rate Bond and €367 million acquired in respect of the MRO operation.« (CBI 2014, S. 25 f.)

²⁰ »In conjunction with the early liquidation of IBRC, instead of simply transferring the promissory notes to the account of the central bank the authorities converted them in to long-term bonds with maturities of 27 to 40 years. This eliminated the need to make repayments of principal for the next 27 years, in turn obviating the need for yet more politically problematic austerity in the short run, as well as addressing longer-run concerns for debt sustainability.« (Eichengreen 2015, S.8)

²¹ Die EZB war der Meinung: »Mit der Liquidierung der Irish Bank Resolution Corporation (IBRC) ergaben sich schwerwiegende Bedenken hinsichtlich monetärer Finanzierung.« (EZB 2014c, S. 120)

There is a requirement, naturally, to take action to try to restore the balance sheet to a more normal size over time and this has been happening.« (CBI 2016)

Die CBI führt also aus, dass sie der IBRC – und deren Vorgängerinstituten – große Volumina an ELA gewährte und ihr bei der Liquidierung der IBRC Vermögenswerte in Höhe von über 40 Mrd. Euro unbeabsichtigt (»involuntarily«) in die Hände fielen, die als Sicherheiten für die ELA hinterlegt waren. Das ANFA-Abkommen erkenne an, dass es Situationen gebe, in denen dies geschehen könne (»there are situations in which this may happen«) und dies insoweit vom Agreement abgedeckt (»covered«) sei, so dass solche zusätzlichen Wertpapierbestände vom ANFA-Abkommen als gerechtfertigt erachtet seien (»are considered to be justified«).

Die CBI führt also zunächst das Einhalten der in Art. 5.3 geregelten Bedingung (Überschreitungen müssen durch Entwicklungen, die nicht unter direkter Kontrolle der NZBs stehen, bedingt sein²²) an und verweist dann auf die vier möglichen Situationen in Art. 5.4. Beides geschieht implizit, also ohne konkrete Benennung der ANFA-Artikel, geht aber u.a. aus den verwendeten Worten »situation« und »justified« sowie dem Kontext hervor.²³

Von den vier unter Art. 5.4 genannten Fällen kommen (c) und (d) nicht in Frage, da es sich nicht um »nicht-eingelöste Eurosystemkredite« oder »unvorhergesehene Bilanzentwicklungen aufgrund zeitweiliger Inanspruchnahme ungenutzter Spielräume durch andere NZBs« handelte. Sicher kann man sagen, es betraf zunächst Situation (b) »Überschreitungen durch die Gewährung von ELA«.

Doch nach Durchführung des IBRC-Abwicklungsdeals war diese Situation eigentlich hinfällig. Denn hätte es sich um die Einbehaltung der ELA-Kreditsicherheiten aufgrund von Nicht-Bedienung der ELA-Kredite durch die in Liquidation befindliche IBRC gehandelt, wären diese unter der Aktivposition 11.6 verbucht worden (vgl. Hoffmann 2015, S. 220 f.). Außerdem hätte die IBRC dann auf den Garanten dieser Papiere – den irischen Staat – zurückgreifen müssen, um der in Art. 5.4 (b) aufgeführten Bedingung – die ELA-gewährende NZB solle die Überschreitung in dem Maße wie möglich begrenzen²⁴ – nachzukommen.

Beides tat die CBI aber nicht, sondern sie erwarb stattdessen die nach dem besagten Deal umgewandelten Papiere und verbuchte sie unter der Aktivposition 7.2 als zu »allgemeinen Anlagezwecken« gehalten. Die CBI trat also als Käufer der IBRC-Papiere auf – so dass der irische Staat als Eigentümer der Bank diese liquidieren konnte – anstatt die

ELA-Sicherheiten einzubehalten und auf den Garanten zurückzugreifen.

Dies lässt nur vier Optionen zu:

1. Die CBI verstieß gegen das ANFA-Abkommen, versucht dies aber durch Verweis auf (b) »ELA« zu verbergen.
2. Die CBI rekurriert auf Situation (a).
3. Es gibt noch andere Ausweichmöglichkeiten z.B. den Rückgriff auf Art. 4.3 »Ad-hoc-Calibrations under exceptional circumstances«.
4. Die 2009er-Version des ANFA-Abkommens enthielt noch Regeln, die in der vorliegenden veröffentlichten 2014er-Version des ANFA-Abkommens nicht mehr vorkommen.

Letzteres lässt sich nur mit letzter Gewissheit überprüfen, wenn die EZB das 2009er-Abkommen auch veröffentlichte. Der erste Punkt würde bedeuten, dass die CBI offen die Unwahrheit gesagt hat. Doch der EZB-Präsident Draghi meinte noch bei der EZB-Pressekonferenz am 21. Januar 2016 – also bereits nachdem die ANFA-Problematik auf der Agenda stand – im Zusammenhang mit der Handhabung von faulen Krediten, sogenannten Non-performing Loans (NPLs), im italienischen Bankensystem, Irland wäre ein gutes Beispiel für einen erfolgreichen Umgang mit solchen:

»A good example is what's happening in Ireland, which is one of the most successful countries as far as recovery is concerned, and regaining market access, and they're dealing with the NPLs gradually. [H.d.V.]«²⁵

Daher ist zu vermuten, dass die CBI 2013 nicht gegen ANFA verstoßen hat, zumal die Bundesbank und das DIW trotz intensiver Auseinandersetzung mit dem ANFA-Thema dies auch nicht thematisiert haben. Einzige Einschränkung hierbei ist, dass EZB-Direktoriumsmitglied Yves Mersch Ende 2015 indirekt gesagt haben soll, dass Irland vor 2014 gegen ANFA verstoßen habe²⁶, was man vor dem Hintergrund des jetzigen Wissens aber auch so interpretieren

²² Vgl. Abschnitt 4.

²³ Zum englischen Wortlaut der Art. 5.3,4 ANFA vgl. Kasten 1.

²⁴ »The ELA providing NCB shall act to limit the deviation to the extent possible.« Art. 5.4 (b) ANFA.

²⁵ Die Frage und ein anderer Teil der Antwort lautete: »The other question is about NPLs, which is an acute problem in various banking systems, and you've just advanced a request for information about NPLs to a number of banks, I think a few dozen banks. Could you explain what is the purpose of this exercise, and if these banks are singled out for further action on top of what they had to take after the comprehensive assessment and the SREP? [...] And we come to the questionnaire that was sent by the SSM: it was sent to several banks in the euro area. It was not sent only to the Italian banks. What is this questionnaire? It's an inquiry on how the banks are doing, are managing their NPLs. In other words, it is an inquiry on the governance of the NPL process management. What's the purpose of this questionnaire, of this inquiry? It's to look at different national practices, with a view, finally, in due time, to get one best practice. Nothing more. It's not an initiative that would push the banks to deal with the NPLs urgently, and as I said, we know very well that it takes a long time.« (EZB 2016d)

²⁶ »Auf Nachfrage, ob das nicht in Irland der Fall gewesen sei, kam er aber ins Stocken und Stottern. »Nicht mehr seit 2014«, sagte er dann. Indirekt musste er eingestehen, dass Irland vor 2014 seine Anfa-Quoten überschritten und damit die Regeln verletzt hatte.« (FAZ 2015d)

könnte, dass Irland seine ANFA-Obergrenze zwar überschritten habe, dies allerdings durch eine der Ausnahmeregelungen gedeckt war.

Verbleiben noch die Punkte 2 und 3, also dass die CBI auf Situation (a) rekurriert und/oder es gar noch andere Ausweichmöglichkeiten gibt. Die Situation (a) scheint sich zunächst nur auf zusätzliche Forderungen gegenüber dem IWF zu beziehen, doch weist sie eine Besonderheit auf. Es heißt dort, dass derlei Forderungen in einem Jahr oder – und dies ist für den Fall Irland von besonderer Relevanz – in außergewöhnlichen Fällen (»exceptional cases«) nach einem klar spezifizierten Zeitplan (»clearly specified time schedule«), dem alle Vertragsparteien zustimmen müssen, wieder in Übereinstimmung mit den Obergrenzen zu bringen sind (»to bring [...] back in line with its ceiling«) (vgl. Kasten 1).

Die CBI führte nun in ihrer ergänzenden Pressemitteilung zur ANFA-Veröffentlichung aus, dass der besagte Wertpapierankauf durch das ANFA-Abkommen gerechtfertigt sei, allerdings nur unter der Bedingung, dass Aktionen unternommen würden, um die Bilanz über die Zeit wieder auf eine normale Größe zurückzuführen und sie u.a. einen Mindestzeitplan erstellt hätte, um die erworbenen Staatsanleihen zu veräußern.

*»The Central Bank is [...] disposing of the government bonds that formed part of this portfolio. It committed to doing this, as soon as possible, provided financial stability conditions permit. It also indicated a **minimum schedule** (€ 0.5 billion per annum for 2015 to 2018, € 1 billion per annum for the next five years and € 2 billion per annum after that)«. [H.d.V.]²⁷*

Es handelte sich offensichtlich – dem »Exceptional-cases-Kriterium« entsprechend – um einen klar spezifizierten Zeitplan (»clearly specified time schedule«). Im CBI-Jahresabschluss 2013 ist ebenfalls von »schedule« die Rede (vgl. CBI 2014, S. 125, Fußnote (i)), und auch die EZB mildert in ihrem Jahresabschluss 2013 ihre »schwerwiegenden Bedenken hinsichtlich monetärer Finanzierungen« mit dem Hinweis auf »die Strategie der irischen Zentralbank zum Abbau der gehaltenen Staatsanleihen« etwas ab (vgl. EZB 2014c, S. 120).

Des Weiteren gibt es noch die Möglichkeit nach Art. 4.3 unter außergewöhnlichen Umständen (»under exceptional circumstances«) Ad-hoc-Rekalibrierungen von ANFA-Obergrenzen vorzunehmen, allerdings unter der Pro-forma-Bedingung, dass Änderungen der Geldpolitik zugrunde liegen müssen (vgl. Kasten 1). Ob dies der Fall gewesen ist, ließe sich nur prüfen, wenn die EZB auch die konkreten ANFA-Obergrenzen veröffentlichen würde.

²⁷ »Such excess asset holdings are considered to be justified. There is a requirement, naturally, to take action to try to restore the balance sheet to a more normal size over time and this has been happening.« (CBI 2016, Frage 2)

Bankenabwicklungsfinanzierungen durch die NZBs scheinen – insbesondere bei vorheriger Vergabe von Notfall-Liquiditätsbeihilfen (ELA-Krediten) an die vormals für solvent gehaltenen Banken – durch das ANFA-Abkommen gedeckt zu sein, wie der Fall Irland belegt.

7. Brisanz der Möglichkeit zur Finanzierung von Bankenabwicklungen über ANFA

Die Ausnahmeregelungen im ANFA-Abkommen sind in mehrfacher Hinsicht brisant:

1. die Bedeutung der Regelungen an sich sowie
2. die Intransparenz mit der diese parallel zur öffentlichen Bankenuniondebatte 2014 sowie im Vorfeld der Griechenland- und Irlandkrise Ende 2009 prolongiert bzw. das ANFA-Abkommen an sich seit 2003 immer wieder ins Leben gerufen wurde (vgl. Deutsche Bundesbank 2016a, S. 91).

Martin Hellwig (2014, S. 9) postulierte in seiner Stellungnahme für den Finanzausschuss des Bundestages im Oktober 2014, dass im Fall der Abwicklung systemrelevanter Großbanken wie der Deutschen Bank oder PNB Paribas die anvisierte Haftungskaskade der Bankenunion unrealistisch sei und im Zweifelsfall auf den ESM und »die Zentralbank rekurriert« werden wird. Des Weiteren stellte der wissenschaftliche Dienst des Bundestages bereits im Mai 2014 fest, dass es Ausnahmen von der Bail-in-Regelung gebe²⁸, so beispielsweise das Instrument der »außerordentlichen öffentlichen Finanzsektorhilfe« im Fall einer »Gefährdung der Finanzstabilität«.²⁹ Es scheint so, dass die von Hellwig aufgeworfene Frage nach Zentralbankfinanzierung von Bankenabwicklungen durch das im November 2014 zuletzt erneuerte ANFA-Abkommen bereits beantwortet wurde, doch ohne dass dies in die Analysen und Beratungen des Bundestages oder anderer politischer oder wissenschaftlicher Institutionen in und außerhalb Deutschlands eingeflossen wäre.

Im Herbst 2015 begann die italienische Regierung in Abstimmung mit der EZB-Abteilung für Bankenaufsicht, den italienischen Banken Wege zu ebnet, sich ihrer faulen Kredite (NPLs) im Umfang von rund 200 Mrd. Euro über Badbanks und/oder Verbriefungen zu entledigen (vgl. *Handelsblatt* 2015; *Wallstreet-Online* 2015; *Neue Zürcher Zeitung* 2016a). In diesem Zusammenhang lobte der EZB-Präsident Draghi den irischen Weg, wie oben beschrieben, als erfolgreiches Beispiel. Doch anders als damals gelten seit Anfang 2016 die Bail-in-Regeln der zweiten Säule der Bankenunion, was die »Entsorgung«

²⁸ Die staatlichen Stabilisierungsinstrumente nach Art. 56-58 BRRD, die diskretionäre Ausnahmen vom Bail-in nach Art. 24 SRM und die präventive Finanzsektorhilfe (vgl. Schlichting 2014, S. 16 ff.).

²⁹ Bei dem »[...] nicht ausgeschlossen werden [kann], dass auf Initiative eines Mitgliedstaats (und nicht auf Initiative der Abwicklungsbehörde [...]) der Einsatz von Stabilisierungsinstrumenten erfolgt, so dass weniger als 8% der Bilanzsumme einem Bail-In unterzogen werden.« (ebenda, S. 17)

der italienischen NPLs nach irischem Vorbild erschwert. Hellwig erwartete bereits 2014 in solch einem Falle,

»[...] dass die beteiligten Staaten bei Banken mit Bilanzsummen in dreistelliger Milliardenhöhe den Einsatz des Sanierungs- und Abwicklungsmechanismus in Zukunft ebenso vermeiden wollen wie in der Vergangenheit das Insolvenzverfahren. Soweit sie es sich leisten können, werden sie versuchen, schon im Vorfeld eines solchen Verfahrens die Solvenz der Bank durch eine Rekapitalisierung aus eigenen Mitteln zu verbessern; die Beihilfekontrolle der Europäischen Kommission wird das zwar prüfen, in Anbetracht der tatsächlichen oder behaupteten Gefährdung der Finanzstabilität wird sie aber kein Veto aussprechen, sondern allenfalls Auflagen erteilen, wie bisher schon. Soweit die Staaten sich eine Rekapitalisierung nicht leisten können, werden sie versuchen, die Probleme der Bank unter der Decke zu halten und hoffen, dass die Zentralbanken die Refinanzierung der Bank sicherstellen. Das Anliegen der Finanzstabilität – einschließlich der Funktionsfähigkeit des monetären Transmissionsmechanismus – macht die Zentralbanken in diesem Punkt erpressbar; daran hat sich durch die Übertragung der Aufsichtskompetenz auf die EZB nichts geändert.« (Deutscher Bundestag 2014, S.106)

Die ersten beiden Säulen der Bankenunion wurden ins Leben gerufen, um den seit Ausbruch der Finanzkrise 2007 zu Tage tretenden »Teufelskreislauf zwischen Banken und öffentlichen Finanzen« zu durchbrechen und dem »Wettbewerbsgedanken« sowie dem Prinzip von »Herrschaft und Haftung« wieder Geltung zu verschaffen (vgl. Europäische Kommission 2014, S. 1; Feld et al. 2014, S. 19, 28; Kerber 2012). Der direkten oder indirekten Vergemeinschaftung von Bankverlusten sollte ein Riegel vorgeschoben werden (vgl. Europäische Kommission 2014). Die EZB wurde zentrale Bankenaufsicht und kann Bankenabwicklungen auslösen, kontrolliert aber gleichzeitig auch die Vergabe von ELA und führt großangelegte Stützungskäufe für verbrieftete Kreditforderungen und Staatsanleihen durch (vgl. EZB 2015d; 2016e). Dies brachte ihr die Kritik ein, man hätte den »Bock zum Gärtner« gemacht (vgl. Kerber 2012), und die Machtkonzentration sei gefährlich, da die stabilophoben Länder eine strukturelle Mehrheit im EZB-Rat hätten (vgl. Stademann 2014, S. 17 ff.; Sinn 2012, S. 40 ff., 222 ff.) und deren Vertreter bei der EZB, wie z.B. der italienische EZB-Präsident Draghi oder die französische Vorsitzende der EZB-Bankenaufsicht Frau Nouy, einem national Bias unterlägen (vgl. Murswiek 2016).³⁰ Seit der Veröffentlichung des ANFA-Abkommens ist nun bekannt, dass die EZB auch die Kontrolle über die Finanzierung der Bankenabwicklung und »verdeckten« Stützungskaufmöglichkeiten der NZBs hat.³¹

³⁰ Eichengreen wies daraufhin, dass der EZB-Präsident Trichet 2010 darauf drängte, keinen Bail-In der irischen Krisenbanken zuzulassen, sondern Irland besser unter den Rettungsschirm schlüpfen sollte, um Verluste französischer und deutscher Banken zu vermeiden (vgl. Eichengreen 2015, S. 6).

³¹ Dies stärkt auch die These Hans-Werner Sinns von der Verlagerung der Wachstumskräfte durch kostenlosen Versicherungsschutz (vgl. Sinn 2013, S. 36 ff.).

Die ANFA-Transparenzoffensive der EZB brachte bislang nicht ans Licht, was für Staatsanleihen die Banca d'Italia und die Banque de France im Rahmen von ANFA erworben haben. Wurden aus strategisch/politischen Gründen gehaltene Aktien oder Bankschuldverschreibungen erworben? (vgl. Hoffmann 2015, S. 231 f.) Was hat es mit den Fremdwährungsgeschäften der Banque de France auf sich? Warum fiel der starke Anstieg der Bestände an »sonstigen Wertpapieren«³² ausgerechnet in die Zeit des Ausbruchs der Finanzkrise? Ist monetäre Staatsfinanzierung wirklich auszuschießen? Kann ANFA als »Schatten-OMT« nur ohne die Inanspruchnahme des ESM und der damit verbundenen Auflagen interpretiert werden? Die beiden Zentralbanken verweigerten bislang fast jede Auskunft zu ANFA gegenüber der Öffentlichkeit (vgl. *Die Welt* 2015a). Die EZB weist auf die ausstehenden Jahresabschlüsse dieser NZBs hin (vgl. EZB 2016a, WamS 2016).

Bislang verbleiben also mehr Fragen als Antworten. Die bloße Veröffentlichung des ANFA-Abkommens hat das Vertrauen in die EZB noch nicht wiederhergestellt. Die Möglichkeit zur Finanzierung der Bankenabwicklung rüttelt eher noch daran.

8. Fazit

In Anbetracht der Zahlentricksereien Griechenlands bei Aufnahme in den Euro und der daraus resultierenden Durchbrechung der No-Bail-out-Klausel im Mai 2010 (vgl. Sinn 2012, S.133 ff.; *Neue Zürcher Zeitung* 2016a) sowie der von Dietrich Murswiek hinterfragten Unbefangenheit des EZB-Präsidenten Draghi (vgl. Murswiek 2016) ist erhöhte Transparenz seitens der NZBs und EZB angebracht. Es steht zu befürchten, dass – wie im Falle Griechenlands einst das Bail-out-Verbot – nun das Bail-in-Gebot mit Verweis auf die »Gefährdung der Finanzstabilität« mit Hilfe von ANFA durchbrochen wird und dies die »marktwirtschaftliche Ordnung weiter unterhöhlt«, wie es Hans-Werner Sinn bereits 2012 formulierte.

Um der Forderung des DIW nach einem »Vertrauensvorschuss gegenüber der EZB« – auch in Anbetracht der Debatte um deren Unabhängigkeit (vgl. *Handelsblatt* 2016) und die wieder steigenden Target-2-Salden (vgl. *FAZ* 2016) – nachkommen zu können, sei mit Dirk Meyer gesagt:

»Insbesondere die Unabhängigkeit der EZB und der NZBen gebieten ein transparentes Geschäftsgebahren. Das ANFA-Zusatzgeld kennzeichnet jedoch Intransparenz.« (Meyer 2016)

Neben der Debatte, inwieweit ANFA mit der Target-2-Saldenbildung verbunden ist, steht noch die Klärung von Fra-

³² Hiermit sind die Aktivpositionen A.6, A.7.2 und A.11.3 der NZB-Bilanzen gemeint (vgl. Hoffmann 2015, S. 173 ff.).

gen zur Rechnungslegung des Eurosystems aus. Für die weitere Forschung hilfreich wäre es daher, wenn die EZB u.a. auch die früheren Versionen des ANFA-Abkommens, den konkreten Verlauf der ANFA-Obergrenzen auf Eurosystem- und NZB-Ebene, Art, Umfang und Verteilung der ANFA-Staatsanleihekäufe und eine Zeitreihe auf Wochen-ebene zur Inanspruchnahme der ELA seit 2006 veröffentlichen würde.

Literatur und Quellen

CBI – Central Bank of Ireland (2014), *Annual report 2013*, verfügbar unter: <https://www.centralbank.ie/publications/Documents/Central%20Bank%20of%20Ireland%20Annual%20Report%202013.pdf>.

CBI – Central Bank of Ireland (2016), »Questions and Answers on the Agreement on Net Financial Assets (ANFA)«, 5. Februar, verfügbar unter: <https://www.centralbank.ie/mpolbo/assetman/Documents/160205%20ANFA%20QA%20formatted.pdf>.

Connor, G. (2010), »Nama Bonds at the ECB«, *The Irish Economy*, 18. November, verfügbar unter: <http://www.irisheconomy.ie/index.php/2010/11/18/nama-bonds-at-the-ecb/>.

Deutsche Bundesbank (2014), »Stellungnahme zum BRRD-Umsetzungsgesetz anlässlich der öffentlichen Anhörung des Finanzausschusses des Deutschen Bundestages am 6. Oktober 2014«, Frankfurt am Main.

Deutsche Bundesbank (2016a), »Zur Bedeutung und Wirkung des Agreement on Net Financial Assets (ANFA) für die Implementierung der Geldpolitik«, *Monatsbericht* März, 87–97.

Deutsche Bundesbank (2016b), »Zur Rolle des Agreement on Net Financial Assets (ANFA) in der geldpolitischen Implementierung«, *Geschäftsbericht*, Frankfurt am Main.

Deutscher Bundestag, Finanzausschuss (2014), »Kurzprotokoll der 19. Sitzung«, 6. Oktober, verfügbar unter: <https://www.bundestag.de/blob/335040/73ead4ad4aa1efb2a46f7412cfa38969/protokoll-data.pdf>

Die Welt (2015), »Die umstrittene Vergangenheit des EZB-Chefs Draghi«, verfügbar unter: <http://www.welt.de/wirtschaft/article149891846/Die-umstrittene-Vergangenheit-des-EZB-Chefs-Draghi.html>.

Eichengreen, B. (2015), »The Irish Crisis and the EU from a Distance«, *IMF Working Papers* 11/155.

Europäische Kommission (2014), »Bankenunion: Herstellung der Finanzstabilität im Euroraum«, Pressemitteilung, 15. April, verfügbar unter: http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-14-294_de.htm.

EZB (2014a), »Agreement of 19 November 2014 on net financial assets«, ECB-Confidential, 5 Februar 2016, verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_anfa_agreement_19nov2014_f_sign.pdf?208a-41defab3909e542d83d497da43d2.

EZB (2014b), »Invitation to enter Agreement on net financial assets, 25 November 2014; Declaration of acceptance by Lietuvos bankas of the invitation to adhere to the agreement on Net Financial Assets«, 17. Dezember, verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/en_anfa_declaration_lietuvas_bankas_f_sign.pdf?fad6f3cb0a4f905ef-101d5a387d0bf7c.

EZB (2014c), *Jahresbericht 2013*, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013de.pdf?220747e17bf1fbc-c92dde1977799e956>.

EZB (2015a), »Konsolidierte Bilanz des Eurosystems zum 31.12.15«, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eurosystembalancesheet2015.de.pdf?646063d02cca0e24f5c1a50841cb6f18>.

EZB (2015b), Gespräch mit der Börsen-Zeitung, Interview mit Vítor Constâncio von Mark Schrörs, 31. Dezember.

EZB (2015c), *Verfahren für die Gewährung von Notfall-Liquiditätsbeihilfe (Emergency Liquidity Assistance)*, verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/201402_elaprocedures.de.pdf?1d27f62d-7c0f2824d59d593f9c758604.

EZB (2015d), »Asset purchase programmes«, 22. Januar, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/asset-purchase.en.html>.

EZB (2016a), »EZB erläutert Vereinbarung über Netto-Finanzanlagen (ANFA)«, Pressemitteilung, 5. Februar, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2016/html/pr160205.de.html>.

EZB (2016b), »Was ist ANFA?«, verfügbar unter: https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/anfa_qa.de.html.

EZB (2016c), »Annual consolidated balance sheet of the Eurosystem«, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/balance/html/index.en.html>.

EZB (2016d), »Introductory statement to the press conference (with Q&A), Pressekonferenz«, 21. Januar, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2016/html/is160121.en.html>.

EZB (2016e), »What is the expanded asset purchase programme?«, 22. Januar 2015, Update 31. März 2016, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/asset-purchase.en.html>.

FAZ – *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (2015a), »Heimliches Gelddrucken in Rom und Paris«, 7. Dezember, verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/wirtschaftspolitik/nationale-notenbanken-kaufen-staatsanleihen-13951395.html>.

FAZ – *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (2015b), »Anfa – Politiker fordern Offenlegung des EZB-Geheimpakts«, 9. Dezember, verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/politiker-fordern-offenlegung-des-anfa-geheimabkommens-der-ecz-13955388.html>.

FAZ – *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (2015c), »Monetäre Staatsfinanzierung. Der Pinocchio-Moment des Notenbankers«, 11. Dezember, verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/monetaere-staatsfinanzierung-der-pinocchio-moment-des-notenbankers-13959366.html>.

FAZ – *Frankfurter Allgemeine Zeitung* (2016), »Philipp Plickert, Das Eurofieberthermometer steigt wieder«, 18. April, verfügbar unter: <http://www.faz.net/aktuell/finanzen/hohe-salden-in-target-system-als-folge-der-ecz-geldflut-14183900.html>.

Feld, L.P., C. Fuest, J. Haucamp, H. Schweitzer, V. Wieland und B.U. Wigger (2014), *Europäische Bankenunion: Vom Prinzip Hoffnung zum Prinzip Haftung*, Stiftung Marktwirtschaft, Reihe Kronberger Kreis-Studien Nr. 59, Berlin.

Glomb, W. (2016), »Frankreich ist nicht reformmüde – die Grande Nation ist reformunwillig«, *Hauptstadtbrief* 135, verfügbar unter: <http://www.derhauptstadtbrief.de/cms/114-der-hauptstadtbrief-135/1057-frankreich-ist-nicht-reformmuede-die-grande-nation-ist-reformunwillig>.

Handelsblatt (2015), »Italiens Regierung beschließt Bankenrettung«, 22. November, verfügbar unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/international/milliarden-finanzierungsluecke-italiens-regierung-beschliesst-bankenrettung/12625508.html>.

Handelsblatt (2016), »Breite Front gegen ›Quasi-Diktatur‹ der EZB«, 23. März, verfügbar unter: <http://www.handelsblatt.com/politik/konjunktur/draghi-und-die-geldpolitik-breite-front-gegen-quasi-diktatur-der-ecz/13352136.html>.

Hellwig, M. (2014), *Stellungnahme für den Finanzausschuss des Deutschen Bundestags zum Entwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2014/59/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014 zur Festlegung eines Rahmens für die Sanierung und Abwicklung von Kreditinstituten und Wertpapierfirmen (BRRD-Umsetzungsgesetz)*, verfügbar unter: <https://www.bundestag.de/blob/333188/2466b19bce1a95b29b-00f6c8f63f5289/09---prof--hellwig-data.pdf>.

Hoffmann, D. (2015), *Die EZB in der Krise – Eine Analyse der wesentlichen Sondermaßnahmen von 2007 bis 2012*, Nr. 1 der Schriftenreihe zur Erforschung des Geldwesens, 1. Auflage, Pro Business, Berlin.

- Hoffmann, D. (2016a), »Abbildungen zu ANFA«; im Buchbonus von *Die EZB in der Krise*, verfügbar unter: <http://www.book-on-demand.de/buchbonus/features>.
- Hoffmann, D. (2016b), »ANFA-Affäre – Überblick und Hintergründe«, *Mehrwert – Das Institutionelle Fachmagazin von Investors Partners* (1), verfügbar unter: <http://www.book-on-demand.de/bonusmaterial/819>.
- Hoffmann, D. (2016c), »Mehr Fragen als Antworten«, *Wirtschaftsdienst* 96(4), 230.
- Hoffmann, D. (2016d), »ANFA-Abkommen: Geheimhaltung nach 13 Jahren beendet«, *Betriebswirtschaftliche Blätter – Fachzeitschrift für Unternehmensführung in der Sparkassen-Finanzgruppe*, 7. Juli, verfügbar unter: <http://www.sparkassenzeitung.de/geheimhaltung-nach-13-jahren-beendet/150/26/75610/?token=DFC9E339ABFE0E85499F6E048B006AB3>.
- IBRC (2011), *Annual Report & Accounts 2010*, verfügbar unter: http://www.ibrc.ie/About_us/Financial_information/Archived_reports/Annual_Report_2010.pdf.
- IBRC (2012), *Annual Report & Accounts 2011*, verfügbar unter: http://www.ibrc.ie/about_us/financial_information/annual_report/annual_report_2011.pdf.
- ifo Institut (2015), »ifo-Präsident Sinn kritisiert Notenbanken«, Pressemitteilung, 11. Dezember, verfügbar unter: http://www.cesifo-group.de/de/ifoHome/presse/Pressemitteilungen/Pressemitteilungen-Archiv/2015/Q4/pm_20151211-Notenbanken.html.
- IMF (2013), *Country Report No. 13/93, Ireland, Ninth review under the extended arrangement*, April, Washington.
- Kerber, M.C. (2012), »Den Bock zum Gärtner machen? Eine ordnungspolitische Hinterfragung der Bankenunion«, *ORDO – Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft* 65, 75–98.
- König, Ph. (2016), »Die nationalen Notenbanken sollten transparenter werden: Sieben Fragen an Philipp König«, *DIW Wochenbericht* (12 + 13), 253.
- König, Ph. und K. Bernoth (2016), »Verdeckte Staatsfinanzierung oder erlaubte Portfoliosteuerung? Das ANFA-Abkommen des Eurosystems«, *DIW Wochenbericht* (12 + 13), 243–252.
- Meyer, D. (2016) »ANFA – Nationale Geldchöpfung als Spürensatz für die Währungsunion?«, *Wirtschaftsdienst* 96(6), 413–421.
- Murswiek, D. (2016), »Das Befangenheitsproblem der EZB«, *Hauptstadtbrief* Nr. 134, 25. Februar, verfügbar unter: <http://www.derhauptstadtbrief.de/cms/index.php/component/content/article/113-der-hauptstadtbrief-134/995-das-befangenheitsproblem-der-ezb>.
- National Treasury Management Agency (2014), *Annual report and Accounts for the year end 2013*, Dublin.
- Nama.ie (2016), »Group Structure, About us; Valuation of assets; NAMA bonds«, verfügbar unter: <https://www.nama.ie/about-us/>.
- Neue Zürcher Zeitung* (2016a), »Was in den Griechenland-Verhandlungen ansteht, Drei Fragen, drei Fronten«, 22. April, verfügbar unter: <http://www.nzz.ch/wirtschaft/wirtschaftspolitik/was-in-den-griechenland-verhandlungen-ansteht-drei-fragen-drei-fronten-ld.15403>.
- Papadia, F. (2015), »ANFA or a perfect storm in a cup of tea«, 17. Dezember, verfügbar unter: moneymatters-moneypolicy.eu.
- Schlichting, J.M. (2014), »EU-Sachstand: Finanzstabilität als Ausnahmetatbestand für Bail-in«, 8. Mai, Wissenschaftlicher Dienst des Bundestages, Referat PE 2 EU-Grundsatzangelegenheiten, Fragen der Wirtschafts- und Währungsunion, PEK-Dok 145/2014.
- Sinn, H.-W. (2012), *Die Target Falle*, 1. Aufl., Hanser, München.
- Sinn H.-W. (2013), *Verantwortung der Staaten und Notenbanken in der Eurokrise*, Gutachten für Gutachten im Auftrag des Bundesverfassungsgerichts, Zweiter Senat, Verfassungsbeschwerden 2 BvR 1390/12, 2 BvR 1439/12 und 2 BvR 1824/12, Organstreitverfahren 2 BvE 6/12, Sitzung 11. und 12. Juni 2013.
- Stadermann, H.-J. (2014), *Der stabile Euro und seine Feinde*, 1. Aufl., Metropolis, Marburg.
- Stark, J. (2016), »Bella Italia – das war einmal«, *Hauptstadtbrief* 135, verfügbar unter: <http://www.derhauptstadtbrief.de/cms/114-der-hauptstadtbrief-135/1054-bella-italia-das-war-einmal>.
- Wallstreet-Online* (2015), »Lieber Staat, bitte rette uns! Gleich drei italienische Banken brauchen Milliardenhilfen«, 13. Oktober, verfügbar unter: <http://www.wallstreet-online.de/nachricht/8025621-bankenrettung-lieber-staat-bitte-rette-uns-italienische-banken-milliardenhilfen>.
- WamS – Welt am Sonntag* (2016), »Das ist keine südeuropäische Marotte«, 11. Juni, 11.
- Whelan, K. (2009), »ECB, NAMA Bonds and the Irish Banks as Issuers of Sovereign Debt«, *The Irish Economy*, 7. September, verfügbar unter: <http://www.irisheconomy.ie/index.php/2009/09/07/ecb-nama-bonds-and-the-irish-banks-as-issuers-of-sovereign-debt/>.

Deutschland werde immer ungleicher. Das ist eine oft gehörte Grundannahme, die in politischen Debatten hohe Wirkung entfaltet. Nur: Die Daten sprechen eine andere Sprache. Es zeichnet sich immer deutlicher ab, dass schon die Hartz-Reformen durch den Abbau der Arbeitslosigkeit zu einer Verringerung der Ungleichheit auf dem Arbeitsmarkt geführt haben. Selbst bei ausschließlicher Betrachtung der Beschäftigten zeigt sich eine deutliche Trendwende um das Jahr 2010.

Die ökonomische Ungleichheit in Deutschland sei auf einem hohen Niveau, und sie steige ständig weiter – das scheint der Tenor der Debatte in der Öffentlichkeit zu sein. In den letzten Monaten haben sich viele Autoren zu diesem Thema zu Wort gemeldet, zuletzt der Präsident des Deutschen Instituts für Wirtschaftsforschung (DIW) Marcel Fratzscher mit seinem Buch *»Verteilungskampf: Warum Deutschland immer ungleicher wird«*.

Wir widmen uns einem – vielleicht dem wichtigsten – Aspekt der Ungleichheitsdebatte: der Verteilung der Einkommen. Das hat einen guten Grund: Einkommen, hier vor allem Arbeitseinkommen, sind eindeutig definiert und gut statistisch erfasst. Und die Einkommensverteilung kann durch Steuern und Transfers politisch viel schneller beeinflusst werden als die Verteilung von Vermögen oder Chancen.

Im Gegensatz zu den Angaben zum Einkommen gibt es in Deutschland keine guten und verlässlichen Daten zur Vermögensverteilung. Die Unsicherheiten beginnen mit der Frage, was als Vermögen zählt: Wie sollen selbstgenutzte Immobilien oder auch Rentenansprüche an private Versicherer und an den Staat eingestuft und quantifiziert werden? Wie gehen wir mit dem Faktum um, dass die wichtigste Informationsquelle zur sozioökonomischen Situation der Bundesbürger (das SOEP¹) einen hohen Anteil an Haushalten enthält, die angeben, kein Vermögen zu haben, aber dennoch positive Kapitaleinkünfte erzielen? Wie behandelt man das zyklische Auf und Ab von Vermögenspreisen, seien es Aktien, Anleihen oder Immobilien, vor allem dann, wenn die Eigentümer die Gewinne oder Verluste gar

nicht realisieren? Noch viel schwieriger ist es, sich auf ein Konzept der Chancengleichheit zu einigen und diese zu messen.

Wir wollen uns in dieser Studie mit den Fakten auseinandersetzen und Spekulationen über wichtige, aber schwer zu messende Aspekte vermeiden. Daher konzentrieren wir uns auf die Einkommensverteilung, die zumindest besser messbar ist.²

Die Ungleichheit der Bruttoreallöhne unter den Beschäftigten in Deutschland hat sich seit 2005 leicht verringert. Der durch den Gini-Koeffizienten gemessene Wert liegt im Jahr 2013 etwas unter dem Niveau von 2004. Blickt man nur auf die sozialversicherten Vollzeitbeschäftigten, so sinkt die (reale) Bruttolohnungleichheit erst seit dem Jahr 2011.

Betrachtet man nicht nur die Beschäftigten, sondern bezieht Personen ohne (offizielle) Arbeit mit ein, so zeigt sich ein deutlicher Rückgang der Ungleichheit der Bruttoreallöhne seit dem Jahr 2005. Die Hartz-Reformen haben seit 2005 zu einem Beschäftigungszuwachs von mehr als 10% geführt, d.h., für 4 Mio. Personen wurde das Arbeitseinkommen von null auf einen positiven Wert angehoben. Wird dieser Beschäftigungseffekt berücksichtigt, ist die Ungleichheit der Bruttoreallöhne seit 2005 stark zurückgegangen.

Der Aufbau der Beschäftigung seit 2005 ist zum größten Teil auf mehr Vollzeitstellen zurückzuführen. Der Anteil der Frauen, die sich statt einer Teilzeitarbeitsstelle eine Vollzeitstelle wünschen, liegt seit 2005 konstant bei etwa 14%.

¹ SOEP steht für das Sozio-ökonomische Panel und umfasst einen ausführlichen Datensatz, der auf wiederholten Befragungen einzelner Haushalte in Deutschland basiert. Eine ausführliche Beschreibung der Daten findet sich in Felbermayr et al. (2016).

² Das bedeutet auch, dass wir in weiten Teilen der Studie Einkommen aus Kapital aufgrund der genannten Schwierigkeiten nicht berücksichtigen. An den Stellen, an denen es in unserer Analyse Berücksichtigung findet, weisen wir explizit darauf hin. Für eine sehr ausführliche Behandlung des Themas siehe IAW und Uni Tübingen (2011).

Seit 1997 ist die Erwerbstätigkeitsquote von Frauen um fast 7 Prozentpunkte gestiegen. Die Lohnungleichheit unter Frauen ist aufgrund anders verlaufender Erwerbsbiographien noch immer höher als jene unter Männern. Daher vergrößert die steigende Erwerbsbeteiligung von Frauen die Lohnungleichheit. Der Anteil der Beschäftigten, die über 50 Jahre alt sind, ist von 23% auf 34% gestiegen. Weil die Lohnungleichheit unter älteren Arbeitnehmern höher ist als unter jüngeren, schiebt auch dieser Trend die Lohnverteilung nach oben. Und der Anstieg des Anteils hochausgebildeter Arbeitnehmer hat denselben Effekt. Ohne diese begrüßenswerten Trends wäre die Lohnungleichheit schon früher zurückgegangen.

Bruttolohnungleichheit: Anzeichen für eine Trendumkehr?

Die wissenschaftliche Debatte in Deutschland konzentriert sich häufig auf die *Bruttolohnungleichheit unter den sozialversicherungspflichtig vollzeitbeschäftigten Individuen* (vgl. z.B. Dustmann, Ludsteck und Schönberg 2009; Card, Heining und Kline 2013; Dustmann et al. 2014 für wissenschaftliche Abhandlungen und Möller 2016 für aktuelle Zahlen). Damit wird auf einen (relevanten) Teil der Erwerbsbevölkerung abgestellt – nämlich auf Personen, die unselbständig beschäftigt und somit in der Sozialversicherungsstatistik erfasst sind. Beamte und Selbständige sind allerdings nicht berücksichtigt. Ebenso werden Arbeitsuchende in diesen Analysen vernachlässigt. Außerdem wird auf einzelne Arbeitnehmer abgestellt, nicht etwa auf Haushalte (wie in Abb. 1). Betrachtet werden außerdem die Bruttoreallöhne, d.h., Steuern und Transfers aller Art bleiben unberücksichtigt. Die zitierten Untersuchungen zeigen, dass die gemessene Ungleichheit über weite Perioden der jüngeren Vergangenheit stark angestiegen ist; Möller berichtet allerdings über eine Wende seit dem Jahr 2011.

Die zitierten Arbeiten verwenden sehr gute Daten aus der Sozialversicherungsstatistik, die vom Institut für Arbeitsmarkt- und Berufsforschung (IAB) in Nürnberg in verschiedenen Datensätzen und in vorbildlicher Weise für die Forschung verfügbar gemacht werden. Das Problem ist hier allerdings, dass nur ein Teil des Arbeitsmarktes betrachtet wird. Für eine politische Entscheidungsgrundlage ist diese Einschränkung problematisch, weil sie zu falschen Einschätzungen führen kann.

Um dies zu verdeutlichen, verwenden wir Daten des Sozio-oekonomischen Panels (SOEP) – einer großen Erhebung, die das DIW jährlich durchführt. Diese Daten werden sowohl vom DIW selbst als auch von ande-

ren untersucht (vgl. z.B. Bönke, Corneo und Lüthen 2015 für eine exzellente Diskussion der Evidenz). Der Vorteil der SOEP-Daten liegt darin, dass die Stichprobe Arbeitslose oder die selbständig Beschäftigten nicht ausschließt. Außerdem sind Informationen über andere Einkommensarten (Kapitaleinkommen, Einkommen aus Vermietung und Verpachtung etc.) sowie zu Steuern und Transfers vorhanden.

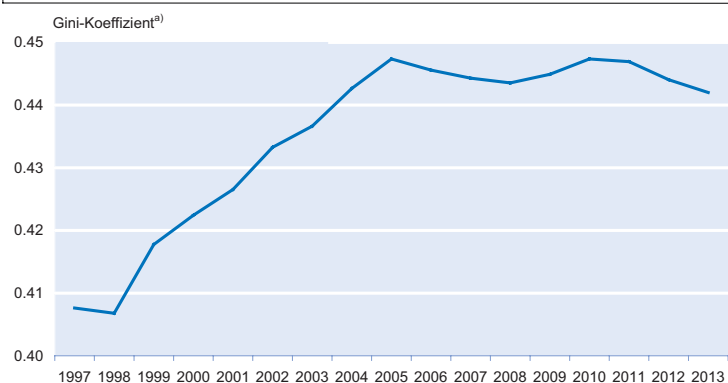
Um den Anschluss zur wissenschaftlichen Literatur, die häufig die realen Bruttolohnndaten des IAB nutzt, zu finden, beginnen wir unsere empirische Untersuchung mit Daten des SOEP zur realen Bruttolohnungleichheit. Wir konzentrieren uns also auf jene Ungleichheit, wie sie vom Marktmechanismus über die Erwerbseinkommen generiert wird, bevor der umverteilende Sozialstaat mit Steuern und Transfers eingreift.³ Auf die Wirkung dieser Maßnahmen gehen wir in Teil 2 dieses Berichtes ein. In allen Fällen betrachten wir reale, d.h. inflationsbereinigte Größen.

Abbildung 1 zeigt die Gini-Koeffizienten im Zeitverlauf seit 1997. Diese messen das Ausmaß der Bruttolohnungleichheit unter den Erwerbstätigen – Arbeitslose, ob auf Arbeitssuche oder nicht – sind in der Statistik nicht enthalten. Der Gini-Koeffizient ist ein sehr häufig verwendetes Maß der Ungleichheit: Ein Wert von 0 bedeutet, dass die Einkommen gleichmäßig über die Stichprobe verteilt sind; ein Wert von 1 bedeutet, dass das gesamte Einkommen auf eine einzige Person konzentriert ist und somit die Ungleichheit maximal ist.⁴

³ Natürlich ist die Bruttolohnungleichheit nicht unabhängig von Steuern und Transfers, weil diese das Marktgeschehen beeinflussen.

⁴ Der Gini-Koeffizient ist eine praktische Kennzahl, weil er die gesamte Verteilung der Einkommen in einer einzigen Ziffer zusammenfasst. Er wird jedoch kritisiert, weil er nicht enthüllt, inwieweit eine etwaige Zunahme der Ungleichheit durch steigende Einkommen der Reichen oder fallende Einkommen der Armen verursacht wird. Andere Kennzahlen, wie der Theil-Index oder der Atkinson-Index, haben ebenfalls Probleme. Daher wird gern auf Vergleiche zwischen Einkommensperzentilen abgestellt (z.B. das Einkommen der reichsten 20% im Vergleich zum Einkommen der ärmsten 20%). Die Auswahl der Perzentile unterliegt allerdings einer gewissen Beliebigkeit.

Abb. 1
Lohnungleichheit unter den Erwerbstätigen



Grundlage sind Personen im Alter von 16–65. Inflationsbereinigte Größen.

^{a)} Basiert auf den Bruttoarbeitseinkommen aller Beschäftigten.

Quelle: GSOEPv31; Berechnungen des ifo Instituts.

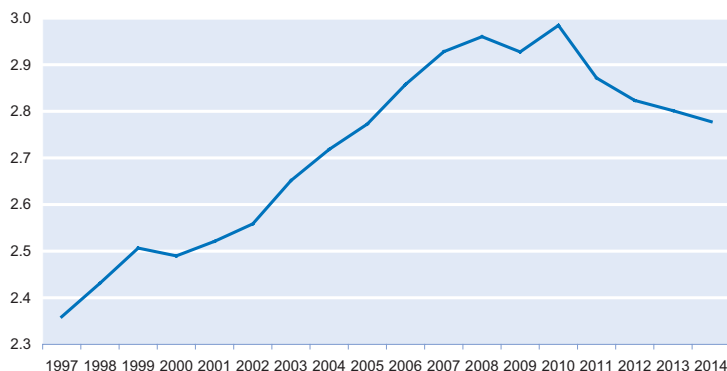
Abbildung 1 zeigt, dass der Gini-Koeffizient von 1997 bis 2005 deutlich angestiegen ist. Seit 2005 weist er ein relativ konstantes Niveau auf.

Die Darstellung suggeriert, dass sich Mitte der 2000er Jahre offenbar die Dynamik der Bruttolohnungleichheit in Deutschland verändert hat; der langjährige Anstieg ist beendet. Bemerkenswert ist, dass zum Zeitpunkt der Trendwende die Hartz-Gesetze in Kraft traten.

Wir stellen diesen Befund der Entwicklung auf Grundlage der aktuellsten Daten des IAB gegenüber und verwenden dazu die Stichprobe der Integrierten Arbeitsmarktbiographien (SIAB), die bis zum Jahr 2014 vorliegt. Da die Bruttolohninformationen im SIAB allerdings in Höhe der Beitragsbemessungsgrenze zensiert sind, ist es nicht ratsam, den Gini-Koeffizienten als Ungleichheitsmaß heranzuziehen. Ähnlich wie Möller (2016) betrachten wir daher ein Ungleichheitsmaß, das robust gegen diese Zensur ist, da es die höchsten 15% der Einkommen nicht berücksichtigt.⁵ Abbildung 2 zeigt das alternative Ungleichheitsmaß über den Zeitraum von 1997 bis 2014. Veranschaulicht wird das Verhältnis der Einkommen des 85. Perzentils relativ zu jenen des 15. Perzentils. Mit anderen Worten, wir vergleichen das Einkommen jener Person, die sich dadurch auszeichnet, dass 85% der Personen weniger als sie verdienen, mit einer anderen Person, die sich dadurch auszeichnet, dass 15% der Personen weniger verdienen. Auch auf Grundlage dieser Auswertung zeigt sich: Die Bruttolohnungleichheit unter den sozialversicherten Vollzeitbeschäftigten ist seit 2007 relativ stabil und sinkt seit dem Jahr 2010 sogar. Schließlich untersuchen wir die Entwicklung der einzelnen Lohnperzentile über die Zeit separat und erhalten dadurch Aufschluss darüber, in welchem Teil der Lohnverteilung die stärksten Entwicklungen stattgefunden haben und auf welchen Bereich der Rückgang der Ungleichheit ab 2010 zurückzuführen ist. Abbildung 3 zeigt die Löhne des 15%- , 50%- und 85%-Perzentils. Deutlich wird, dass bis zum Jahr 2010 die realen Bruttolöhne am 15%-Perzentil sinken. In den Jahren von 2010 bis 2014 steigen die Löhne der untersten 15% allerdings deutlich an und treiben somit den Gesamt-rückgang der realen Bruttolohnungleichheit, den wir in Abbildung 2 zuvor beschrieben haben. Zwar gab es im Jahr 2011 eine Änderung in der Erfassung von Vollzeit- und Teilzeitbeschäftigung in den SIAB-Daten, der Trend dürfte dadurch allerdings nicht beeinflusst sein. Vielmehr wird der Anstieg der niedrigen Löhne

⁵ Studien wie bspw. Card (2013) zeigen, dass jährlich um die 1% der Lohninformationen zensiert sind.

Abb. 2
Entwicklung der Lohnungleichheit (Perzentilverhältnis 85/15), SIAB



Das Sample umfasst nur sozialversicherungspflichtig vollzeitbeschäftigte Arbeitnehmer im Alter von 16–65, keine Auszubildenden; Löhne (reale Tagesentgelte) vom Stichtag 30. Juni eines jeden Jahres. Im Jahr 2011 findet eine Änderung in der Erfassung der Teilzeit statt; die systematische Untererfassung der Teilzeit vor dem Jahr 2011 wurde durch ein Imputationsverfahren korrigiert.

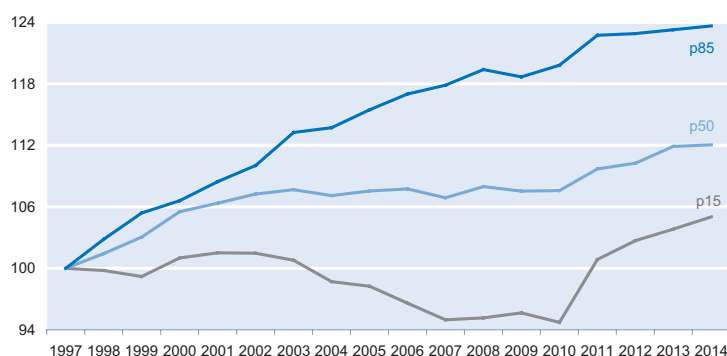
Quelle: SIAB 7514; Berechnungen des ifo Instituts.

unter anderem die positiven Lohnabschlüsse der Gewerkschaften in den letzten Jahren widerspiegeln.

Ungleichheit der Bruttoarbeitsentlohnung in der erwerbsfähigen Bevölkerung: Deutlicher Rückgang seit 2005

Definitionsgemäß bezieht sich die Lohnungleichheit auf Personen, die Arbeit haben und daher Lohnentlohnung beziehen. Personen ohne Arbeit – Arbeitslose oder Personen, die die Arbeitssuche wegen Erfolgslosigkeit aufgegeben haben – gehen nicht in diese Statistik ein. Die Agenda 2010 hatte aber das zentrale Ziel, gerade diese Personen in Beschäftigung zu bringen. Die Kernidee »Mehr Geld fürs Mitmachen und weniger Geld fürs Wegbleiben« hatte das Ziel, die Beschäftigung zu steigern und mehr Menschen zu Arbeitseinkommen zu verhelfen. Die Hartz-Reformen, die bis 2005 eingeführt wurden, setzten diese Prämissen um.

Abb. 3
Lohnperzentile



Das Sample umfasst nur sozialversicherungspflichtig vollzeitbeschäftigte Arbeitnehmer im Alter von 16–65, keine Auszubildenden; Löhne (reale Tagesentgelte) vom Stichtag 30. Juni eines jeden Jahres. Im Jahr 2011 findet eine Änderung in der Erfassung der Teilzeit statt; die systematische Untererfassung der Teilzeit vor dem Jahr 2011 wurde durch ein Imputationsverfahren korrigiert.

Quelle: SIAB 7514; Berechnungen des ifo Instituts.

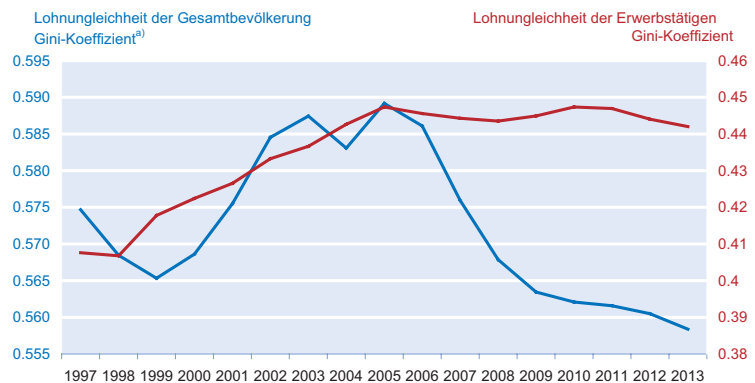
In der Tat hat sich seit den Reformen die Arbeitslosenquote von fast 12% im Jahr 2005 auf etwa 6% im Jahr 2014 reduziert. Die Beschäftigung ist von 39 auf 43 Mio. Personen gestiegen. Mehr als 4 Mio. Personen erzielen heute Arbeitseinkommen, während sie 2005 kein Arbeitseinkommen erzielt hatten. Um eine umfassende Betrachtung der Ungleichheitsdynamik auf dem Arbeitsmarkt zu erhalten, muss diese Gruppe von Personen berücksichtigt werden.

Diese Notwendigkeit wird besonders deutlich, wenn man sich die Wirkung eines Mindestlohnes vor Augen führt. Ein bindender Mindestlohn führt zu einem Anstieg der Arbeitseinkommen bei Geringverdienern. Außerdem kann der Mindestlohn dazu führen, dass Unternehmen die Löhne von Besserverdienenden absenken oder weniger stark steigen lassen, um keine Verluste machen zu müssen. Dies reduziert ganz offensichtlich die Bruttolohnungleichheit unter den Beschäftigten. Wenn aber der Mindestlohn langfristig zu einer Verringerung der Beschäftigung führt, dann steigt die Anzahl der Personen, die gar kein Arbeitseinkommen erzielen, und dies erhöht die Ungleichheit in der Erwerbsbevölkerung. Wenn es das politische Ziel wäre, die Ungleichheit unter den Beschäftigten zu senken, sollte ein möglichst hoher Mindestlohn gewählt werden. Dies hätte aber den Preis einer höheren Ungleichheit in der Gesamtbevölkerung. Die Absenkung von De-facto-Mindestlöhnen, unter denen sich aus Sicht der Arbeitnehmer Beschäftigung nicht lohnte, durch die Hartz-Reformen, könnte also zwar die Ungleichheit unter den Beschäftigten erhöht haben, die Ungleichheit in der Gesamtbevölkerung aber verringert haben. Auch jene Komponenten der Agenda 2010, die eine Flexibilisierung des Arbeitsmarktes bewirken sollten, könnten ähnlich gewirkt haben: einerseits steigt die Ungleichheit unter den Beschäftigten, weil aber die Beschäftigung insgesamt steigt, fällt andererseits die Ungleichheit in der Gesamtbevölkerung.

Abbildung 4 kontrastiert die Entwicklung des Gini-Koeffizienten in der gesamten erwerbsfähigen Bevölkerung mit jener des Gini-Koeffizienten der Erwerbstätigen auf Basis der Daten aus dem SOEP. Für die Berechnung des Gini-Koeffizienten in der gesamten erwerbsfähigen Bevölkerung werden explizit auch Personen ohne Arbeitseinkommen berücksichtigt – wir setzen den Wert ihrer Arbeitseinkommen dazu auf null. Berücksichtigen wir diese Stichprobe, so wird deutlich, dass die Ungleichheit in der Gesamtbevölkerung seit 2006 deutlich abgenommen hat und in der Zwischenzeit unter den Wert aus dem Jahr 2000 gesunken ist. Dies zeigt die blaue Linie in Abbildung 4. Die rote Linie wiederholt, was schon in Abbildung 1 für die Beschäftigten gezeigt wurde.

Abb. 4

Ungleichheit der Bruttoarbeitseinkommen unter den Erwerbstätigen und in der Gesamtbevölkerung im erwerbsfähigen Alter



Grundlage sind Personen im Alter von 16–65. Inflationsbereinigte Größen.

^{a)} Die Arbeitsentgelte von Personen ohne Arbeitseinkommen sind gleich null gesetzt.

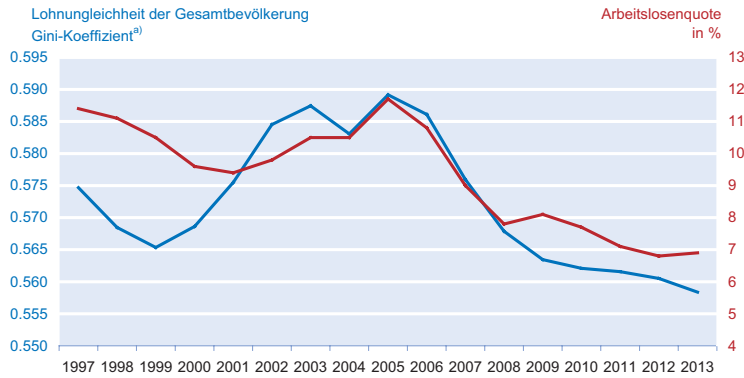
Quelle: GSOEPV31; Berechnungen des ifo Instituts.

Es ist bezeichnend, dass die beiden in Abbildung 4 gezeigten Kurven bis 2006 sehr ähnliche Trends aufweisen, während sie sich danach drastisch auseinanderentwickeln. Seit 2005 ist der Gini-Koeffizient der Arbeitseinkommen in der Gesamtbevölkerung von 0,59 auf 0,56 zurückgegangen, während jener in der Population der Beschäftigten nur von 0,45 auf 0,44 abgesunken ist – eine statistisch nicht von einer Stagnation zu unterscheidende Entwicklung. Dieser Trend ist auf eine seit 2005 deutlich gestiegene Erwerbsbeteiligung zurückzuführen: Der Anteil der Personen, die gar kein Arbeitseinkommen erzielen und damit zu den wirtschaftlich schwächsten in der Gesellschaft zählen, ist zurückgegangen. Dies hat zu einer Abnahme der Ungleichheit geführt. Weil aber die neuen Arbeitnehmer häufig aus sozio-ökonomischen Gruppen kamen, die niedrige Löhne beziehen, hat diese Entwicklung die Ungleichheit unter den Beschäftigten nach oben gedrückt, so dass diese nicht wie die Verteilung der Bruttoarbeitseinkommen in der gesamten Bevölkerung fallen konnte.

Unsere Analyse in Abbildung 4 verdeutlicht, dass steigende Arbeitsbeteiligung von hoher Bedeutung für die Einschätzung der Ungleichheit in der erwerbsfähigen Bevölkerung ist. Um dies noch einmal sichtbarer zu machen, vergleichen wir in Abbildung 5 die Entwicklung der Arbeitslosenquote und die Entwicklung des Gini-Koeffizienten in der gesamten erwerbsfähigen Bevölkerung. Die Korrelation dieser beiden Zeitreihen beträgt 94%. Offensichtlich hat die starke Abnahme der Arbeitslosigkeit seit den Hartz-Reformen die Ungleichheit in der erwerbsfähigen Bevölkerung vermindert. In der Tat erscheint die fallende Arbeitslosigkeit der wichtigste Treiber der Entwicklung gewesen zu sein.

Die Logik hinter der gezeigten Entwicklung ist denkbar einfach: Der Abbau der Arbeitslosigkeit hat Personen in Beschäftigung gebracht, die relativ niedrige Einkommen als Erwerbstätige erzielen. So steigt die Ungleichheit unter den

Abb. 5
Arbeitslosenquote und Ungleichheit von Arbeitseinkommen in der Gesamtbevölkerung im erwerbsfähigen Alter



Grundlage sind Personen im Alter von 16–65. Inflationsbereinigte Größen.
^{a)} Die Arbeitsentgelte von Personen ohne Arbeitseinkommen sind gleich null gesetzt.
 Quelle: Destatis (Daten zur Arbeitslosenquote); GSOEPv31; Berechnungen des ifo Instituts.

Beschäftigten; aber jene in der Gesamtbevölkerung sinkt, weil der Anteil der Personen mit Nulleinkommen fällt. Diese Argumentation steht und fällt mit der Frage, ob der Abbau der Arbeitslosigkeit tatsächlich eher die Beschäftigung von Personen mit eher geringen Arbeitseinkommen erhöht hat. Nur wenn der Zuwachs in der Beschäftigung zu einer höheren Heterogenität in der Gruppe der Beschäftigten geführt hat, lassen sich die oben besprochenen Fakten – höhere Ungleichheit innerhalb der Gruppe der Beschäftigten, geringere Ungleichheit unter allen potenziellen Erwerbstätigen – zusammenbringen. In den folgenden Abbildungen gehen wir dieser Frage nach.⁶

Abbildung 6 zeigt die Entwicklung der Arbeitslosenquoten sowohl in Gesamtdeutschland als auch getrennt nach West- und Ostdeutschland seit dem Jahr 2000 für verschiedene Ausbildungsgrade. Dabei verwenden wir Daten des IAB aus dem Jahr 2013, die auf registrierte Arbeitslose abstellen (Personen, die arbeitslos, aber nicht arbeitsuchend sind, sind nicht erfasst). Es zeigt sich in beiden Regionen, dass die Arbeitslosenquoten auf dem gesamten Arbeitsmarkt von 2000 bis 2005 gestiegen sind – von 17% auf 20% im Osten, von 8% auf 10% im Westen – und seit 2005 wieder deutlich zurückgegangen sind – von 20% auf 10% im Osten, von 8% auf 6% im Westen. Dieser Rückgang wurde jedoch überproportional durch höhe-

re Beschäftigung unter geringqualifizierten Arbeitnehmern ermöglicht: So ist die Arbeitslosenquote unter den Personen ohne Abitur und Lehrabschluss von über 50% auf etwa 30% im Osten und von 24% auf 17% im Westen abgesunken; auch unter den Personen mit Hochschulabschluss hat sich die Arbeitslosenquote reduziert, aber, ausgehend von einem auch im Jahr 2005 geringen Niveau (4% im Westen, 6% im Osten), nur um wenige Prozentpunkte (jeweils um etwas weniger als 2 Prozentpunkte).

Die Zunahme der Beschäftigung unter den besonders durch Arbeitslosigkeit betroffenen Niedrigqualifizierten ist ein großer Erfolg der Hartz-Reformen. Die Ungleichheit der Arbeitseinkommen ist dadurch seit 2005 deutlich gefallen. Wer nur die Ungleichheit unter den Beschäftigten über die Zeit verfolgt, ignoriert, dass sich sowohl die Höhe als auch die Zusammensetzung der Beschäftigung über die Zeit verändert hat. Dies schmälert entscheidend die Aussagekraft von Ergebnissen zur Ungleichheit unter den Beschäftigten.

Abb. 6
Arbeitslosenquote in unterschiedlichen Bildungsgruppen



Quelle: IAB 2015, Qualifikationsspezifische Arbeitslosenquoten 1975 bis 2013.

⁶ Verschiedene Studien, darunter Grabka, Goebel und Scgupp (2012), Schmid und Stein (2013) und Adam (2014) stellen ähnliche Überlegungen an. Sie betonen die Bedeutung der starken Beschäftigungszuwächse seit 2006 für die Dynamik der Einkommensungleichheit.

Kein Boom bei der Teilzeitarbeit seit 2005

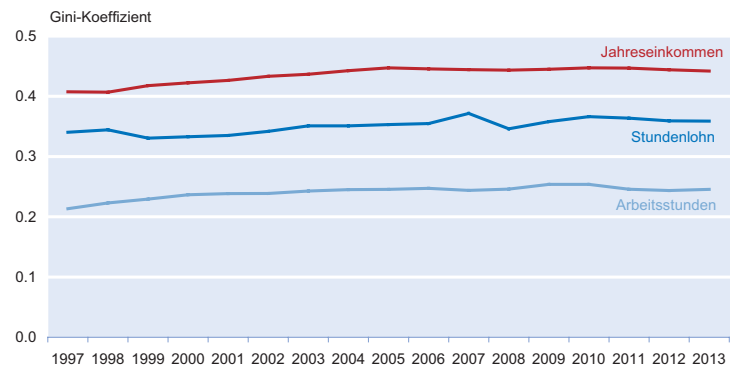
Im vorhergehenden Kapitel haben wir gezeigt, dass die Ungleichheit gesunken ist, weil Personen, die vormals arbeitslos waren, seit den Hartz-Reformen dazu in der Lage sind. Im Folgenden betrachten wir nun einen weiteren wichtigen Aspekt in der Debatte zur Bruttolohnungleichheit: den geleisteten Arbeitsumfang.

Das Jahresarbeitseinkommen ist das Produkt aus den in einem Jahr geleisteten (und vergoltenen) Arbeitsstunden und dem Stundenlohn. Daher wird die Ungleichheit der Arbeitseinkommen durch Veränderung in der Ungleichheit der Stundenlöhne und der geleisteten Arbeitsstunden getrieben. Die Beurteilung dieser beiden Treiber kann aber unterschiedlich ausfallen: Arbeitnehmer können sich aus freien Stücken für eine Teilzeitbeschäftigung entscheiden, weil dies für ihre individuelle Planung optimal ist; es wird hingegen kaum für einen Beschäftigten optimal sein, einen niedrigen Stundenlohn einem höheren vorzuziehen. Daher ist die Dynamik der Ungleichheit der Stundenlöhne grundsätzlich anders einzuschätzen als jene der geleisteten Stunden.

Abbildung 7 zeigt die Entwicklung unterschiedlicher Ungleichheitsmaße. Die rote Linie gibt wieder, wie sich der Gini-Koeffizient der Jahreseinkommen über die Zeit entwickelt hat (diese Zeitreihe ist identisch mit jener in Abb. 1).⁷ Die darunter liegenden Reihen beschreiben die Dynamik der Ungleichheit der Stundenlöhne und der Arbeitsstunden: In beiden Fällen gab es eine merkliche Zunahme bis etwa zur Mitte des letzten Jahrzehnts; seither hat sich die Dynamik abgeschwächt. Die Ungleichverteilung der Stundenlöhne ist um ca. 50% stärker ausgeprägt als jene der Arbeitsstunden. Das bedeutet, dass Personen mit höheren Stundenlöhnen im Durchschnitt auch mehr Arbeitsstunden leisten. Interessant ist auch, dass die Ungleichheit der Arbeitsstunden selbst ca. die Hälfte des Gini-Koeffizienten der Arbeitseinkommen ausmacht.

Die Trennung der Ungleichheitsdynamik in den Beitrag der Löhne und der Arbeitsstunden ist für die wirtschaftspolitische Debatte von hoher Relevanz. Wenn die Varianz der Arbeitsstunden über die Beschäftigten einem individuellen Optimierungskalkül entspricht, dann ist eine etwaige Zunahme an-

Abb. 7
Ungleichheit unter den Beschäftigten:
Die Rolle von Stundenlöhnen und geleisteten Stunden

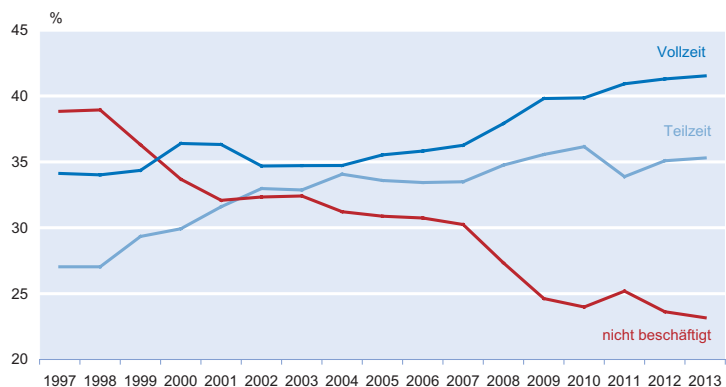


Grundlage sind Personen im Alter von 16–65. Inflationsbereinigte Größen.
Quelle: GSOEPv31; Berechnungen des ifo Instituts.

ders einzuschätzen, als wenn Personen unfreiwillig in Teilzeitarbeit gehen müssen, weil Vollzeitjobs nicht verfügbar sind. Mit anderen Worten: Ist Ungleichheit in den gearbeiteten Stunden vom individuellen Arbeitsangebot oder von der Arbeitsnachfrage auf dem Arbeitsmarkt getrieben? Diese Frage ist gerade bei der Beschäftigung von Frauen von höchster Bedeutung. Die nächsten beiden Abbildungen widmen sich diesem Thema.

Abbildung 8 zeigt, dass der Anteil von Frauen im Alterssegment von 25 bis 65 Jahren in Beschäftigung (Summe aus Vollzeit und Teilzeit) von ca. 61% im Jahr 1997 auf fast 77% im Jahr 2013 zugenommen hat. Der Anteil von Frauen in Teilzeitbeschäftigung hat besonders deutlich zugelegt: Er stieg vom 27% auf etwa 35%. Dieser Anstieg fällt zum größten Teil in die Zeit vor den Hartz-Reformen. Seit 2005 ist der Anteil der Frauen in Vollbeschäftigung um 6 Prozentpunkte von 36% auf 42% gestiegen; jener in Teilzeit ist hingegen nur um 2 Prozentpunkte gestiegen. Dies legt nahe, dass die Hartz-Reformen nicht, wie oft vermutet, nur oder hauptsächlich zu einem Anstieg der Teilzeitbeschäftigung geführt hätten.

Abb. 8
Voll- und Teilzeitarbeit und Beschäftigung von Frauen



Grundlage sind Frauen im Alter von 25–65.
Quelle: GSOEPv31; Berechnungen des ifo Instituts.

⁷ Die Bestimmung der Stundenlöhne und der geleisteten Arbeitsstunden im SOEP-Datensatz ist nicht unproblematisch, da sie auf einer Imputation basieren.

Die zentrale Frage ist nun, ob die gezeigten Entwicklungen Präferenzen der Frauen widerspiegeln oder aber aus Arbeitsmarktzwängen resultieren. Diese Frage ist nicht leicht zu beantworten. Der SOEP-Datensatz enthält allerdings Informationen darüber, wie viele Arbeitsstunden eine befragte Person eigentlich arbeiten möchte (bei proportionaler Anpassung des Arbeitseinkommens). Diese Angaben können dann mit den tatsächlich geleisteten Arbeitsstunden verglichen werden. Abbildung 9 zeigt den Anteil jener Frauen, die angeben, in Vollzeit zu arbeiten, aber lieber eine Teilzeitstelle hätten. Sie zeigt auch den Anteil der Frauen, die in Teilzeit arbeiten, aber lieber eine Vollzeitstelle hätten. Es zeigt sich, dass ca. 10 bis 15% in die letzte Kategorie gehören. Der Anteil ist seit 2005 ungefähr stabil. Interessanterweise befinden sich fast doppelt so viele Frauen in der ersten Kategorie: Sie würden gerne weniger arbeiten (natürlich bei Verzicht auf Lohneinkommen).

Insgesamt legt die Analyse nahe, dass die oft geäußerte Vermutung, der Ausbau der Teilzeitarbeit entspräche nicht den Präferenzen der betroffenen Arbeitnehmern, nur für einen relativ kleinen Teil der beschäftigten Frauen zutrifft. Eher gilt umgekehrt, dass der starke Ausbau der Vollzeitbeschäftigung den Präferenzen der Frauen entspricht: Der Anteil der Personen, die sich eine Teilzeitstelle wünschen, ist seit 2005 ziemlich konstant.

Sozial erwünschte Trends können zu höherer gemessener Ungleichheit unter den Beschäftigten führen

Einige wichtige und gesellschaftspolitisch häufig als willkommen beschriebene Trends erhöhen die Ungleichheit unter den Beschäftigten auch auf eine mechanische Weise. Dies gilt z.B. für die zunehmende Beschäftigung von Frauen, für die Steigerung der Lebenserwartung und die damit einhergehende Zunahme des durchschnittlichen Alters der Beschäftigten sowie für die Zunahme des allgemeinen Bildungsniveaus. Der Grund ist, dass die Lohnungleichheit unter Frauen, in älteren Kohorten von Arbeitnehmern oder unter Akademikern allgemein höher ist, so dass eine Ausdehnung der Anteile in der Gesamtbeschäftigung automatisch zu höherer Ungleichheit führt, auch wenn sich die Lohnverteilung innerhalb der Gruppen gar nicht verändert hat. Es steht zu vermuten, dass also ein substantieller Anteil der Dynamik der Ungleichheit zwischen 1997 und heute auf diese wünschenswerten Trends zurückzuführen und daher nicht als problematisch anzusehen ist.

In den folgenden Abbildungen zeigen wir, dass diese Vermutung in den deutschen Da-

ten Bestätigung findet. Wir setzen wieder den SOEP-Datensatz ein und verwenden wegen der besseren Vergleichbarkeit mit verfügbaren Studien die Standardabweichung der logarithmierten Löhne als Ungleichheitsmaß.

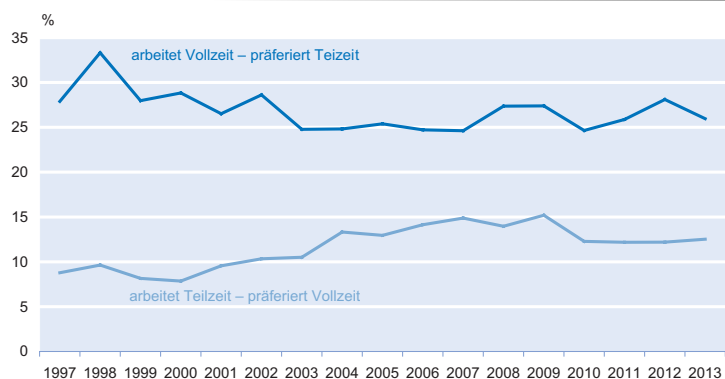
Erwerbsbeteiligung von Frauen

Wir beginnen mit der zunehmenden Erwerbsbeteiligung von Frauen. Der linke Teil der Abbildung 10 zeigt, dass die Beteiligung der Frauen unter den Vollzeitbeschäftigten von 31% im Jahr 1997 auf 38% gestiegen ist. Der rechte Teil der Abbildung ist etwas komplizierter: Er zeigt einerseits die logarithmierten durchschnittlichen realen (d.h. inflationsbereinigten) Arbeitseinkommen für Männer und Frauen, jeweils für 1997 und 2013. Ein Wert von 10,52 bedeutet ein Einkommen von ca. 37 050 Euro Jahreseinkommen. Es zeigt sich, dass Männer offensichtlich besser verdienen als Frauen. Der durchschnittliche Einkommensunterschied im Jahr 1973 beträgt 0,32 Log-Punkte; das ist ein ungefährer Einkommensunterschied von 32%. Der Unterschied der Durchschnittseinkommen ist im Jahr 2013 noch immer unerfreulich hoch, hat sich aber im Vergleich zu 1997 auf 28% verringert.⁸ Ein höherer Beschäftigungsanteil von Frauen führt also mechanisch dazu, dass die Ungleichheit steigt, weil Personen mit relativ geringen Einkommen in die betrachtete Gruppe gekommen sind.⁹

⁸ Im Umkehrschluss gilt: Wenn es gelingt, die Durchschnittslöhne der Frauen jenen der Männern anzugleichen, würde die gesamtwirtschaftliche Ungleichheit substantiell sinken. Es ist jedoch wichtig anzumerken, dass wir an dieser Stelle nur allgemeine Durchschnittswerte vergleichen, ohne für weitere Charakteristiken, die den Lohnunterschied zumindest zum Teil erklären könnten, zu kontrollieren.

⁹ Die Graphik zeigt, dass die durchschnittlichen realen Einkommen zwischen 1997 und 2013 für Männer und Frauen ungefähr konstant geblieben sind. Dies ist dadurch zu erklären, dass sich die ausgewiesenen Durchschnitte jedes Jahr auf eine andere Stichprobe beziehen. Durch den Abbau der Arbeitslosigkeit sind im Jahr 2013 sehr viel mehr geringverdienende Personen in Arbeit als 1997, und das zieht den Durchschnitt nach unten, auch dann, wenn die realen Einkommen der dauerhaft von 1997 bis 2013 beschäftigten Personen gestiegen wären (vgl. Battisti, Felbermayr und Lehwald 2016).

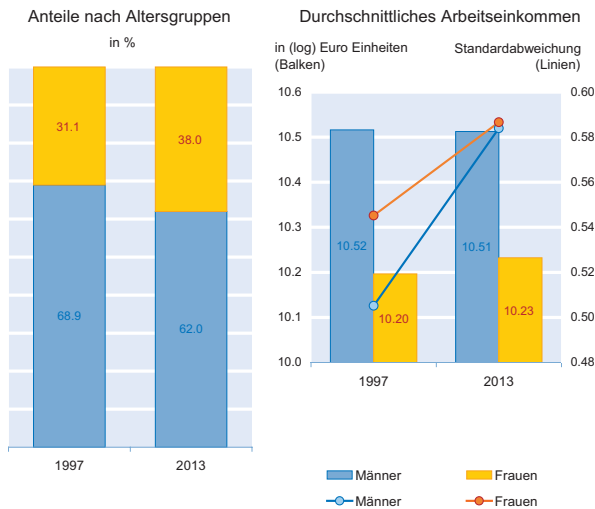
Abb. 9
Vollzeit- versus Teilzeitbeschäftigung von Frauen:
Gewünscht oder unerwünscht



Grundlage sind Frauen im Alter von 25–65.

Quelle: GSOEPv31; Berechnungen des ifo Instituts.

Abb. 10
Beschäftigung von Frauen und Ungleichheit innerhalb der Beschäftigten



In Vollzeit beschäftigte Personen im Alter von 25–65. Inflationsbereinigte Größen.
Quelle: GSOEPv31; Berechnungen des ifo Instituts.

Dieser Befund gilt auch dann, wenn die Einkommensungleichheit innerhalb der Gruppen beschäftigter Frauen gleich jener der Männer wäre. Das ist nun aber nicht der Fall: Die Ungleichheit der Arbeitseinkommen von Frauen ist deutlich höher als jene der Männer; dies ist an der rechten vertikalen Achse im rechten Teil der Abbildung 10 abzulesen. Dies hat verschiedene Gründe: Frauen spezialisieren sich offenbar auf Berufsgruppen, zwischen denen die Ungleichheit relativ hoch ist. Außerdem erhöhen häufiger Unterbrechungen der Erwerbstätigkeit (z.B. durch längere Babypausen) die Karrierepfade bei manchen Frauen, was ebenfalls ungleichheits-erhöhend wirkt. Durch die zusätzliche Beschäftigung von Frauen kam also eine Gruppe von Personen hinzu, die nicht nur durchschnittlich weniger verdient als die Gruppe der Männer, sondern auch noch durch relativ hohe interne Ungleichheit ausgezeichnet ist. Auch das treibt die Gesamtungleichheit nach oben. Das dritte Element, das die Gesamtungleichheit treibt, ist der Umstand, dass die Ungleichheit in den Gruppen der Männer und der Frauen jeweils auch noch gestiegen ist.

Die Botschaft aus Abbildung 10 ist: Frauen verdienen weniger als Männer und die Arbeitseinkommensungleichheit unter Frauen ist höher als jene unter Männern. Daher führt eine höhere Beschäftigungsrate von Frauen zu höherer Gesamtungleichheit, auch wenn sich die Struktur der Löhne (der durchschnittliche Lohnnachteil von Frauen oder die Streuung der Löhne innerhalb der beiden Gruppen) überhaupt nicht geändert hätte. Diese Aussage soll die höchst problematischen Lohnunterschiede zwischen Männern und Frauen nicht beschönigen; im Gegenteil: Ihr Abbau würde die Ungleichheit umso mehr senken, als der Anteil der Frauen in der Gesamtbeschäftigung steigt. Aber die Ungleichheit in Deutschland

wäre heute geringer, wenn es nicht zu dem Anstieg der Beschäftigungsrate von Frauen gekommen wäre, der gesamtgesellschaftlich allgemein als begrüßenswert angesehen wird.

Alterung der Beschäftigten

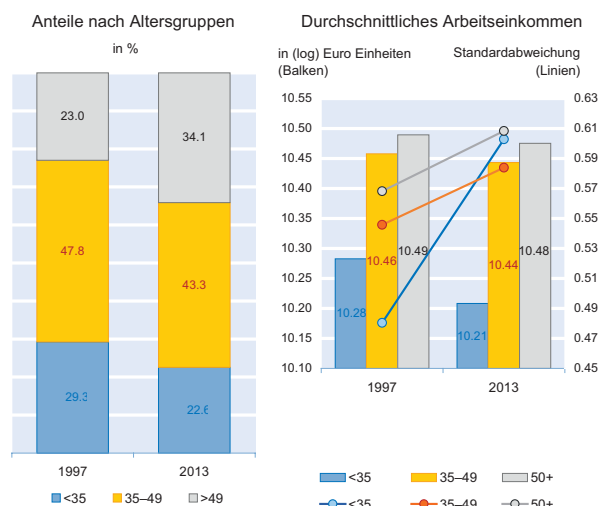
Auch die Alterung der Arbeitnehmer führt zu höherer Ungleichheit. Dies wird in Abbildung 11 deutlich. Die linke Seite der Graphik zeigt, dass der Anteil junger Arbeitnehmer (zwischen 25 und 35 Jahren) in der deutschen Beschäftigung von ca. 29% auf 23% gesunken ist, während jener der älteren Arbeitnehmer (zwischen 50 und 65 Jahren) von ca. 23% auf 34% gestiegen ist.

Der rechte Teil der Abbildung 11 zeigt für das Jahr 1997, dass die Streuung der Arbeitseinkommen in der Gruppe der älteren Beschäftigten höher ist als in der Gruppe der jüngeren (rechte Achse). Daher führt eine Zunahme des Anteils älterer Beschäftigter automatisch zu einer Steigerung der Ungleichheit in der Gesamtbevölkerung der Beschäftigten. Auch in diesem Fall gilt also: Wenn die Altersstruktur der Bevölkerung konstant geblieben wäre, wäre die Ungleichheit seit 1997 deutlich weniger stark gestiegen. Oder anders ausgedrückt: Selbst wenn die Ungleichheit innerhalb der Altersgruppen konstant geblieben wäre und wenn die durchschnittlichen Arbeitseinkommen unverändert geblieben wären, hätte die Alterung der Beschäftigung zu einem Anstieg der Ungleichheit geführt.

Anstieg des allgemeinen Bildungsniveaus

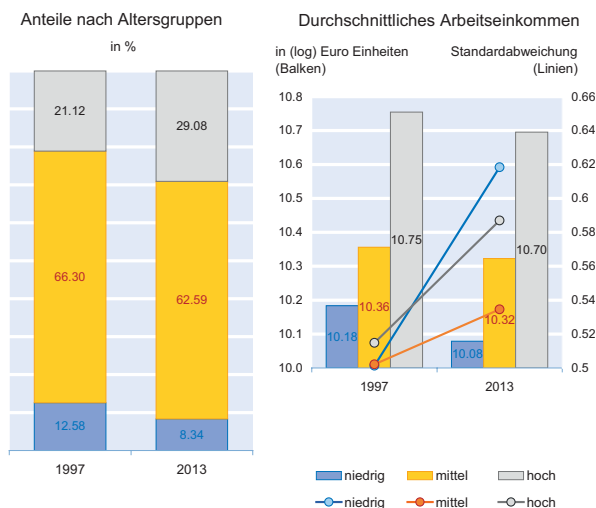
Als letztes untersuchen wir noch die Wirkung des Anstiegs des allgemeinen Bildungsniveaus (vgl. Abb. 12). Hier zeigt

Abb. 11
Alterung der Beschäftigten und Ungleichheit innerhalb der Beschäftigten



In Vollzeit beschäftigte Personen. Inflationsbereinigte Größen.
Quelle: GSOEPv31; Berechnungen des ifo Instituts.

Abb. 12
Anstieg des Bildungsniveaus und Ungleichheit innerhalb der Beschäftigten



In Vollzeit beschäftigte Personen im Alter von 25–65. Inflationsbereinigte Größen.
 Quelle: GSOEPv31; Berechnungen des ifo Instituts.

sich, dass zwischen 1997 und 2013 der Anteil der Beschäftigten mit hohem Bildungsabschluss (Hochschulniveau) von 21% auf 29% gestiegen und der Anteil mit niedrigem Bildungsniveau von 13% auf 8% gefallen ist. Gleichzeitig ist es so, dass die Lohnungleichheit innerhalb der Gruppe der hochqualifizierten Arbeitnehmer im Jahr 1997 höher war als in der Gruppe der Personen mit geringem oder mittlerem Bildungsniveau. Damit gilt auch in diesem Fall: Auch wenn die Struktur der Lohnverteilung über die Zeit unverändert geblieben wäre, hätte die Zunahme des allgemeinen Bildungsniveaus in Deutschland zu einer Zunahme der Ungleichheit geführt.

Wir stellen also fest, dass die Zusammensetzung der Beschäftigung für die Dynamik der Ungleichheit in Deutschland von Bedeutung ist. Wir sind nicht die ersten, die auf diesen Umstand hinweisen. Klemm und Weigert (2014) betrachten einen längeren, aber weniger aktuellen Zeitraum und verwenden ebenfalls Daten aus dem SOEP. Sie betrachten Veränderungen in der Arbeitserfahrung (eine Variable, die stark mit dem Alter eines Arbeitnehmers korreliert) und das Bildungsniveau. Die Autoren schätzen, dass etwa ein Viertel des Zuwachses der Ungleichheit unter den Beschäftigten auf Veränderungen in der Zusammensetzung der Beschäftigten zurückzuführen ist.

Fazit

Wirtschaftliche Ungleichheit spielt in der wissenschaftlichen und politischen Diskussion in Deutschland zu Recht eine

wichtige Rolle. Die öffentliche Wahrnehmung stimmt aber oft nicht mit der aktuellen faktischen Entwicklung überein.

So zeigt sich beispielsweise, dass die reale Bruttolohnungleichheit unter der Gesamtheit aller Erwerbstätigen seit 2005 leicht gefallen ist. Für sozialversicherungspflichtige Vollzeitbeschäftigte finden wir diese Entwicklung seit dem Jahr 2011. Dabei zeigen wir auf, dass die veränderte Dynamik seit 2011 vor allem auf ein Lohnwachstum im unteren Bereich der Lohnverteilung zurückzuführen ist. Wir bestätigen und erweitern hiermit den Befund von Möller (2016). Auf Basis der aktuellen Daten zur Verteilung der Arbeitseinkommen lässt sich die Behauptung, Deutschland würde immer ungleicher, nicht aufrechterhalten.

Ebenso wichtig wie die genaue Darstellung der aktuellen Entwicklungen ist es jedoch, die Struktur hinter der Dynamik der Bruttolohnverteilung zu verstehen. Hier ist vor allem die sich verändernde Zusammensetzung der Beschäftigung zu erwähnen. Seit 2005 wurden in Deutschland 4 Mio. neue Arbeitsplätze geschaffen; und nur ein kleiner Anteil davon im Teilzeitbereich. Dies hat dazu geführt, dass Millionen Personen, die vormals arbeitslos waren, nun Einkommen auf dem Arbeitsmarkt erzielen können. Wird dieser Beschäftigungseffekt zur Beurteilung der Entwicklung der Bruttolohnungleichheit berücksichtigt, fällt der Rückgang seit 2005 noch deutlicher aus.

Literatur

- Adam, H. (2014), »Die Politische Ökonomie Wachsender Ungleichverteilung Der Einkommen«, *Wirtschaftsdienst* 94(2), 104–111.
- Battisti, M., G.J Felbermayr und S. Lehwald (2016), »Inequality in Germany: Myth, Facts and Policy Implications«, Ifo Working Paper 217.
- Bönke, T., G. Corneo und H. Lüthen (2015), »Lifetime Earnings Inequality in Germany«, *Journal of Labor Economics* 33(1), 171–208.
- Card, D., J. Heining und P. Kline (2013), »Workplace Heterogeneity and the Rise of German Wage Inequality«, *Quarterly Journal of Economics* 128(3), 967–1015.
- Dustmann, Chr., B. Fitzenberger, U. Schönberg und A. Spitz-Oener (2014), »From Sick Man of Europe to Economic Superstar: Germany's Resurgent Economy«, *Journal of Economic Perspectives* 28, 167–188.
- Dustmann, Chr., J. Ludsteck und U. Schönberg (2009), »Revisiting the German Wage Structure«, *The Quarterly Journal of Economics* 124(2), 843–881.
- Felbermayr, G.J., M. Battisti und S. Lehwald (2016), *Entwicklung der Einkommensungleichheit: Daten, Fakten und Wahrnehmungen*, Studie im Auftrag der Stiftung Familienunternehmen, München, verfügbar unter: http://familienunternehmen.de/media/public/pdf/publikationen-studien/studien/Studie_Stiftung_Familienunternehmen_Einkommensungleichheit.pdf.
- Fratzcher, M. (2016), *Verteilungskampf: Warum Deutschland immer ungleicher wird*, Carl Hanser Verlag, München.
- Grabka, M.M., J. Goebel und J. Schupp (2012), »Has Income Inequality Spiked in Germany?«, *DIW Economic Bulletin* 2(12), 3–14.

IAW Tübingen und Universität Tübingen (2011), »Aktualisierung der Berichterstattung über die Verteilung von Einkommen und Vermögen in Deutsch-

land«, Studie im Auftrag des Bundesministeriums für Arbeit und Soziales (Zb1-04812-1/14(a)).

Klemm, M. und B. Weigert (2014), »Does Composition Matter? Wage Inequality and the Demographic and Educational Structure of the Labor Force in Germany.« Working Papers, Sachverständigenrat zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung.

Möller, J. (2016), »Lohnungleichheit – gibt es eine Trendwende?«, IAB Discussion Paper 9/2016.

Schmid, K.D. und U. Stein (2013), »Explaining Rising Income Inequality in Germany, 1991–2010«, SOEPpapers on Multidisciplinary Panel Data Research, DIW Berlin.

Die Auswirkungen des britischen Votums für einen Brexit auf die deutsche Konjunktur 2016/17

38

Christian Grimme, Magnus Reif und Timo Wollmershäuser

Die Entscheidung der Briten vom 23. Juni 2016, die Europäische Union zu verlassen, hat zu unmittelbaren und starken Reaktionen an den Finanzmärkten geführt. Weltweit brachen Börsenkurse ein, das britische Pfund verlor deutlich an Wert, und aktienmarktbasierte Volatilitätsmaße stiegen stark an. An den Tagen nach dem Referendum häuften sich die Fragen nach den Auswirkungen des Brexit-Votums auf die deutsche Konjunktur. Der Beitrag zeigt, dass die deutsche Wirtschaft in diesem und im nächsten Jahr zwar einen Dämpfer erhalten wird, da eine konjunkturelle Abschwächung in Großbritannien und eine Abwertung des britischen Pfunds den Außenhandel und eine erhöhte Unsicherheit die deutschen Investitionen beeinträchtigen dürften. Allerdings werden die Wachstumseinbußen mit weniger als einem Zehntel Prozentpunkt im Jahr 2016 und mit bis zu zwei Zehntel Prozentpunkten im Jahr 2017 wohl eher gering ausfallen und damit den robusten Aufschwung, in dem sich die deutsche Wirtschaft seit nunmehr drei Jahren befindet, nicht gefährden.

Im Kern beschäftigt sich Konjunkturforschung mit den regelmäßigen Schwankungen gesamtwirtschaftlicher Größen. Dabei macht sich der Prognostiker die Beobachtung zunutze, dass die Reaktion einer Volkswirtschaft auf gewisse Störungen einem Muster folgt, das historisch bereits häufiger beobachtet werden konnte. Aufgabe des Konjunkturforschers ist es, die exogenen Schocks ausfindig zu machen, die die Volkswirtschaft treffen. Sind diese einmal identifiziert, werden die historischen Verhaltensmuster der Volkswirtschaft zugrunde gelegt und die Veränderung von Bruttoinlandsprodukt, Preisen und anderen gesamtwirtschaftlichen Größen für die kommenden Quartale fortgeschrieben.

Das britische Votum für einen Brexit ist ganz gewiss ein solcher Schock; die Reaktion der Finanzmärkte zeigt, dass der Ausgang des Referendums unerwartet war. Deshalb dürfte ein Großteil der Anpassungsreaktionen von Unternehmen, Investoren und Verbrauchern in Großbritannien und anderswo erst jetzt einsetzen und konjunkturelle Auswirkungen in den kommenden Quartalen haben. Aus Sicht des Konjunkturforschers unterscheidet sich diese gesamtwirtschaftliche Störung allerdings von anderen Schocks in zweierlei Hinsicht. Zum einen ist sie bei weitem nicht nur auf den Ausgang des Referendums beschränkt. Voraussichtlich ab Herbst 2016 folgen eine Reihe von politischen Entscheidungen, die sich aus den dann aufgenommenen Verhandlungen zwischen Großbritannien und den verbleibenden EU-Staaten ergeben werden und deren Ausgang nicht vorhergesagt wer-

den kann. Weitere Schocks werden also folgen, was eine Abschätzung der gesamten konjunkturellen Folgen der Brexit-Entscheidung eigentlich unmöglich macht. Zum anderen gibt es glücklicherweise keinerlei historische Erfahrung mit Austritten aus der Europäischen Union. Selbst wenn die Austrittsmodalitäten und die zukünftigen wirtschaftlichen Beziehungen zwischen Großbritannien und der EU sicher wären, fiel es dem Konjunkturforscher schwer, Vorhersagen aus den heute marktgängigen empirischen Modellen abzuleiten.

Konjunkturforscher sollten daher vorsichtig sein mit allzu schnellen Revisionen ihrer Prognosen. Mitnichten sollte jedoch gänzlich auf die Veröffentlichung von Prognosen verzichtet werden. Gerade in unsicheren Zeiten werden ebensolche benötigt, um der Wirtschaftspolitik eine Orientierungs- und Entscheidungshilfe zu bieten. Um mit den oben genannten Problemen umzugehen, bieten sich verschiedene Vorgehensweisen an. Wenn dem Konjunkturforscher daran gelegen ist, möglichst geringe Prognosefehler zu machen, sollte er abwarten, bis weitere politische Schritte entschieden worden sind und wichtige Konjunkturindikatoren erste Informationen über die tatsächlichen Anpassungsreaktionen von Unternehmen, Investoren und Verbrauchern liefern. Wenn ihm die Zeit nicht zur Verfügung steht, kann er sich mit Hilfe von Partialanalysen dem Problem nähern. Bei solchen Analysen werden Teilaspekte der Störung isoliert und als eigenständige Störung betrachtet. Mit dieser Vorgehensweise kann dann auf bekannte Re-

aktionsmuster zurückgegriffen werden. In dem Beitrag werden mit dem Außenhandels- und dem Unsicherheitskanal zwei wichtige dieser Teilaspekte betrachtet.

Konjunkturabschwächung in Großbritannien dämpft deutschen Außenhandel

Das britische Pro-Brexit-Votum dürfte die konjunkturelle Entwicklung im Vereinigten Königreich bereits kurzfristig deutlich belasten. Nach einer Expertenbefragung von Consensus Economics in der ersten Junihälfte 2016 wird der Anstieg des Bruttoinlandsprodukts bei einem Pro-Brexit-Votum in diesem Jahr um ½ Prozentpunkt und im nächsten Jahr knapp 1½ Prozentpunkte niedriger ausfallen als bei einer Entscheidung für einen Verbleib in der EU. Diese Abschwächung hat negative Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft, da die britische Nachfrage nach ausländischen Produkten zurückgehen wird. Für Deutschland ist Großbritannien nach den USA und Frankreich der dritt wichtigste Handelspartner; im Jahr 2015 gingen 7,5% der deutschen Warenausfuhren nach Großbritannien. Auch die starke Abwertung des Pfund Sterling dürfte den Außenhandel beeinträchtigen. Bereits von Jahresbeginn 2016 bis zum Tag des Referendums wertete die britische Währung um 4% gegenüber dem Euro ab (vgl. Abb. 1). Mit der Entscheidung für den Brexit beschleunigte sich die Talfahrt rasant; am 1. Juli notierte das Pfund nochmals 8% schwächer als am 23. Juni. Die Abwertung verteuert den Erwerb von ausländischen Gütern und lässt die Nachfrage nach deutschen Produkten zusätzlich sinken.

Die Auswirkungen der konjunkturellen Abschwächung in Großbritannien und der Abwertung des Pfund Sterling auf die deutsche Wirtschaft in diesem und im kommenden Jahr können mit Hilfe von geschätzten Exportnachfragefunktionen und einem Szenarienvergleich taxiert werden. Im Basisszenario wird – wie in der jüngsten ifo Konjunkturprognose – unterstellt, dass sich Großbritannien für einen Verbleib in der EU entschieden hätte. Das britische Bruttoinlandspro-

Abb. 1
Pfund Sterling je Euro
Im Jahr 2016



dukt wäre in diesem Jahr mit der vom ifo Institut prognostizierten Rate um 2,0% und im kommenden Jahr um 2,2% gestiegen (vgl. Wollmershäuser et al. 2016). Der Wechselkurs des Pfund Sterling zum Euro wäre über den gesamten Prognosezeitraum konstant bei 0,78 geblieben, und die britischen Verbraucherpreise wären in diesem Jahr um 0,2% und im kommenden Jahr um 1,8% gestiegen (vgl. Tab. 1). Im Brexit-Szenario folgt die Entwicklung des britischen Bruttoinlandsprodukts der Consensus-Prognose, wonach die Wachstumsrate von 1,4% in diesem auf 0,7% im kommenden Jahr sinkt. Die Inflation der Verbraucherpreise bleibt bei 0,2% in diesem Jahr; im kommenden Jahr steigen die Preise lediglich um 1,0%.¹ Der Wechselkurs stabilisiert sich ab dem dritten Quartal 2016 bei 0,83 Pfund je Euro.

In einer ersten Modellvariante wird die Auswirkung des Brexit-Votums auf die gesamte deutsche Warenausfuhr untersucht. Als erklärende Variablen werden der ifo Exportnachfrageindikator und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit herangezogen (vgl. Kasten für eine genauere Darstellung des empirischen Ansatzes). Der Exportindikator fasst die Prognosen für die Gesamtproduktion in wichtigen Handelspartnerländern (darunter Großbritannien), gewichtet mit dem

¹ Selbst auf dem Höhepunkt der Finanzkrise fiel die Inflation in Großbritannien nicht unter 1%. Wir setzen deshalb die Inflation auf 1,0% als Ausdruck einer sehr niedrigen Inflation.

Tab. 1
Szenarien des Außenhandelskanals

	Anstieg des britischen Bruttoinlandsprodukt		Britische Inflationsrate		Wechselkurs Pfund-Euro	
	Basisszenario	Brexit-Szenario	Basisszenario	Brexit-Szenario	Basisszenario	Brexit-Szenario
2016	2,0	1,4	0,2	0,2	0,78	0,80
2017	2,2	0,7	1,8	1,0	0,78	0,83

Basisszenario: Szenario ohne positives Brexit-Votum; die Angaben für das Bruttoinlandsprodukt und für die Inflation sind in Prozent, die für den Wechselkurs in Pfund je Euro.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

Kasten

Hier werden die beiden Modellklassen vorgestellt, die für die Untersuchung des Außenhandels- und Unsicherheitskanals verwendet werden. Der Unsicherheitskanal wird mit Hilfe eines ADL-Modells (Autoregressive Distributed Lag Modell) analysiert:

$$\Delta Invest_t = c + A_i \sum_{i=1}^p \Delta Invest_{t-i} + B_j \sum_{j=0}^p VDAX_{t-j}.$$

Invest bezeichnet den Logarithmus der realen Ausrüstungsinvestitionen und *VDAX* den Logarithmus des VDAX. Ein Δ steht für die erste Differenz, *c* ist eine Konstante.

Für den Außenhandelskanal werden zwei Modellklassen geschätzt. Die erste Modellklasse greift ebenfalls auf ein ADL-Modell zurück:

$$\Delta Export_t = c + A_i \sum_{i=1}^p \Delta Export_{t-i} + B_j \sum_{j=0}^q \Delta Ind_{t-j}^{Ex} + D_k \sum_{k=0}^r \Delta Wett_{t-k}.$$

$\Delta Export$ ist die Veränderungsrate der realen Warenexporte (berechnet als erste Differenz des Logarithmus des realen Warenexports). Als erklärende Variablen fließen der Logarithmus des Exportnachfrageindicators (*Ind^{Ex}*) und der Logarithmus der Wettbewerbsfähigkeit (*Wett*) ein. Das Modell für den Import sieht sehr ähnlich aus. Die abhängige Variable (Zuwachsrate der realen Warenimporte) wird hier durch Verzögerungen der Zuwachsraten der realen Wareneinfuhr und durch Verzögerungen und kontemporäre Werte für die Zuwachsrate der realen Warenausfuhr erklärt.

Als zweite Modellklasse werden Fehlerkorrekturmodelle verwendet. Diese berücksichtigen, dass es Langfristbeziehungen zwischen den Variablen geben kann. Das Exportmodell enthält eine langfristige Beziehung zwischen der Ausfuhr, dem Exportnachfrageindikator und der Wettbewerbsfähigkeit:¹

$$\Delta Export_t = c + \beta_1 (Export_{t-1} - \beta_2 Ind_{t-1}^{Ex} - \beta_3 Wett_{t-1}) + A_i \sum_{i=1}^p \Delta Export_{t-i} + B_j \sum_{j=0}^q \Delta Ind_{t-j}^{Ex} + D_k \sum_{k=0}^r \Delta Wett_{t-k}.$$

Der Ausdruck in Klammern stellt die Langfristbeziehung dar. Das Modell enthält auch Kurzfrisdynamiken, die durch die Terme nach der Langfristbeziehung modelliert werden. Das Fehlerkorrekturmodell für die Einfuhr enthält eine Langfristbeziehung zwischen dem realen Warenimport und dem realen Warenexport. Die kurzfristige Dynamik ergibt sich hier durch Verzögerungen der Zuwachsraten der realen Wareneinfuhr und durch Verzögerungen und kontemporäre Werte für die Zuwachsrate der realen Warenausfuhr.

Für die zweite Modellvariante des Außenhandelskanals werden die gleichen Modellklassen, allerdings mit anderen Variablen verwendet. Für die Exportmodelle ist die abhängige Variable die deutsche Warenausfuhr nach Großbritannien (statt der gesamten deutschen Warenausfuhr), die erklärenden Variablen sind das britische Bruttoinlandsprodukt (anstelle des Exportnachfrageindicators) und der Pfund-Euro-Wechselkurs (anstelle der Wettbewerbsfähigkeit). Die Importmodelle sind identisch, da die Gesamtausfuhr als erklärende Variable aus der Warenausfuhr nach Großbritannien hochgerechnet wird.

¹ Für eine detaillierte Untersuchung einer solchen Langfristbeziehung für Deutschland vgl. Clostermann (1996), Deutsche Bundesbank (1997), Grimme und Thürwächter (2015), Stephan (2006) und Strauß (2003).

jeweiligen deutschen Exportanteil, zusammen.² Die Wettbewerbsfähigkeit bestimmt sich aus den Wechselkursen und den Relativpreisen von 37 deutschen Handelspartnern (darunter Großbritannien). Die Zuwachsrate des gesamten deutschen Exports wird jeweils für beide Szenarien prognostiziert.³ In einer zweiten Modellvariante wird lediglich die *deutsche Warenausfuhr nach Großbritannien* untersucht. Als erklärende Variablen werden das britische Bruttoinlandsprodukt und der Pfund-Euro-Wechselkurs verwendet. Für bei-

de Szenarien wird wiederum ein Verlauf für die deutschen Ausfuhr nach Großbritannien prognostiziert.⁴

Um die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen niedrigerer Ausfuhr nach Großbritannien zu erfassen, muss berücksichtigt werden, dass ein niedrigerer Absatz von deutschen

² Für eine detaillierte Beschreibung der Konstruktion des Indikators vgl. Elstner, Grimme und Siemsen (2010).

³ Die Prognosen werden aus einem Fehlerkorrekturmodell und einem ADL-Modell abgeleitet. Damit ergeben sich für jedes der beiden Szenarien jeweils zwei Prognosen für die Warenexporte, die gemittelt werden. Für die Dienstleistungsexporte werden die gleichen Zuwachsraten unterstellt.

⁴ Diese werden jeweils mit dem Anteil Großbritanniens an der deutschen Ausfuhr (7,5%) multipliziert. Der Saldo aus den daraus resultierenden Reihen wird mit der Gesamtausfuhr des Basisszenarios (aus Modellvariante 1) verrechnet, so dass sich ein Verlauf für die Gesamtausfuhr für das Brexit-Szenario ergibt. Da die Statistik der Ausfuhr nach Absatzregionen nur nominal vorliegt, wird die Hochrechnung auf die Gesamtausfuhr und die weitere Analyse ebenfalls mit nominalen Größen gerechnet. Damit wird unterstellt, dass sich die deutschen Deflatoren in beiden Szenarien nicht unterschiedlich entwickeln.

Tab. 2
Modellvariante 1 des Außenhandelskanals

	Realer Export	Realer Import	Brexit-Szenario minus Basisszenario		
			Wachstumsbeiträge zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts		
			Export	Import	Saldo
2016	- 0,12	- 0,06	- 0,06	- 0,02	- 0,03
2017	- 0,47	- 0,35	- 0,22	- 0,14	- 0,08

Basisszenario: Szenario ohne positives Brexit-Votum; alle Angaben sind in Prozentpunkten.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

Produkten im Ausland sowohl mit einer geringeren Produktion in Deutschland als auch mit einem Rückgang der von deutschen Unternehmen importierten Vorleistungsgüter einhergeht. Entsprechend werden für beide Modellvarianten jeweils Importgleichungen geschätzt, bei denen die Ausfuhr als erklärende Variable verwendet wird. Drittländereffekte, die sich aus den negativen Auswirkungen des Brexit-Votums auf andere EU-Länder ergeben, bleiben bei der Analyse unberücksichtigt.

Die Ergebnisse für die erste Modellvariante sind in Tabelle 2 zusammengefasst. Es zeigt sich, dass die Auswirkungen des britischen Referendums für einen Brexit auf die deutsche Wirtschaft über den Außenhandel in diesem Jahr recht klein sind. So reduziert sich die Zuwachsrates der deutschen Ausfuhr um 0,12 Prozentpunkte; der Anstieg der Einfuhren geht um 0,06 Prozentpunkte zurück. Damit reduziert sich der Wachstumsbeitrag des Außenhandels zum Bruttoinlandsprodukt um 0,03 Prozentpunkte. Im kommenden Jahr fallen die Effekte hingegen etwas größer aus: Die Zuwachsrates der Ausfuhr ist um 0,47 und die der Einfuhr um 0,35 Prozentpunkte niedriger, so dass das Bruttoinlandsprodukt insgesamt um 0,08 Prozentpunkte weniger stark zunimmt.⁵

Die Ergebnisse der zweiten Modellvariante sind in Tabelle 3 zusammengefasst. Im laufenden Jahr fällt die Zuwachsrates der deutschen Ausfuhren nach Großbritannien um 2,6 und im kommenden Jahr um 5,0 Prozentpunkte niedriger aus als im Basisszenario. Berücksichtigt man, dass 7,5% der deutschen Ausfuhren nach Großbritannien geliefert werden, so sinkt der gesamte Anstieg der deutschen Exporte in diesem Jahr um 0,2 und im kommenden Jahr um 0,4 Prozent-

⁵ Dabei erklärt die reale Abwertung des britischen Pfunds etwa 30% des BIP-Effekts in diesem Jahr und 15% im nächsten Jahr.

punkte. Für die deutsche Einfuhr stellen sich ähnlich niedrigere Zuwachsrates ein. Auf die Veränderung des deutschen Bruttoinlandsprodukts hat der Außenhandelskanal in diesem Jahr so gut wie keine Wirkung (- 0,02 Prozentpunkte); im Jahr 2017 liegt die Wachstumsrate um 0,04 Prozentpunkte niedriger als in einer Situation ohne positives Brexit-Votum.⁶

Erhöhte Unsicherheit dämpft deutsche Ausrüstungsinvestitionen

Neben der deutlichen Abwertung des Pfunds und der wahrscheinlichen Abschwächung der britischen Konjunktur dürfte sich auch der starke Anstieg der Unsicherheit negativ auf die deutsche Konjunktur auswirken.⁷ Als Maß für diese Unsicherheit wird dabei der VDAX herangezogen, der die erwartete Schwankungsbreite des deutschen Aktienindex DAX abbildet.⁸ Nach einer Phase erhöhter Unsicherheit im ersten Quartal 2016 ist der VDAX im Verlauf des zweiten Quartals in etwa auf sein historisches Mittel von 23,1 Indexpunkten zurückgegangen (vgl. Abb. 2). Im Juni dieses Jahres kam es dann zu einem deutlichen Anstieg der Unsicherheit.

⁶ Fichtner et al. (2016) gehen davon aus, dass der Effekt des Außenhandelskanals das deutsche Bruttoinlandsprodukt im kommenden Jahr um 0,5 Prozentpunkte senken dürfte. Diese Rate ist deutlich pessimistischer, da der Rückgang der britischen Gesamtimporte (11,9 Prozentpunkte für das Jahr 2017), die aus einer Studie von Baker et al. (2016) abgeleitet wurde, mehr als doppelt so hoch ist wie der von uns berechnete Wert für die britischen Einfuhren aus Deutschland (5 Prozentpunkte).

⁷ Eine ausführliche Untersuchung der Auswirkungen von Unsicherheit auf die deutsche Konjunktur findet sich bei Bachmann, Elstner und Sims (2013), Bachmann et al. (2013), Berg (2015; 2016), Grimme (2016) und Grimme, Henzel und Bonakdar (2015).

⁸ Der Vorteil der aktienmarkt-basierten Variablen ist, dass für sie tagesaktuelle Werte vorliegen. Hingegen werden erste umfragebasierte Unsicherheitsmaße, die zum Beispiel aus dem ifo Konjunkturtest abgeleitet werden, erst Ende Juli für den Zeitraum nach dem Brexit-Votum zur Verfügung stehen.

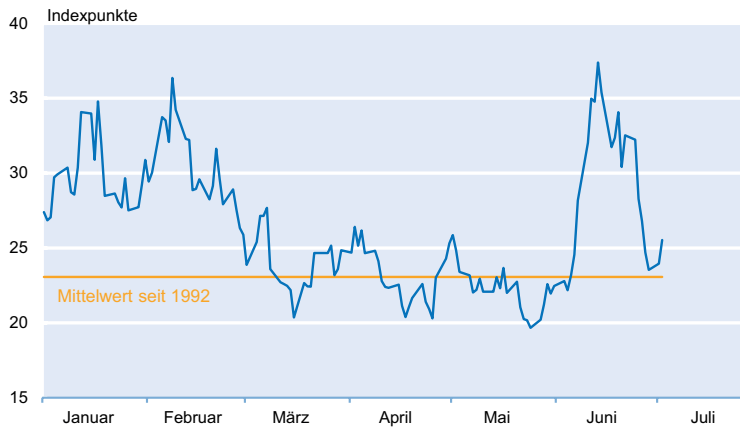
Tab. 3
Modellvariante 2 des Außenhandelskanals

	Export nach Großbritannien	Realer Export (gesamt)	Realer Import (gesamt)	Brexit-Szenario minus Basisszenario		
				Wachstumsbeiträge zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts		
				Export	Import	Saldo
2016	- 2,56	- 0,19	- 0,19	- 0,09	- 0,07	- 0,02
2017	- 5,04	- 0,38	- 0,34	- 0,18	- 0,13	- 0,04

Basisszenario: Szenario ohne positives Brexit-Votum; alle Angaben sind in Prozentpunkten.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

Abb. 2
DAX-Volatilitätsindex (VDAX)
Im Jahr 2016



Quelle: Deutsche Börse AG; Berechnungen des ifo Instituts.

heit; als Monatsdurchschnitt ergibt sich für den Juni ein Wert von 29,2 Indexpunkten.

Die gestiegene Unsicherheit, die sich hinter dem Anstieg des VDAX verbirgt, dürfte sich in erster Linie negativ auf die Investitionen der deutschen Unternehmen auswirken. Für die Analyse wird ein einfaches Regressionsmodell verwendet, das den Einfluss der Unsicherheit auf die Ausrüstungsinvestitionen abbildet (vgl. Kasten für eine genauere Darstellung des empirischen Modells). Dabei werden drei verschiedene Szenarien (Pfade) für den zukünftigen Verlauf des VDAX unterstellt. Als Basisszenario wird wiederum unterstellt, dass es zu keinem Austritt Großbritanniens aus der EU gekommen wäre und sich die Unsicherheit daher rasch wieder auf einem niedrigeren Niveau, d.h. dem langjährigen Durchschnitt, eingependelt hätte. Szenario 1 geht davon aus, dass es in Folge des Referendums zu einem temporären Anstieg der Unsicherheit kommt, der bis zum Ende des dritten Quartals dieses Jahres nachwirkt (die Indexwerte liegen im zweiten Quartal bei 34 und im dritten bei 26). Da die Ausstiegsverhandlungen zügig vorankommen, geht der VDAX danach wieder auf seinen langfristigen Mittelwert zurück. In Szenario 2 wird unterstellt, dass die hohe wirtschaftspolitische Unsicherheit bis Ende 2016 anhalten wird, weil die britischen Verhandlungspartner konkrete Entschei-

dungen hinauszögern (die entsprechenden Indexwerte liegen im zweiten Quartal bei 34, im dritten bei 30 und im vierten bei 26; im nächsten Jahr geht der Index wieder auf seinen Mittelwert zurück).

Ausgehend vom Basisszenario, kommt es in den beiden Szenarien zu einer Verlangsamung des Expansionstempos der deutschen Ausrüstungsinvestitionen im laufenden Jahr; so verringert sich in beiden Szenarien ihr Wachstumsbeitrag zum Bruttoinlandsprodukt um etwa 0,05 Prozentpunkte (vgl. Tab. 4). Die Prognose für das nächste Jahr verdeutlicht den negativen Effekt einer dauerhaft hohen Unsicherheit. So kommt es in Szenario 2 zu deutlich weniger Investitionen in Maschinen, Fahrzeuge und Geräte,

die sich in einem im Vergleich zum Basisszenario um etwa 0,11 Prozentpunkte niedrigeren Wachstumsbeitrag ausdrücken.⁹ Sollte die Unsicherheit, wie in Szenario 1 unterstellt, jedoch bis dahin wieder auf ein im historischen Vergleich gewöhnliches Niveau gefallen sein, ergibt sich im kommenden Jahr voraussichtlich nur ein geringer negativer Effekt auf die deutschen Investitionen; im Vergleich zum Basisszenario fällt ihr Wachstumsbeitrag zum Bruttoinlandsprodukt um lediglich 0,04 Prozentpunkte niedriger aus.

Fazit

Alles in allem dürfte das Brexit-Votum der Briten der deutschen Wirtschaft in diesem und im nächsten Jahr zwar einen Dämpfer verpassen, weil eine konjunkturelle Abschwächung in Großbritannien und eine Abwertung des britischen Pfunds den Außenhandel und eine erhöhte Unsicherheit die deutschen Investitionen beeinträchtigen dürften. Allerdings werden die aufsummierten Wachstumseinbußen der beiden Analysen mit weniger als einem Zehntel Prozentpunkt im Jahr 2016 und mit bis zu zwei Zehntel Prozentpunkten im Jahr 2017 wohl eher gering ausfallen und damit den robusten Aufschwung, in dem sich die deutsche Wirtschaft seit nunmehr drei Jahren befindet, nicht gefährden. Gerade weil es sich um Partialanalysen handelt, ist eine einfache Addition der Effekte natürlich mit Vorsicht zu genießen, da sie Rückwirkungen zwischen den

Tab. 4
Unsicherheitskanal

	Brexit-Szenario minus Basisszenario			
	Ausrüstungsinvestitionen		Wachstumsbeiträge zur Veränderung des Bruttoinlandsprodukts	
	Szenario 1	Szenario 2	Szenario 1	Szenario 2
2016	- 0,72	- 0,81	- 0,05	- 0,06
2017	- 0,55	- 1,57	- 0,04	- 0,11

Basisszenario: Szenario ohne positives Brexit-Votum; Szenario 1: temporärer Anstieg der Unsicherheit; Szenario 2: Unsicherheit bis Ende 2016; alle Angaben sind in Prozentpunkten.

Quelle: Berechnungen des ifo Instituts.

⁹ Horn et al. (2016) beschreiben die Effekte des Unsicherheitskanals durch einen Anstieg der Risikoprämien. In unterschiedlichen Szenarien werden die Auswirkungen von Anstiegen der Prämien auf Aktien und langfristig laufende Staatsanleihen und des Renditedifferentials zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen, jeweils in Höhe von 100 Basispunkten, für eine Vielzahl von europäischen Ländern in einem makroökonomischen Modell untersucht. Für das Jahr 2017 erklärt der Anstieg der Risikoprämien Rückgänge im deutschen Bruttoinlandsprodukt von 0,3 bis 0,4 Prozentpunkten im Vergleich zum Basisszenario.

einzelnen Anpassungsreaktionen unberücksichtigt lassen. Darüber hinaus ist zu beachten, dass sich die Analyse auf zwei Kanäle beschränkt, die sich recht gut quantifizieren lassen. Andere Faktoren, wie zum Beispiel eine mögliche Verlagerung des Finanzplatzes London, eine restriktivere Zuwanderungspolitik der Briten, veränderte Kapitalströme oder erhöhte Transaktionskosten im internationalen Handel durch eine Rückabwicklung des gemeinsamen Binnenmarktes¹⁰ lassen sich quantitativ nur sehr schwer abschätzen, insbesondere weil die dafür notwendigen politischen Entscheidungen noch nicht einmal getroffen sind.

Literatur

Aichele, R., G. Felbermayr, Th. Petersen und U. Schoof (2015), *Brexit – Mögliche wirtschaftliche Folgen eines britischen EU-Austritts*, Zukunft Soziale Marktwirtschaft Policy Brief # 2015/05, Bertelsmann Stiftung, Gütersloh.

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

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

Baker, J., O. Carreras, M. Ebell, I. Hurst, S. Kirby, J. Meaning, R. Piggott und J. Warren (2016), »The Short-Term Economic Impact of Leaving the EU«, National Institute Economic Review No. 236.

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

Berg, T. (2016), »Business Uncertainty and the Effectiveness of Fiscal Policy in Germany«, MPRA Paper No. 69162.

Clostermann, J. (1996), »The Impact of the Exchange Rate on Germany's Balance of Trade«, Deutsche Bundesbank Discussion Paper Nr. 7/96.

Deutsche Bundesbank (1997), »Wechselkurs und Außenhandel«, *Monatsbericht*, Januar, 43–62.

Elstner, St., Chr. Grimme und T. Siemsen (2010), »Die größten aufstrebenden Märkte für deutsche Exporte liegen in Asien und Osteuropa«, *ifo Schnelldienst* 63(16), 22–25.

Fichtner, F., G. Baldi, C. Dreger, H. Engerer, C. Große Steffen, M. Hachula, M. Rieth und T. Schlaak (2016), »Europa und die Weltwirtschaft: Globale Konjunktur ist weiter gedämpft«, *DIW Wochenbericht* (24 + 25), 523–530.

Grimme, Chr. (2016), »Uncertainty Shocks, Bank Lending Rates, and Corporate Bond Yields«, mimeo, ifo Institut.

Grimme, Chr., St. Henzel und S. Bonakdar (2015), »Zum Einfluss von Unsicherheit auf die deutsche und österreichische Konjunktur«, *Wirtschaftspolitische Blätter* 62(4), 655–667.

Grimme, Chr. und C. Thürwächter (2015), »Der Einfluss des Wechselkurses auf den deutschen Export – Simulationen mit Fehlerkorrekturmodellen«, *ifo Schnelldienst* 68(20), 35–38.

Horn, G., P. Hohlfeld, S. Stephan, T. Theobald und S. Tober (2016), »Brexit lähmt Konjunktur«, *IMK Report* 115 1–22.

Stephan, S. (2006), »German Exports to the Euro Area«, *Empirical Economics* 31, 871–882.

Strauß, H. (2003), »Globalisierung und die Prognose des deutschen Außenhandels«, *Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik* 223(2), 176–203.

Wollmershäuser, T., W. Nierhaus, N. Hristov, T. O. Berg, Chr. Breuer, J. Garnitz, Chr. Grimme, A. Hristov, R. Lehmann, W. Meister, M. Reif, F. Schröter, A. Steiner, K. Wohlrabe und A. Wolf (2016), »ifo Konjunkturprognose 2016/2017: Aufschwung in Deutschland geht in die zweite Halbzeit«, *ifo Schnelldienst* 69 (12), 21–57.

¹⁰ Das ifo Institut hat in einer Studie die langfristigen wirtschaftlichen Effekte eines EU-Austritts Großbritanniens berechnet. Dabei ist entscheidend, welche Spielräume das Land für eine Neugestaltung seiner Außenhandelsbeziehungen nach einem Brexit hat. Dies hängt wiederum stark von der Haltung seiner Handelspartner (z.B. der Rest-EU) ab. In der Analyse werden daher mit Hilfe des ifo Außenhandelsmodells verschiedene Szenarien durchgespielt (vgl. Aichele et al. 2015).

Arbeitsmigration aus Drittstaaten¹ nach Deutschland – ein Überblick über das aktuelle System, Einwandererzahlen und Hauptherkunftsländer

44

Katrin Oesingmann

Die Förderung der Zuwanderung qualifizierter Arbeitskräfte aus dem Ausland gehört zu den Maßnahmen der westlichen Industrienationen zur Sicherung des Fachkräftebestandes. Dies gilt auch für Deutschland, da die Bemühungen der Bundesregierung zur Fachkräftesicherung – neben der Erhöhung der Beschäftigungsquoten von Frauen und älteren Arbeitnehmern – auch eine Erhöhung der Zuwanderung aus Drittstaaten vorsehen. Bisher zeigt sich jedoch, dass sowohl Deutschland als auch die EU im Vergleich zu anderen Industrienationen insgesamt nicht sehr erfolgreich bei der Anwerbung von (hoch-)qualifizierten Migrant*innen sind. Dies wird unter anderem auf die Komplexität der Arbeitsmigrationsregulierungen und die Ausgestaltung der sogenannten »Blauen Karte EU« zurückgeführt.

Möglichkeiten der Zuwanderung zu Erwerbszwecken

Für Personen aus Drittstaaten gibt es laut deutscher Gesetzesregelung unterschiedliche Wege zur Ausübung einer Beschäftigung in Deutschland. Tabelle 1 zeigt die unterschiedlichen Aufenthaltstitel² für Personen aus Drittstaaten zur Aufnahme einer Erwerbstätigkeit in Deutschland nach dem deutschen Aufenthaltsgesetz (AufenthG).³ Hiernach gibt es laut § 18 AufenthG zum einen die Möglichkeit der Erlangung eines Aufenthaltstitels zur Ausübung einer »qualifizierten Beschäftigung« sowie die Möglichkeit zur Erlangung eines Aufenthaltstitels zur Ausübung »einer Beschäftigung allgemein/keiner qualifizierten

Beschäftigung«. Unterscheidungsmerkmal ist hierbei die Voraussetzung einer qualifizierten Berufsausbildung. Eine Zustimmung zur Erlangung des Aufenthaltstitels kann nur erteilt werden, wenn ein konkretes Arbeitsplatzangebot vorliegt (§ 18 Abs. 5 AufenthG). Die Zustimmung erfolgt durch die Ausländerbehörde, die sich mit der Arbeitsagentur abstimmt. Daneben gibt es noch spezielle Aufenthaltstitel für Hochqualifizierte und Forscher sowie zur Ausübung einer selbständigen Tätigkeit (§§ 19, 20 und 21 AufenthG). Auch bei den Hochqualifizierten und Forschern muss ein konkretes Arbeitsplatzangebot bzw. im Falle der Forscher eine Forschungsvereinbarung mit einer anerkannten Forschungseinrichtung vorliegen.

Die sogenannte »Blaue Karte EU« (§ 19a AufenthG) ist die Umsetzung der Hochqualifizierten-Richtlinie der EU (vgl. Rat der Europäischen Union 2009), die in Deutschland 2012 in Kraft getreten ist. Diese soll einen wichtigen Pfeiler in der Gewinnung von Fachkräften aus Drittstaaten für die Europäische Union darstellen. Deutschland war eines der letzten Länder, das diese EU-Richtlinie vollständig in innerstaatliches Recht umgesetzt hatte. Alle Mitgliedstaaten der EU bis auf Dänemark, das Vereinigte Königreich und Irland haben die »Blaue Karte EU« umgesetzt (vgl. OECD 2015). Neben einem Hochschulabschluss oder einer vergleichbaren Qualifikation ist hier die Voraussetzung, dass ein konkretes Arbeitsangebot mit einem bestimmten Mindestgehalt (in Deutschland 2016: 49 600 Euro) vorliegt. Für sogenannte Mangelberufe, die von der Bundesagentur für Arbeit definiert werden, gilt eine niedrigere Gehaltsgrenze (in Deutschland 2016: 38 688 Euro). Aktuell zählen zu den

¹ Drittstaaten im Sinne des deutschen Aufenthaltsrechts (AufenthG) sind die Staaten, die nicht der Europäischen Union oder dem Europäischen Wirtschaftsraum (Island, Liechtenstein, Norwegen) angehören. Des Weiteren zählt auch die Schweiz nicht zu den Drittstaaten.

² Zur Unterscheidung zwischen Aufenthaltstitel und Aufenthaltserlaubnis: Für die Einreise und den Aufenthalt bedürfen Bürger aus Drittstaaten grundsätzlich eines Aufenthaltstitels. Das Aufenthaltsgesetz sieht insgesamt fünf verschiedene Aufenthaltstitel vor: die Aufenthaltserlaubnis, die »Blaue Karte EU«, die Erlaubnis zum Daueraufenthalt – EU, die Niederlassungserlaubnis und das Visum. Die Aufenthaltserlaubnis ist ein Aufenthaltstitel, der befristet zu den im Aufenthaltsgesetz genannten Zwecken erteilt wird. Diese sind zum Beispiel: Aufenthalt zum Zweck der Ausbildung (§§ 16-17 AufenthG), Aufenthalt zum Zweck der Erwerbstätigkeit (§§ 18, 18a, 20, 21 AufenthG), Aufenthalt aus völkerrechtlichen, humanitären oder politischen Gründen (§§ 22-26, 104a, 104b AufenthG), Aufenthalt aus familiären Gründen (§§ 27-36 AufenthG) (vgl. BMI 2016). In diesem Artikel werden die »Blaue Karte EU« sowie die Aufenthaltserlaubnisse zum Zweck der Erwerbstätigkeit betrachtet, des Weiteren wird zur Vereinfachung nur der Begriff Aufenthaltstitel verwendet.

³ Für Unionsbürger und ihre Familienangehörigen ist das Aufenthaltsgesetz grundsätzlich nicht anwendbar. Für diesen Personenkreis wurde das Gesetz über die allgemeine Freizügigkeit von Unionsbürgern (Freizügigkeitsgesetz/EU) erlassen (vgl. BMI 2016).

Tab. 1
Übersicht der im deutschen Aufenthaltsgesetz vorgesehenen Zuwanderungsmöglichkeiten für Personen aus Drittstaaten zur Aufnahme einer Beschäftigung

Aufenthaltstitel	Erteilungsvoraussetzungen
Qualifizierte Beschäftigung (§ 18 Abs. 4 AufenthG)	Aufenthaltsurlaubnis zur Ausübung einer Beschäftigung, die eine qualifizierte Berufsausbildung voraussetzt, darf für eine Beschäftigung in einer Berufsgruppe erteilt werden, die durch die Beschäftigungsverordnung (BeschV) zugelassen worden ist.
Beschäftigung allgemein/keine qualifizierte Beschäftigung (§ 18/§ 18 Abs.3 AufenthG)	Aufenthaltsurlaubnis zur Ausübung einer Beschäftigung, die keine qualifizierte Berufsausbildung voraussetzt, darf erteilt werden, wenn dies durch zwischenstaatliche Vereinbarung bestimmt ist. Allgemein kann einem Ausländer ein Aufenthaltstitel zur Ausübung einer Beschäftigung erteilt werden, wenn die Bundesagentur für Arbeit zugestimmt hat oder durch eine Rechtsverordnung oder zwischenstaatliche Vereinbarung bestimmt ist.
Hochqualifizierte (§ 19 AufenthG)	Kann erteilt werden an hochqualifizierte Ausländer. Hierzu zählen Führungskräfte oder Wissenschaftler mit besonderen fachlichen Kenntnissen sowie Lehrpersonen in herausragender Funktion und wissenschaftliche Mitarbeiter in herausgehobenen Funktionen.
Forschung (§ 20 AufenthG)	Kann erteilt werden an Forscher, die eine wirksame Aufnahmevereinbarung zur Durchführung eines Forschungsvorhabens mit einer vom BAMF anerkannten Forschungseinrichtung geschlossen haben.
Selbständige Tätigkeit (§ 21 AufenthG)	Kann erteilt werden an Selbständige, wenn ein wirtschaftliches Interesse oder regionales Bedürfnis besteht, die Tätigkeit positive Auswirkungen auf die Wirtschaft erwarten lässt und die Finanzierung gesichert ist.
Blaue Karte EU (§19a AufenthG)	Kann erteilt werden an Personen mit einem deutschen, einem anerkannten ausländischen oder einem deutschen Hochschulabschluss vergleichbaren ausländischen Hochschulabschluss für eine Beschäftigung mit einem jährlichen Bruttomindestgehalt von 49 600 Euro (2016). Bei Berufen, in denen ein besonderer Bedarf besteht (sog. Mangelberufe), beträgt das jährliche Bruttomindestgehalt 38 688 Euro (2016).

Quelle: Humpert (2015); BAMF (2015a) und Aufenthaltsgesetz (AufenthG).

Mangelberufen Naturwissenschaftler, Mathematiker und Ingenieure sowie Ärzte und IT-Fachkräfte. Die »Blaue Karte EU« ist mit ihrer Ausstellung vorerst auf vier Jahre befristet. Unter bestimmten Voraussetzungen ist es möglich, auch eine unbefristete Niederlassungserlaubnis zu erlangen (vgl. BAMF 2015a; 2015b).

Personen, die aus Deutschland wegezogen sind und zuvor einen Aufenthaltstitel zu Erwerbszwecken besaßen, beläuft sich auf ca. 20 000 Personen jährlich. Der Bestand an Personen mit diesem Aufenthaltstitel stieg von gut 80 000 Personen im Jahr 2009 auf gut 123 000 Personen im Jahr 2015.⁴

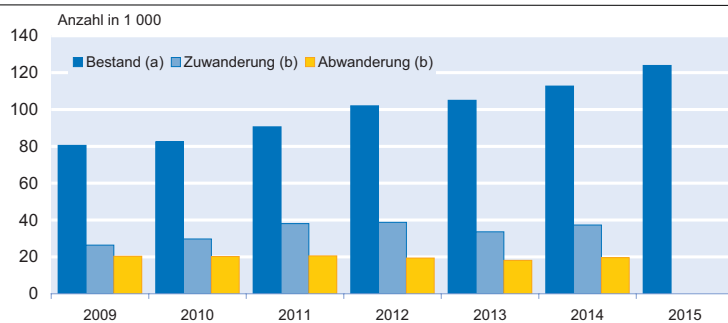
⁴ Man erkennt aus den Daten, dass der Bestand weniger stark ansteigt als die Differenz zwischen Zugängen und Abgängen. Dies liegt daran, dass die zuvor erfassten Personen den Aufenthaltstitel ändern und beispielsweise eine unbefristete Niederlassungserlaubnis erlangen können.

Ein- und Auswanderungszahlen sowie Hauptherkunftsländer

Der Abbildung 1 ist die Gesamtzahl der nach Deutschland zu Erwerbszwecken eingereisten Personen aus Drittstaaten sowie die Abwanderungen dieser Personengruppe zu entnehmen. Des Weiteren zeigt sie die Anzahl der in Deutschland lebenden Migranten aus Drittstaaten mit Aufenthaltstiteln zu Erwerbszwecken. Im Jahr 2014 kamen gut 37 000 Zuwanderer zu Erwerbszwecken aus Drittstaaten nach Deutschland. Im Vergleich zum Jahr 2009 ist das eine Steigerung von 41%. Bezogen auf die Gesamtzuzüge nach Deutschland (2014: 1 149 045) entspricht dies 3,2% (vgl. BAMF 2015a). Anteilig an allen Zuzügen aus Drittstaaten (2014: 518 802) macht der Zuzug zu Erwerbszwecken 7,1% aus. Die Anzahl der

Abb. 1

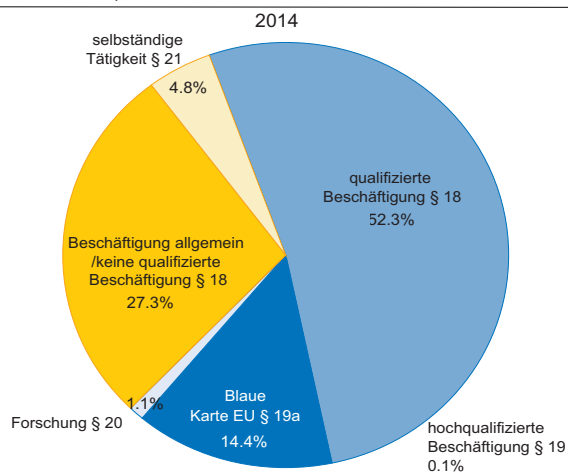
Migration zu Erwerbszwecken aus Drittstaaten nach Deutschland:
 Bestand, Zuwanderung und Abwanderung, 2009 bis 2015



(a) Zum 31. Dezember des jeweiligen Jahres.
 (b) Im jeweiligen Berichtsjahr – für 2015 liegen noch keine Daten vor.
 Aufgrund der Erweiterungen der EU enthalten die einzelnen Jahresdaten unterschiedliche Länder – so zählen die Zuzüge aus Kroatien bis einschließlich 2012 zu den Zuzügen aus Drittstaaten. Das BAMF begründet in diesem Zusammenhang den Rückgang der absoluten Zuzüge 2013 mit dem EU-Eintritt Kroatiens (vgl. Humpert 2015).

Quelle: BAMF (2015a, Migrationsbericht, Jahrgänge 2009–2013).

Abb. 2
Zuwanderung zu Erwerbszwecken aus Drittstaaten nach Deutschland, nach Aufenthaltstitel



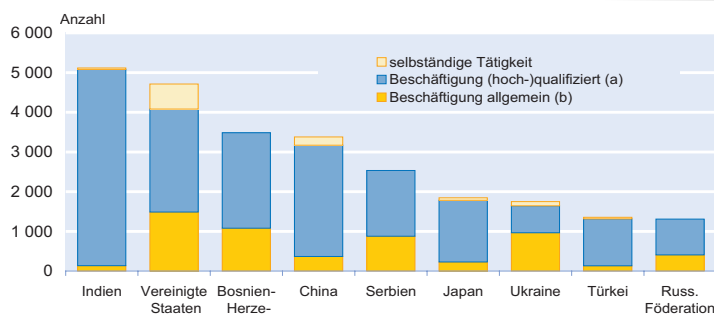
Die Paragraphen beziehen sich auf das Aufenthaltsgesetz.

Quelle: BAMF (2015); Berechnungen des ifo Instituts.

Abbildung 2 zeigt die Aufteilung der Zuzüge zu Erwerbszwecken nach dem jeweiligen Erwerbszweck für das Jahr 2014. Den größten Anteil hat der Zuzug zur Ausübung einer qualifizierten Beschäftigung (52%) sowie zur Ausübung einer Beschäftigung allgemein/nicht qualifizierten Beschäftigung (27%). Die »Blaue Karte EU« macht anteilig 14% aus und lässt sich aufgrund der Voraussetzungen zu der Form einer qualifizierten Beschäftigung dazurechnen. Nimmt man Forscher (1%) und Hochqualifizierte (< 1%) hinzu, macht die Kategorie der (Hoch-)Qualifizierten insgesamt somit in Summe 68% der Zuzüge aus, der Bereich selbständige Tätigkeit 5% der Zuzüge.

Die Hauptherkunftsländer der Zuzüge aus Drittstaaten zu Erwerbszwecken sind Indien, die Vereinigten Staaten, Bosnien-Herzegowina sowie China (vgl. Abb. 3a). Abbildung 3b zeigt die weiteren Gründe für den Zuzug nach Deutschland aus den in Abbildung 3a genannten Ländern. Neben der Kategorie Erwerbstätigkeit erfolgt ein Großteil der Zuzüge zum Studium/Ausbildung und aus familiären Gründen. Bei letzteren handelt es sich um den sogenannten Familiennachzug für Familienangehörige eines Bürgers eines Drittstaats (§ 27 Abs. 5 AufenthG).

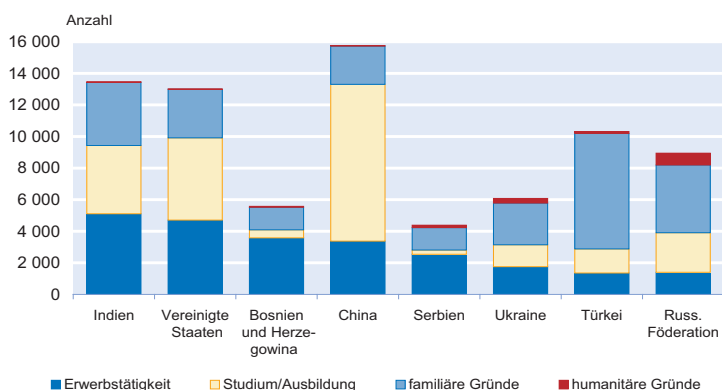
Abb. 3a
Hauptherkunftsländer der Personen aus Drittstaaten bei Zuwanderung zu Erwerbszwecken nach Deutschland



(a) Beinhaltet die qualifizierte Beschäftigung nach § 18 Abs. 4 AufenthG., die "Blaue Karte EU", Forscher und Hochqualifizierte.
(b) Beinhaltet folgende Gruppen: Beschäftigung allgemein/keine qualifizierte Beschäftigung nach § 18/§18 Abs. 3 AufenthG.

Quelle: BAMF (2015a); Berechnungen des ifo Instituts.

Abb. 3b
Weitere Aufenthaltserlaubnisse von Personen aus den Hauptherkunftsländern zu Erwerbszwecken



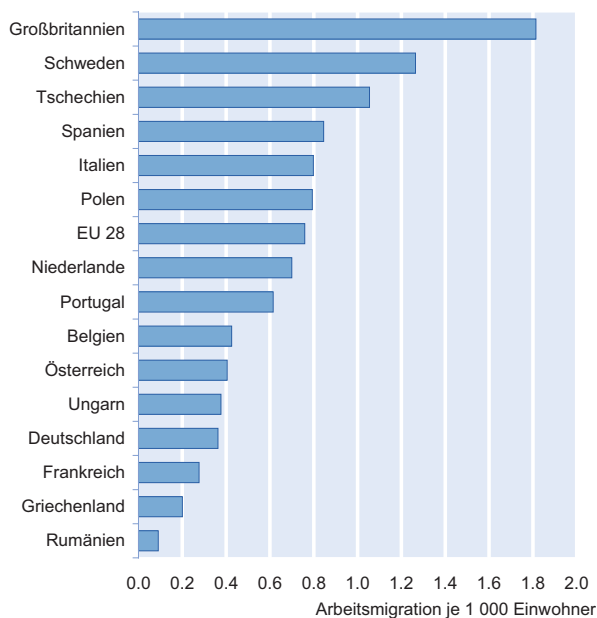
Quelle: BAMF (2015a); Berechnungen des ifo Instituts.

Beurteilung des aktuellen Arbeitsmigrationssystems

Mit der Zuwanderung von qualifizierten Fachkräften in industrialisierte Nationen werden generell positive Wohlfahrtseffekte verbunden.⁵ Insofern ist ein effizientes und wirksames Einwanderungssystem für (hoch-)qualifizierte Migranten ein entscheidender Wettbewerbsfaktor eines Staates. Bezüglich der Bewertung des deutschen Systems gibt es jedoch unterschiedliche Meinungen. Zwar ist nach Aussagen der OECD die deutsche Zuwanderungspolitik für Fachkräfte und Hochqualifizierte eine der offensten im OECD-Raum, da sie keiner zahlenmäßigen Begrenzung unterliegt und weitreichende Befreiungen von einer Vorrangprüfung für Deutsche und EU-Bürger vorsieht. Dennoch wird die dauerhafte Zuwanderung im Rahmen einer gesteuerten Arbeitsmigration im Verhältnis zu anderen Ländern und zur Größe des deutschen Arbeitsmarkts als sehr gering eingestuft. Auch greifen Unternehmen selber noch in zu geringem Umfang auf die Möglichkeiten der internationalen Personal-

⁵ Battisti et al. (2014) zeigen, dass für die OECD-Länder (außer der Schweiz) gegenüber einer Welt ohne Zuwanderung gesamtwirtschaftlich positive Wohlfahrtseffekte durch die Arbeitsmigration entstehen.

Abb. 4
Arbeitsmigrationsraten in Europa, je 1 000 Einwohner 2014



Anzahl der neu ausgestellten Arbeitserlaubnisse für Personen aus Drittstaaten für folgende Kategorien: "Remunerated activities reasons: Highly skilled workers, Researchers, Other remunerated activities, EU Blue card". Betrachtet wurden die 15 bevölkerungsreichsten Länder der EU. Zu berücksichtigen ist, dass die Eurostat Zahlen von den Zahlen der nationalen Behörden abweichen können.

Quelle: Eurostat; Berechnungen des ifo Instituts.

beschaffung zurück (vgl. OECD 2013). Im zahlenmäßigen Vergleich zu anderen Ländern erweist sich Deutschland somit als nicht so erfolgreich im Anwerben von Fachkräften (vgl. Chaloff 2016; Humpert 2015). So lag Deutschland im Jahr 2014 mit einer Arbeitsmigrationsrate (Arbeitsmigration je 1 000 Einwohner) aus Drittstaaten von 0,36 hinter den meisten großen europäischen Ländern und unter dem EU-28-Durchschnitt von 0,78 (vgl. Abb. 4). Nach dem Global Talent Competitiveness Index (vgl. INSEAD 2015), der nach verschiedenen Indikatoren ein Ranking für 102 Länder weltweit erstellt, das die erfolgreichsten Volkswirtschaften hinsichtlich der Gewinnung und des Haltens ausländischer Talente widerspiegelt, liegt Deutschland auf Platz 14. Vor Deutschland liegen die Schweiz, Singapur, Luxemburg, die Vereinigten Staaten, Dänemark, Schweden, Großbritannien, Norwegen, Kanada, Finnland, Neuseeland, die Niederlande und Australien.

Auch ist die Europäische Union insgesamt gesehen weniger erfolgreich bei der Gewinnung hochqualifizierter ausländischer Arbeitskräfte als zum Beispiel Australien oder Kanada. Die OECD führt dies auf die langsame Umsetzung der »Blauen Karte EU« und die Überlappung mit nationalen Gesetzgebungen zur qualifizierten Einwanderung zurück und somit auf eine erhöhte Komplexität und Intransparenz für potenzielle Migranten (vgl. OECD 2012). Ursprünglich schreibt die

Richtlinie der EU zur Einführung der »Blauen Karte EU« vor, dass die Gehaltsschwelle um das 1,5-fache höher ist als das durchschnittliche Gehalt in dem betreffenden Land. Das tatsächliche Referenzgehalt ist jedoch von Land zu Land unterschiedlich und liegt zwischen 90% und 160% des Bruttojahresdurchschnittseinkommens (vgl. OECD 2015). Es steht den einzelnen Mitgliedsländern bislang noch frei, weitere nationale Aufenthaltstitel neben der »Blauen Karte EU« auszugeben, wie es auch in Deutschland der Fall ist. Auch kritisiert selbst die Europäische Kommission in einer aktuellen Stellungnahme die Ausgestaltung der »Blauen Karte EU« als zu kompliziert und zieht als Fazit, dass das Ziel, qualifizierte Fachkräfte anzuwerben, verfehlt wurde (vgl. Europäische Kommission 2016a). Nur 31% der hochqualifizierten Zuwanderer in die OECD-Länder entschieden sich nach Aussagen der Kommission für die EU. Die Europäische Kommission hat deshalb am 7. Juni 2016 einen Aktionsplan zur Reform der »Blue-Card«-Regelung für hochqualifizierte Arbeitskräfte aus Drittländern vorgestellt (vgl. Europäische Kommission 2016b).⁶

Aufgrund des beschriebenen fehlenden Erfolgs des deutschen bzw. des europäischen Einwanderungssystems wird auch eine Erneuerung hin zu einer Art Punktesystem diskutiert, ähnlich wie in Kanada oder Neuseeland. Ein Punktesystem in diesem Kontext ist ein Auswahlinstrument, um Zuwanderer auf Basis von mehr als nur einem Merkmal, wie z.B. Bildungsabschluss, Alter, Arbeitserfahrung und Sprache, auswählen zu können (vgl. Humpert 2015; Chaloff und Lemaitre 2009). Systeme, die auf Basis von Punktemodellen arbeiten und bei denen kein konkretes Arbeitsangebot notwendig ist, werden als angebotsorientierte Systeme bezeichnet (vgl. Chaloff und Lemaitre 2009). Dementsprechend werden Systeme, die ein Arbeitsangebot voraussetzen oder mit Mangellisten arbeiten, als nachfrageorientierte Systeme bezeichnet. Aufgrund dieser Bestimmung wird das deutsche System den nachfrageorientierten Arbeitsmigrationssystemen zugeordnet. Des Weiteren nutzen auch die meisten europäischen Länder diese Form von Systemen. Länder wie Kanada (seit 1967) und Australien (seit 1989) arbeiten mit angebotsorientierten Modellen, da diese Punktesysteme verwenden. Wobei beide Länder in der jüngeren Vergangenheit zu hybriden Systemen tendierten, da die Systeme um Mangellisten ergänzt wurden (vgl. Chaloff und Lemaitre 2009).

Studien weisen darauf hin, dass generell angebotsorientierte Systeme effektiver sind, um Hochqualifizierte zu erreichen

⁶ Die bisher bekannten Inhalte des Aktionsplans beinhalten folgende Änderungen für die Richtlinien der »Blauen Karte EU«: Ersetzen der einzelstaatlichen Regelungen durch die »Blaue Karte EU«, um eine höhere Klarheit zu schaffen; Vereinfachung des Wechsels des Arbeitsplatzes innerhalb der EU; Absenken der Gehaltsgrenze; Öffnung für hochqualifizierte Personen, die internationalen Schutz genießen; Stärkung der Rechte der Inhaber der »Blauen Karte EU« (rascherer Zugang zu einem langfristigen Aufenthaltstitel, unmittelbarer und flexiblerer Arbeitsmarktzugang) und ihrer Familienangehörigen (gleichzeitige Einreise) (vgl. Europäische Kommission 2016b). Es ist aber noch offen, ob und wann diese Regelungen auf nationaler Ebene umgesetzt werden.

und auch um diese dauerhaft anzuwerben (vgl. Facchini und Lodigiani 2014). Nach einer aktuellen Studie von Czaika und Parsons (2015) sind punktebasierte Systeme wirkungsvoller bei der Gewinnung und Auswahl von hochqualifizierten Migranten im Vergleich zu Arbeitsmarkttests oder Systemen, die auf Basis von listenbasierten Mangelberufen arbeiten. Mangellisten, die von den Autoren als eine noch steifere »Vorauswahl« für (hoch-)qualifizierte Migranten angesehen werden, scheinen nach den Studienergebnissen für die Rekrutierung von hochqualifizierten Migranten eine zusätzliche Barriere zu bilden. In ihrer Studie stellten sie fest, dass nachfrageorientierte Systeme insgesamt den Zuzug von hochqualifizierten Migranten verhindern, wobei die Voraussetzung eine feste Arbeitsplatzzusage im Zielland zu haben – wie dies in Deutschland der Fall ist – den größten negativen Effekt hatte.

Literatur

Aufenthaltsgesetz – AufenthG (2016), Gesetz über den Aufenthalt, die Erwerbstätigkeit und die Integration von Ausländern im Bundesgebiet in der Fassung der Bekanntmachung vom 25. Februar 2008 (BGBl. I S. 162), das zuletzt durch Artikel 1 des Gesetzes vom 11. März 2016 (BGBl. I S. 394) geändert worden ist.

Battisti, M., G. Felbermayr, G. Peri und P. Poutvaara (2014), »Immigration, Search, and Redistribution: A Quantitative Assessment of Native Welfare«, CESifo Working Paper No. 5022.

Bundesamt für Migration und Flüchtlinge – BAMF (2013), *Migrationsbericht des Bundesamtes für Migration und Flüchtlinge im Auftrag der Bundesregierung, Migrationsbericht 2013*, Nürnberg.

Bundesamt für Migration und Flüchtlinge – BAMF (2015a), *Das Bundesamt in Zahlen 2014*, Nürnberg.

Bundesamt für Migration und Flüchtlinge – BAMF (2015b), »Arbeiten in Deutschland, Bürger eines Drittstaats, Blaue Karte EU«, verfügbar unter: <http://www.bamf.de/DE/Migration/Arbeiten/BuergerDrittstaat/BlaueKarte/blaue-karte-node.html>, aufgerufen am 2. Juli 2016.

Bundesministerium des Innern – BMI (2016), »Häufig gestellte Fragen zum Thema: Ausländerrecht«, verfügbar unter: <http://www.bmi.bund.de/SharedDocs/FAQs/DE/Themen/Migration/Auslaenderrecht/01.html>, aufgerufen am 9. Juni 2016.

Chaloff, J. und G. Lemaître (2009), »Managing highly-skilled labour migration: a comparative analysis of migration policies and challenges in OECD countries«, OECD Social, Employment and Migration Working Papers No. 79.

Chaloff, J. (2016), »The Impact of EU Directives on the labour migration framework in EU countries«, OECD Social, Employment and Migration Working Papers No. 180.

Czaika, M. und C.R. Parsons (2015), »The Gravity of High-Skilled Migration Policies«, Working Papers Paper 110, Mai.

Europäische Kommission (2016a), *Towards a Reform of the Common European Asylum System and Enhancing Legal Avenues to Europe*, Communication COM(2016) 197 final, Brüssel.

Europäische Kommission (2016b), »Delivering the European Agenda on Migration: Commission presents Action Plan on Integration and reforms »Blue Card« scheme for highly skilled workers from outside the EU«, Pressemitteilung, 7 Juni.

Facchini, G. und E. Lodigiani (2014), »Attracting skilled immigrants: an overview of recent policy developments in advanced countries«, *National Institute Economic Review* 229(1), R3–R21.

Humpert, S. (2015), »Fachkräftezuwanderung im internationalen Vergleich«, Working Paper 62 der Forschungsgruppe des Bundesamtes für Migration und Flüchtlinge.

Insead (2015), *The Global Talent Competitiveness Index 2015–2016*, Fontainebleau.

OECD (2012), *International Migration Outlook 2012*, OECD Publishing, Paris.

OECD (2013), *Zuwanderung ausländischer Arbeitskräfte: Deutschland* (German Version), OECD Publishing, Paris.

OECD (2015), *International Migration Outlook 2015*, OECD Publishing, Paris.

Rat der Europäischen Union (2009), Richtlinie 2009/50/EG des Rates vom 25. Mai 2009 über die Bedingungen für die Einreise und den Aufenthalt von Drittstaatsangehörigen zur Ausübung einer hochqualifizierten Beschäftigung, Amtsblatt der Europäischen Union, L 155/17.

Der Investitionsindikator, den das ifo Institut und der Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen gemeinsam ermitteln, signalisiert für das Jahr 2016 einen moderaten Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen einschließlich der sonstigen Anlagen von rund 3%, nach einem Plus von 5,2% im Vorjahr. Dieser Durchschnittswert ergibt sich aus einem relativ kräftigen Wachstum im ersten Halbjahr und einer nachlassenden Dynamik in der zweiten Jahreshälfte.

Die deutsche Wirtschaft ist kraftvoll in das neue Jahr gestartet, wie das Statistische Bundesamt kürzlich mitteilte. Nach ersten Berechnungen war das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im ersten Quartal 2016 – preis-, saison- und kalenderbereinigt – um 0,7% höher als im vierten Quartal 2015. Damit hat der moderate Wachstumskurs des vergangenen Jahres (+ 0,3% im Schlussquartal 2015) an Dynamik gewonnen.

Positive Impulse kamen im Vorquartalsvergleich (preis-, saison- und kalenderbereinigt) vor allem aus dem Inland. Insbesondere die Investitionen zogen zum Jahresbeginn deutlich an: In Ausrüstungen wurde 1,9% mehr investiert als im vierten Quartal 2015. Die Bauinvestitionen – begünstigt durch die milde Witterung – stiegen sogar um 2,3%. Zudem steigerten die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben (+ 0,4%), und die staatlichen Konsumausgaben waren um 0,5% höher als im Vorquartal.

Im Vorjahresvergleich hat sich die Wirtschaftsleistung ebenfalls erhöht: Das preisbereinigte BIP stieg im ersten Quartal 2016 um 1,3%, nach + 2,1% im vierten Quartal 2015. Auch dabei kamen die Wachstumsimpulse im ersten Quartal 2016 vor allem aus dem Inland: Die privaten Konsumausgaben stiegen um 1,8%, die staatlichen um 2,7%. In Ausrüstungen wurde preisbereinigt 2,4% (nominal: + 3,0%) mehr investiert als im ersten Quartal 2015. Die Bauinvestitionen stiegen ebenfalls (+ 1,9%), wobei insbesondere in den Wohnungsbau und den öffentlichen Bau mehr investiert wurde als ein Jahr zuvor. Insgesamt stieg die inländische Verwendung um 2,0%. In jeweiligen Preisen gerechnet war das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal 2016 um 3,1% höher als im Vergleichszeitraum von 2015, die Ausrüstungsinvestitionen blieben also mit + 3,0% geringfügig hinter

diesem Zuwachs zurück (vgl. Statistisches Bundesamt 2016a).

Fahrzeuginvestitionen erneut mit kräftigem Wachstum

Noch günstiger entwickelten sich im Auftaktquartal die Pkw-Neuzulassungen, bei denen es mit + 4,5% ein erstaunlich deutliches Wachstum gab. Dabei lag der Anteil der privaten Neuzulassungen mit 34,6% weiterhin recht niedrig (vgl. Kraftfahrt-Bundesamt 2016). Das heißt, der Anteil der Fahrzeuge, die zu den Investitionen zählen, blieb mit 65,4% rekordverdächtig hoch. Die Nutzfahrzeuge erreichten ein Zulassungsplus von 2,6%.

Den Trendumfragen des Bundesverbandes Deutscher Leasing-Unternehmen (BDL) zufolge ist der Anschaffungswert des Neugeschäfts mit Mobilien im ersten Quartal 2016 gegenüber dem Vorjahresquartal um beachtliche 9,4% gestiegen. Zuwächse verzeichneten Maschinen für die Produktion, Pkw, Busse, Lkw, Luft-, Schienen- und Wasserfahrzeuge, Medizintechnik sowie sonstige Ausrüstungen. Bei Büromaschinen und EDV sowie bei immateriellen Wirtschaftsgütern gab es dagegen einen Rückgang (vgl. BDL 2016). Im Jahresdurchschnitt von 2015 hatte der gesamte Leasingmarkt im Neugeschäft ein Wachstum von 3% auf 52,2 Mrd. Euro erreicht, wie die Ergebnisse des jüngsten ifo Investitionstests zeigen. Dabei ist bei Mobilien ein Plus von 4,1% und bei Immobilien ein Rückgang von 28,8% generiert worden. Die Mobilien-Leasingquote war minimal rückläufig, von 23,0 auf 22,9% (vgl. Städtler 2015).

Der Aufschwung der deutschen Wirtschaft wird sich wohl im weiteren Jahresverlauf fortsetzen. Im Jahresdurchschnitt wird für das BIP aktuell ein nominales Plus von 3,7% (real: + 1,8%) angenommen,

wobei der Zuwachs in der zweiten Jahreshälfte geringer ausfallen wird als in der ersten (vgl. Wollmershäuser et al. 2016). Nach derzeitigem Prognosestand ist für 2016 mit nochmals steigenden Ausgaben für die Ausrüstungsgüter und für die Leasingengagements zu rechnen, wenn auch im zweiten Halbjahr mit abnehmender Dynamik. Verunsicherungen im Gefolge der weltweiten Konfliktherde, der anhaltenden Eurokrise und des Votums für den Brexit dürften erfahrungsgemäß zuerst beim Investitionsverhalten der Unternehmen sichtbar werden und stellen daher ein Prognoserisiko dar.

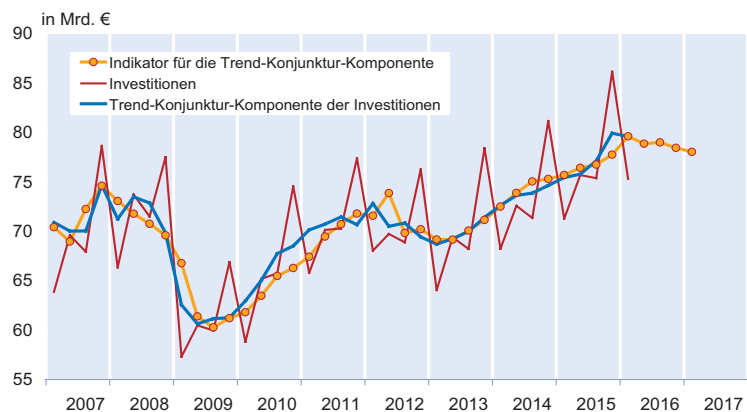
Nachdem die deutsche Wirtschaft ihren moderaten Wachstumskurs auch zum Jahresende 2015 fortgesetzt hat, überraschte sie im Auftaktquartal von 2016 mit einem kräftigen Wachstum, es war doppelt so stark wie im Vorquartal und das stärkste Plus seit zwei Jahren. Es wurde vor allem von steigenden Investitionen der Unternehmen, kauffreudigen Verbrauchern, dem milden Winter und den Ausgaben des Staates für die Unterbringung und Integration Hunderttausender Flüchtlinge angetrieben. Allerdings dürften so viele günstige Faktoren im weiteren Jahresverlauf nicht wieder so positiv zusammen wirken.

Indikator signalisiert moderaten Zuwachs der Ausrüstungsinvestitionen

Auch der auf den Geschäftslagebeurteilungen der Leasinggesellschaften basierende Investitionsindikator¹, den das ifo Institut und der Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen gemeinsam ermitteln, signalisiert für das Jahr 2016 einen moderaten Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen einschließlich der sonstigen Anlagen von rund 3%, nach einem Plus von 5,2% im Vorjahr. Dieser Durchschnittswert ergibt sich aus einem relativ kräftigen Wachstum im ersten Halbjahr und einer nachlassenden Dynamik in der zweiten Jahreshälfte (vgl. Abb. 1).

In Anbetracht der noch immer recht guten Konjunktur in Deutschland und der anhaltend niedrigen Zinsen ist das jedoch eine im historischen Vergleich wenig dynamische Entwicklung. Dabei ist zu beachten, dass das Wirtschaftswachstum gegenwärtig vor allem vom privaten und staatlichen Konsum getragen wird. Die Investitionsneigung der Unternehmen leidet hingegen unter den zahlreichen globalen Verunsicherungsgründen. Offenbar halten die Unternehmen die Zukunftsaussichten deshalb derzeit nicht für ausreichend gut, um stärker zu investieren. Umgekehrt gilt aber auch: Falls sich in den aktuellen Krisenszenarien klare Ent-

Abb. 1
Investitionsindikator



Berechnungsstand: 25. Mai 2016.

Quelle: ifo Konjunkturtest Dienstleistungen; Statistisches Bundesamt; Berechnungen des ifo Instituts.

warnungssignale erkennen lassen, ist mit einem Anspringen der Investitionskonjunktur zu rechnen. Aufgeschobene Projekte gibt es genug.

Einen gewissen dämpfenden Einfluss auf die Wachstumsdynamik haben seit einigen Jahren auch die anlässlich der Generalrevision der VGR erheblich revidierten Investitionszahlen. Sie haben auch zu spürbaren Änderungen beim Verlauf und beim Niveau des ifo Investitionsindikators geführt. Die Investitionen in sonstige Anlagen zeigen ein weniger volatiles Entwicklungsmuster als die Ausrüstungsinvestitionen. Da Ersterer nun verdreifacht wurden, führt deren höheres Gewicht im Gesamttaggregat zu einem glatteren Verlauf des Indikators (vgl. Strobel und Städtler 2015). In diesem Zusammenhang ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Wirtschaft neben den Anlageinvestitionen nach wie vor auch erheblich in die Gewinnung neuer Mitarbeiter und in die Qualifizierung des vorhandenen Personals investiert. Die deutschen Unternehmen wollen unvermindert einstellen. Das ifo Beschäftigungsbarometer gab im Juni auf hohem Niveau nur geringfügig von 108,3 auf 108,0 Punkte nach. Die Beschäftigungsdynamik bleibt damit expansiv ausgerichtet (vgl. Fuest 2016a). Die Investitionen in Humankapital (wie z.B. innerbetriebliche Weiterbildung) werden in der VGR nicht berücksichtigt. Gerade dem Einsatz hochqualifizierten Personals kommt aber aus Wettbewerbsgesichtspunkten sowie aus Sicht der Innovationsfähigkeit von Unternehmen eine wesentliche Bedeutung zu (vgl. Sauer und Strobel 2015). Bei eher moderatem Wirtschaftswachstum steigt die Zahl der Beschäftigten in Deutschland scheinbar unauffhaltsam. Im April 2016 waren nach vorläufigen Berechnungen des Statistischen Bundesamtes rund 43,3 Mio. Personen mit Wohnort in Deutschland erwerbstätig. Gegenüber dem Vorjahresmonat stieg die Zahl der Erwerbstätigen kräftig um 548 000 Personen oder 1,3% (vgl. Statistisches Bundesamt 2016b).

Nach den Plänen der Unternehmen aus dem ifo Investitionstest vom Frühjahr 2016 ist für das Jahr 2016 mit einem

¹ Detaillierte Informationen zur Methodik finden sich in Gürtler und Städtler (2007).

Anstieg der Investitionen im Verarbeitenden Gewerbe um nominal rund 5% (real: + 4,7%) zu rechnen. Am investitionsfreudigsten zeigt sich dabei das Gebrauchsgütergewerbe (vgl. Weichselberger 2016).

Das Geschäftsklima der Leasinggesellschaften bewegte sich das Jahr 2015 über und auch noch bis zum aktuellen Rand im Juni des laufenden Jahres auf einem sehr komfortablen Niveau, wie die Ergebnisse der Konjunkturumfragen des ifo Instituts im Leasingsektor belegen. Zuletzt ist es geringfügig von + 24,9 auf + 22,2% zurückgegangen. Während die Geschäftslageurteile weiterhin sehr positiv ausfallen, überwiegen bei den Geschäftserwartungen jedoch die Optimisten aktuell nicht mehr so deutlich wie zuvor (vgl. Abb. 2). Dies deutet auf eine etwas nachlassende Dynamik bei neuen Leasinginvestitionen in den kommenden Monaten hin, was angesichts des furiosen Auftaktquartals 2016 nicht verwundert. Die Wachstumsperspektiven der Leasinggesellschaften im laufenden Jahr hängen stark von der weiteren Entwicklung der Anlageinvestitionen und hier insbesondere von der Automobilkonjunktur ab. Der Verband der deutschen Automobilindustrie (VDA) rechnete ursprünglich für 2016 mit 3,2 Mio. Pkw-Neuzulassungen (vgl. Gammel und Schäfer 2015). Das würde gegenüber dem starken Jahr 2015 Stagnation bedeuten. Das CAR-Institut ging in seiner Prognose vom Dezember 2015 hingegen davon aus, dass es einen Rückgang der Pkw-Käufe um 0,9% geben wird (vgl. *handelsblatt.com* 2015). In den ersten fünf Monaten von 2016 zeigte sich die Automobilkonjunktur indessen in bester Verfassung. In den Monaten Januar bis Mai sind die Neuzulassungen jeweils kräftig gestiegen: Bei Pkw ist bisher ein Plus von 6,8% entstanden, bei Nutzfahrzeugen waren es sogar 10,2% (vgl. Kraftfahrt-Bundesamt 2016). Der Verband der Internationalen Kraftfahrzeughersteller (VDIK) hat daraufhin seine Prognose für die Pkw-Neuzulassungen 2016 von 3,2 Millionen Stück auf 3,33 Millionen, also auf + 4,1%, angehoben.

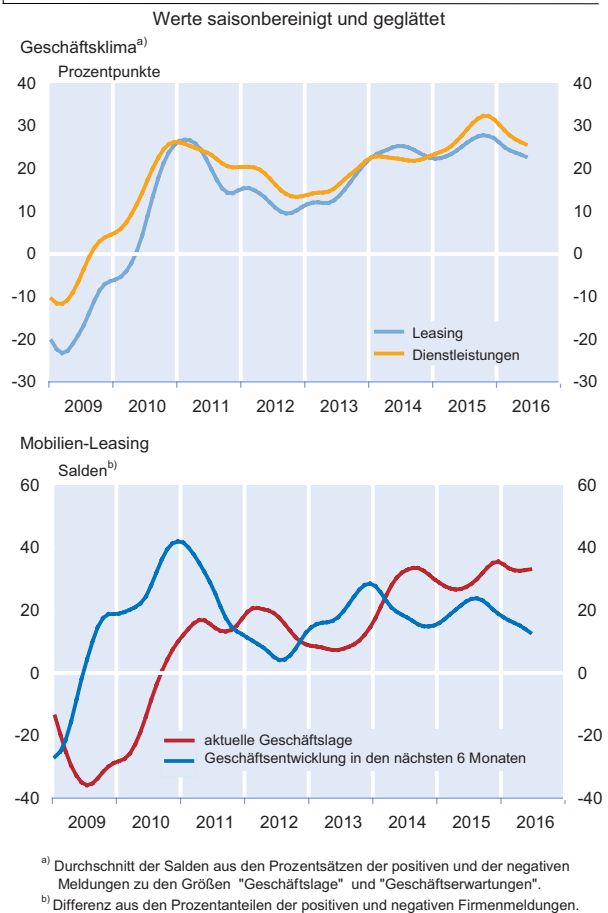
Überwiegend positive Konjunkturindikatoren

Das aktuelle Konjunkturbild, das verschiedene wichtige Indikatoren zeichnen, ist nicht einheitlich, aber überwiegend eher leicht optimistisch:

Die Finanzierungsfrage sollte zunehmenden Investitionen auch im laufenden Jahr nicht im Wege stehen. Viele Unternehmen sind recht liquide, im Mittelstand hat die Eigenkapitalquote sogar eine rekordverdächtige Höhe erreicht. Das Finanzierungsumfeld für deutsche Unternehmen bleibt zudem unverändert sehr gut. Die Kredithürde für die gewerbliche Wirtschaft, also der Anteil der Firmen, die Probleme bei der Kreditvergabe melden, ist im Juni zwar geringfügig auf 14,5% (Juni 2015: 15,1%) gestiegen, liegt damit aber weiterhin auf einem sehr niedrigen Niveau (vgl. Fuest 2016b).

Abb. 2

Unternehmensnahe Dienstleister und Leasing



Quelle: ifo Konjunkturtest Dienstleistungen, Berechnungsstand: 25. Juni 2016.

Die deutschen Unternehmen sind wieder etwas zuversichtlicher beim Exportwachstum. Die Exporterwartungen stiegen laut ifo Konjunkturtest von 6,2 im Vormonat auf 8,1 Saldenpunkte im Juni. Die deutsche Exportindustrie behauptete sich vor dem Brexit-Referendum in einem schwachen weltwirtschaftlichen Umfeld (vgl. Fuest 2016c).

Der ifo Geschäftsklimaindex stieg von 107,8 Punkten im Mai auf 108,7 Punkte im Juni. Die Unternehmen waren mit ihrer aktuellen Geschäftslage etwas zufriedener. Die Geschäftsaussichten für die kommenden Monate verbesserten sich sogar deutlich. Der Aufschwung in Deutschland ist intakt (vgl. Fuest 2016d).

Dass die deutsche Wirtschaft in den kommenden Monaten wohl weiter expandieren wird, ist nicht zuletzt den privaten Haushalten zu verdanken, die die sich erweiternden Ausgabenspielräume in zunehmendem Maß für Konsumzwecke nutzen. Das Konsumklima setzt laut GfK den Aufwärtstrend fort. Für Juni 2016 prognostiziert der Gesamtindikator 9,8 Punkte nach 9,7 Zählern im Mai. Der private Konsum bleibt damit auch in den kommenden Monaten eine wichtige Stütze der Konjunktur in Deutschland. GfK bestätigt sei-

ne Prognose von Beginn dieses Jahres. Demnach steigen die realen privaten Konsumausgaben um etwa 2% im Jahr 2016. Im vergangenen Jahr waren es 1,9% (vgl. o.V. 2016a).

Insgesamt ist also für 2016 – nach derzeitigem Prognosestand – mit moderat steigenden Ausgaben für Ausrüstungsgüter zu rechnen. Die Chancen für die Leasinggesellschaften stehen nicht schlecht, dabei überdurchschnittlich zu partizipieren. Die von Energie sparenden Technologien getriebene Investitionswelle ist ein Hoffnungsträger für die Leasingbranche über 2016 hinaus. Daneben dürfte die unter dem Schlagwort »Industrie 4.0« beschriebene vierte industrielle Revolution beträchtliche Investitionen anstoßen, vor allem auf mittlere Frist.

Die im weiteren Jahresverlauf wohl nachlassende Investitionsbereitschaft der Unternehmen deutet darauf hin, dass diese ihre Zukunftsaussichten nicht ausreichend gut einschätzen, um stärker zu investieren.

Hinsichtlich der wirtschaftlichen Rahmenbedingungen gibt es Risiken, die die Wachstumsphantasie begrenzen und insbesondere die Investitionstätigkeit treffen. Für die deutsche Konjunktur resultieren sie insbesondere daraus, dass die Lage im Euroraum immer noch sehr fragil und ein erneutes Aufflammen der Krise weiterhin nicht auszuschließen ist. Sollte die Lage in Griechenland eskalieren und zum Staatsbankrott führen, muss damit gerechnet werden, dass verunsicherte Unternehmen geplante Investitionen aussetzen. Dies gilt auch für die anhaltenden geopolitischen Krisenherde. Last but not least ist hier auch noch der Brexit zu nennen. Dieser könnte zu länger andauernden Wachstums- einbußen führen: »Es werden zunächst mehrjährige Verhandlungen über die künftigen Beziehungen zur EU folgen. Für die Wirtschaft eine Phase der Unsicherheit: Investoren und Konsumenten würden Ausgaben zurückstellen, bis geklärt ist, wie es weitergeht.« (vgl. Fuest 2016e)

Schon seit geraumer Zeit kritisieren Unternehmen und Verbände die Wirtschaftspolitik der Regierung, sie fürchten u.a. eine Verschlechterung der Wettbewerbsfähigkeit. Immerhin ist die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands, verglichen mit dem vergangenen Jahr, in einem Ranking vom zehnten auf den zwölften Platz gesunken. Die Bundesrepublik gehört damit nicht mehr zu den zehn wettbewerbsfähigsten Volkswirtschaften der Welt, die jährlich von der Schweizer Business School IMD ermittelt werden und in einer Studie kürzlich vorgestellt wurden (vgl. Knitterscheidt 2016).

Aktienrückkäufe statt Investitionen?

Daneben offenbart der starke Anstieg der Barbestände, erhöhte Dividenden und umfangreiche Aktienrückkäufe eine um sich greifende unternehmerische Risikoscheu und Ein-

fallslosigkeit, und das nicht nur in den USA. Statt in neue Fabriken oder mehr Forschung und Entwicklung zu investieren, stecken die Unternehmen einen steigenden Anteil ihrer Gewinne in den Rückkauf eigener Aktien und/oder die Erhöhung der Dividende. Goldman Sachs erwartet, dass in diesem Jahr die Gesamtsumme für Rückkäufe in den USA um 7% auf 600 Mrd. US-Dollar steigt und Rückkäufe von Unternehmen die Hauptquelle der Nachfrage nach amerikanischen Aktien sein werden. Finanzinvestoren finden Rückkaufprogramme wegen der Kursgewinne und der Wertsteigerung ihrer Portfolios zwar gut. Da sie aber nur den Aktionären dienen, nicht aber dem langfristigen Erfolg der Unternehmen oder gar der Volkswirtschaft, sind sie sehr umstritten. Eine zentrale Kritik ist, dass Unternehmen die dafür verwendeten Mittel nicht in Wachstumsstrategien investieren, wie Forschung und die Entwicklung neuer Produkte (vgl. Kuls 2016). Vor dem Jahr 1982 waren derartige Transaktionen noch unüblich; erst nachdem die amerikanische Börsenaufsicht SEC damals die Regeln für derartige Kursmanipulationen gelockert hatte, kam die Entwicklung ins Rollen. Seit einigen Jahren betreiben auch einige deutsche Großunternehmen milliardenschwere Aktienrückkäufe. Ein Firmenchef erklärte die Aktion folgendermaßen: »Wenn wir nicht sinnvoll in organisches oder anorganisches Wachstum investieren können, erwerben wir Aktien zurück« (vgl. o.V. 2016b).

Kürzlich ermahnte die OECD Deutschland zum wiederholten Mal zu höheren Investitionsanstrengungen. Sie stellte fest, dass zwar nicht nur Deutschland, sondern auch andere Industrieländer unter dem Problem mangelnder Investitionen leiden würden. Während sich die Investitionsmüdigkeit aber anderswo häufig mit schlechter Konjunktur, hohen Schulden oder anderen Faktoren erklären lässt, stelle Deutschland die Ökonomen der OECD vor Rätsel (vgl. Kaiser 2016).

Literatur

BDL (2016), »Trendmeldung 1. Quartal 2016«, Ergebnisse, Mai.

Fuest, C. (2016a), »Deutsche Unternehmen stellen unvermindert ein«, 17. Juni, verfügbar unter: www.ifo.de/de/w/32seoZPMr.

Fuest, C. (2016b), »Kredithürde steigt leicht – Ergebnisse des ifo Konjunkturtests im Juni 2016«, 30. Juni, verfügbar unter: www.ifo.de/de/w/jnbAAxZy.

Fuest, C. (2016c), »Exportorerwartungen steigen – Ergebnisse des ifo Konjunkturtests im Juni 2016«, 28. Juni, verfügbar unter: www.ifo.de/de/w/h6A6sNK3

Fuest, C. (2016d), »ifo Geschäftsklimaindex steigt – Ergebnisse des ifo Konjunkturtests im Juni 2016«, 24. Juni, verfügbar unter: www.ifo.de/de/w/3jUESAmJ3.

Fuest, C. (2016e), »Diese Kettenreaktion droht nach dem Brexit«, *WirtschaftsWoche*, 27. Mai, verfügbar unter: www.WiWo.de.

Gammelin, C. und U. Schäfer (2015), »Verdrehte Bilanz«, *Süddeutsche Zeitung*, 2. Dezember, 19.

Gürtler, J. und A. Städtler (2007), »Ausgezeichnete Geschäftslage beim Leasing – Boom bei den Ausrüstungsinvestitionen«, *ifo Schnelldienst* 60(12), 54–57.

handelsblatt.com (2015), »Auf Käufer warten 2016 paradiesische Zeiten«, 3. Dezember, verfügbar unter: www.handelsblatt.com.

Kaiser, T. (2016), »Diese unerklärliche Schwäche gefährdet Deutschland«, *Die Welt*, 5. April, verfügbar unter: www.welt.de.

Knitterscheidt, K. (2016), »Studie zur Wettbewerbsfähigkeit: Deutschlands Abstieg in die zweite Liga«, *Handelsblatt*, 31. Mai, verfügbar unter: www.handelsblatt.com.

Kuls, N. (2016), »Die letzte Hoffnung der Wall Street«, *FAZ*, 28. April, verfügbar unter: www.faz.net.

Kraftfahrt-Bundesamt (2016), »Fahrzeugzulassungen im März 2016«, Pressemitteilung Nr. 13/2016.

o.V. (2016a), »Konsumklima setzt Aufwärtstrend fort«, 25. Mai, verfügbar unter: www.gfk.de, 25. Mai.

o.V. (2016b), »Wohin mit dem vielen Geld?«, *FAZ*, 26. Mai, verfügbar unter: www.faz.net.

Sauer, S. und Th. Strobel (2015), »Aktuelle Ergebnisse der ifo Investorenrechnung: Investitionen in geistiges Eigentum gewinnen an Bedeutung«, *ifo Schnelldienst* 69(6), 40–42.

Städtler, A. (2015), »Leasing und Anlageinvestitionen wachsen im Gleichschritt – moderates Wachstum auch für 2016 erwartet«, *ifo Schnelldienst* 68(23), 67–77.

Statistisches Bundesamt (2016a), »Ausführliche Ergebnisse zur Wirtschaftsleistung im 1. Quartal 2016«, Pressemitteilung Nr. 171, 24. Mai.

Statistisches Bundesamt (2016b), »43,3 Millionen Erwerbstätige im April 2016«, Pressemitteilung Nr. 180, 31. Mai.

Strobel, Th. und A. Städtler (2015), »Moderates Wachstum der Investitionen und des Leasings in Sicht«, *ifo Schnelldienst* 68(6), 43–47.

Weichselberger, A. (2016), »Verarbeitendes Gewerbe Deutschlands: Investitionsanstieg geplant«, *ifo Schnelldienst* 69(5), 46–50.

Werner, K. (2015), »Der Fluch des Geldes«, *Süddeutsche Zeitung*, 11. März, 21.

Wollmershäuser, T., W. Nierhaus, T.O. Berg, Chr. Breuer, J. Garnitz, Chr. Grimme, A. Hristov, R. Lehmann, W. Meister, M. Reif, F. Schröter, A. Steiner, K. Wohlrabe und A. Wolf (2016), »ifo Konjunkturprognose 2016/2017: Aufschwung in Deutschland geht in die zweite Runde«, *ifo Schnelldienst* 68(12), 21–57.

Die Baunachfrage in Europa befindet sich seit 2014 auf Erholungskurs. Für den Prognosezeitraum bis zum Jahr 2018 gehen die Experten des EUROCONSTRUCT-Netzwerks¹ – vor allem aufgrund der wirtschaftlichen Belebung und des aufgelaufenen Nachholbedarfs – von einem verstärkten Wachstum aus. So wird der Zuwachs der Bauleistungen in den drei Jahren bis 2018 insgesamt rund 8% betragen.

Im Tiefbausektor dürfte die zukünftige Entwicklung leicht überdurchschnittlich ausfallen, auch weil sich die öffentliche Finanzlage vielerorts weiter verbessern und sich dadurch ein größerer Spielraum für Investitionen ergeben wird. Im Nichtwohnhochbau werden die Bauleistungen bis 2018 insgesamt um »lediglich« 7% zulegen. Zwar stimulieren der Wirtschaftsaufschwung und die günstigen Finanzierungsmöglichkeiten die Nachfrage nach Nichtwohngebäuden. Allerdings dürfte der kürzlich beschlossene Brexit einen Schatten auf die weitere Investitionstätigkeit in einigen Ländern werfen. Im Wohnungsbau machen sich neben den günstigen Wirtschaftsaussichten und den niedrigen Zinsen insbesondere demographische Entwicklungen sowie staatliche Fördermaßnahmen positiv bemerkbar. Die Wohnungsbauaktivitäten dürften im Prognosezeitraum insgesamt um etwa 8% ausgeweitet werden, also ähnlich stark wie die Bauleistung insgesamt.

Im vergangenen Jahr hat die Bauleistung im EUROCONSTRUCT-Gebiet erneut zugenommen. Nach einem Plus von rund 1% im Jahr 2014, wuchs die Baunachfrage 2015 um knapp 1½%. Für das laufende Jahr wird ein Zuwachs um gut 2½% prognostiziert. Danach dürfte sich der Aufschwung in ähnlichem Tempo fortsetzen, so dass 2018 voraussichtlich Baumaßnahmen in Höhe von 1,52 Billionen Euro (in Preisen von 2015) durchgeführt werden. 2013, dem Jahr, in dem zuletzt ein rückläufiges Bauvolumen in den 19 Mitgliedsländern zu verzeichnen war, lag das Marktvolumen noch bei 1,37 Billionen Euro (in Preisen von 2015). Die aktuelle Prognose läuft somit auf eine Erho-

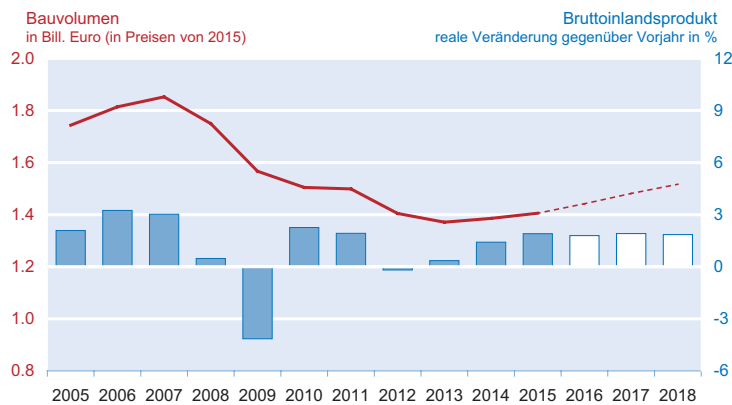
lung von insgesamt rund einem Zehntel in den Jahren 2014 bis 2018 hinaus.

Nachholbedarf und wirtschaftliche Erholung stimulieren Baunachfrage

Betrachtet man die Bautätigkeit seit 2005, so zeigt sich, dass der für 2018 prognostizierte Umfang der Bauleistungen immer noch um fast ein Fünftel unter dem 2007 erreichten Spitzenwert liegen würde (vgl. Abb. 1). Dieser Spitzenwert sollte allerdings nicht als Zielgröße für die gegenwärtige Erholung dienen. So wurde die Entwicklung in den Jahren bis 2007 von zahlreichen positiven Einflüssen begünstigt, wie beispielsweise der Euroeinführung, der ein starker wirtschaftlicher Aufschwung in Europa folgte. Mit anhaltender Dauer dieses Aufschwungs wurde jedoch vor allem in den südeuropäischen Ländern, aber auch in Irland, zunehmend spekulativ gebaut. Die Wohnimmobilienpreise stiegen nämlich dort rasant, und die Kreditvergabe erfolgte nicht selten alles andere als konservativ. Aber auch jenseits des Wohnungssektors wurde seinerzeit in übertriebenem Maße in Bauten investiert. Voraussetzung hierfür war einerseits die damals noch entspannte Budgetsituation etlicher Staaten und andererseits die vielerorts hervorragend laufenden Geschäfte der Unternehmen, die aufgrund hoher Gewinne auch umfangreiche Investitionen ermöglichen.

¹ Das europäische Forschungs- und Beratungsnetzwerk EUROCONSTRUCT® wurde 1975 gegründet. In diesem Verbund kooperieren Institute mit spezifischem Know-how im Bau- und Immobiliensektor aus 15 westeuropäischen sowie vier osteuropäischen Ländern. Den Kern der EUROCONSTRUCT-Aktivitäten bilden Konferenzen, auf denen die neuesten Prognosen zum Baugeschehen in den Mitgliedsländern vorgestellt werden. Diese Veranstaltungen finden zweimal im Jahr an wechselnden Orten in Europa statt. Außerdem werden Spezialstudien zu den längerfristigen Perspektiven und zu den Strukturveränderungen im europäischen Bausektor erstellt. Das ifo Institut ist Gründungsmitglied und deutsches Partnerinstitut des Netzwerks. Dieser Beitrag enthält ausgewählte Analysen und Prognosen der 19 Länderberichte zur 81. EUROCONSTRUCT-Konferenz, die am 10. Juni 2016 in Dublin stattfand. Die 82. EUROCONSTRUCT-Konferenz ist für den 25. November 2016 in Barcelona geplant. Das Programm sowie die Anmeldeunterlagen finden Interessenten auf der Homepage des ifo Instituts oder auf www.euroconstruct.org; sie können sich aber schon jetzt direkt an das ifo Institut wenden.

Abb. 1
Bauaktivitäten und Wirtschaftswachstum im EUROCONSTRUCT-Gebiet



Quelle: EUROCONSTRUCT; Eurostat.

In der Konsequenz kletterte das Bauvolumen im EUROCONSTRUCT-Gebiet auf ein nicht nachhaltiges Niveau, da es nicht mehr allein durch die normale Nachfrage der Wirtschaftssubjekte getragen wurde. Die Marktüberhitzung dürfte bereits in den Jahren 2003/2004 begonnen haben – und hielt bis 2007 an. Dann sorgten die Finanzkrise, die weltweite Wirtschaftskrise und schließlich auch die Eurokrise dafür, dass in allen drei Baubereichen eine dramatische Marktkorrektur erfolgte, die bis zum Jahr 2013 anhält. Die vorangegangene hohe Produktion an Wohnungen, Gewerbe- und Infrastrukturbauten führte vielerorts zu erheblichen Leerständen, was sich extrem negativ auf die Baunachfrage auswirkte.

Die aktuelle Erholung der Bautätigkeit wird in vielen Ländern vom in den vergangenen Jahren aufgelaufenen Nachholbedarf angetrieben. In einigen Regionen wurde nämlich zwischenzeitlich so wenig neu gebaut und modernisiert, dass sich mittlerweile ein sichtlicher Nachfrageüberhang bemerkbar macht. Am eindrucksvollsten ist dieser Effekt in Irland zu beobachten, wo in einzelnen Segmenten die Bauaktivitäten vorübergehend nahezu eingestellt wurden. Das irische Bauvolumen ist dadurch so stark geschrumpft, dass der Markt – infolge der nun gestiegenen (Flächen-) Nachfrage – in einzelnen Jahren sogar zweistellig wachsen dürfte. Wie stark die Erholung tatsächlich ausfallen wird, bleibt allerdings abzuwarten. So haben unter anderem die inzwischen wesentlich strengeren Bauvorschriften und der in der Krise erzwungene erhebliche Kapazitätsabbau im irischen Baugewerbe und bei den Projektentwicklern eine bremsende Wirkung auf das Baugeschehen.

Die allgemeine wirtschaftliche Belebung in Europa führt nun dazu, dass sich die (finan-

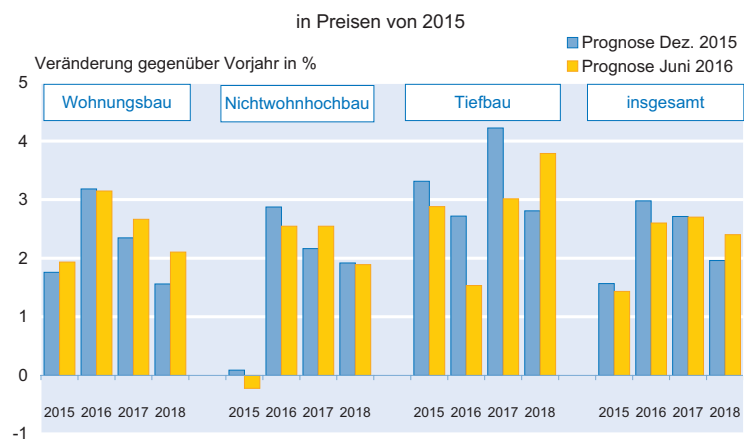
zielle) Situation sowohl der Privathaushalte als auch der Unternehmen und der öffentlichen Hand schrittweise verbessert. 2015 ist die Wirtschaftsleistung in den 19 Mitgliedsländern insgesamt um knapp 2% gewachsen. Dieses Tempo dürfte – unter den aktuellen Rahmenbedingungen – bis zum Ende des Prognosezeitraumes im Jahr 2018 beibehalten werden. Zusammen mit den niedrigen Zinsen und der in etlichen Ländern ausgeprägten Zu- und Binnenwanderung dürfte der anhaltende Wirtschaftsaufschwung dafür sorgen, dass die Bauleistung in Europa in den kommenden Jahren merklich ansteigen wird. Wie lange diese positive Entwicklung anhalten wird, hängt allerdings auch vom weiteren Verlauf der Eurokrise ab. So könnte sich das Wirtschaftswachstum

mittelfristig wieder spürbar reduzieren, wenn es nicht in einigen Ländern zu weiteren Strukturreformen kommt.

Größere Prognoseänderungen vorwiegend im Tiefbaubereich

Prognoserevisionen gegenüber der Konferenz im Dezember 2015 ergaben sich vor allem für die beiden Jahre 2016 und 2018 (vgl. Abb. 2). Während im laufenden Jahr der Anstieg des Bauvolumens im EUROCONSTRUCT-Gebiet um knapp 0,4 Prozentpunkte schwächer ausfallen dürfte, wird für 2018 ein um gut 0,4 Prozentpunkte stärkerer Zuwachs als vor einem halben Jahr erwartet. Beides resultiert maßgeblich aus der geänderten Einschätzung der zukünftigen Tiefbauaktivitäten in etlichen Ländern. So hat beispielsweise die politische Hängepartie in Spanien und die dadurch notwendig gewordene Neuwahl des Parlaments im Juni 2016 dazu geführt, dass sich die Auftraggeber von Tiefbauprojekten – einschließlich dem Staat – sichtlich zurückhalten. Ging das spanische EUROCONSTRUCT-Institut im Winter 2015 bei seiner Tief-

Abb. 2
Prognoseänderung nach Baubereichen im EUROCONSTRUCT-Gebiet



Quelle: EUROCONSTRUCT.

bauprogno­se für 2016 noch von einem Plus von rund + 1½% aus, so erwartet es nunmehr einen kräftigen Rückgang um fast 7%.

Daneben wurden auch die Tiefbauprogno­sen für das Jahr 2016 für Polen, Großbritan­nien, Portugal und der Schweiz auffallend stark nach unten revidiert. Außer für Portugal fällt der Tiefbauausblick für das Jahr 2018 in den genannten Ländern aber merklich güns­tiger aus als vor einem halben Jahr. So ste­hen etwa in der Schweiz ab 2018 wieder erheblich mehr Staatsmittel für Straßenbau­projekte zur Verfügung.

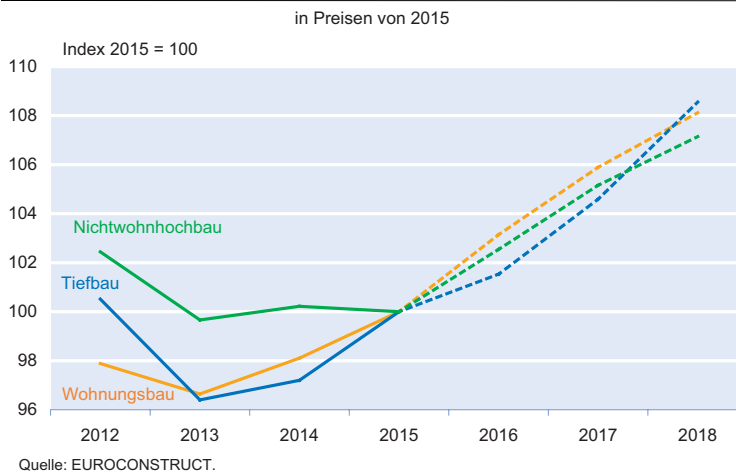
Auch für das Jahr 2017 wurde das prognos­tierte Tiefbauvolumen nach unten korri­giert. Dies geht, unter anderem, auf den verschobenen Start eines großen Energieprojektes in Großbritan­nien zurück. So dürfte die Erweiterung des Kernkraftwerk­komplexes Hinkley Point wohl nicht 2017, sondern erst 2019 beginnen.

Eine weitere Ursache für das nunmehr prognostizierte stärkere Wachstum der Bauleistungen in Europa für das Jahr 2018 ist der positivere Ausblick im Wohnungs­bau. So wurde der entsprechende Prognosewert für die Länder Portugal, Großbritan­nien, Schweiz, Niederlande, Polen und Österreich sichtlich nach oben korrigiert, während nur für Schweden und Finnland größere Abwärtskorrekturen erfolgten. In Finnland wird dabei immer noch mit einer Zunahme der Wohnungs­bauleistungen 2018 um 1,3% gerechnet. Aktuell kämpft sich die finnische Wirtschaft langsam aus der Krise, die in den vergangenen Jahren auch im Wohnungs­bau ihre Spuren hinterlassen hat. Der Niedergang des Handy-Herstellers Nokia sowie der Papierindustrie, vor allem aber die EU-Wirtschafts­sanktionen gegenüber dem wichtigen finnischen Handelspart­ner Russland haben dem Land stark zugesetzt. Erst kürzlich hat die finnische Regierung mit den Gewerkschaften eine Arbeitszeitverlängerung bei gleichem Gehalt vereinbart, um die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen zu verbessern und die zuletzt immer weiter gestiegene Arbeitslosigkeit in den Griff zu bekommen. Die Prognose für das finnische Bruttoinlands­produkt geht von einem moderaten Wachstum bis 2018 aus.

Erholung in den drei Baubereichen nahezu im Gleichschritt

Bei einer Unterteilung des Bauvolumens in die drei Baube­reiche Wohnungsbau, Nichtwohnhochbau und Tiefbau zeigt sich eine recht gleichförmige Entwicklung bis zum Jahr 2018 (vgl. Abb. 3). Während das Tiefbauvolumen in Europa dann voraussichtlich um fast 9% über dem Niveau des Jahres 2015 liegen wird, dürfte der Wohnungsbau insgesamt um rund 8% und der Nichtwohnhochbau lediglich um etwa 7%

Abb. 3
Bautätigkeit im EUROCONSTRUCT-Gebiet nach Baubereichen



darüber liegen. Der Tiefbau dürfte dabei seinen anfänglichen Rückstand gegen Ende des Prognosezeitraumes wieder mehr als wettmachen.

Der Tiefbau ist in hohem Maße von öffentlichen Bauherren bzw. von öffentlichen Geldern abhängig. Auch spielen staatliche Marktförderungen, z.B. im Energiebereich, oder staatliche Regulierung, etwa bezüglich der Höhe der zulässigen Netzentgelte, eine große Rolle. Oftmals handelt es sich um größere Projekte, für die umfangreiche Finanzmittel bereitgestellt werden müssen und deren Realisierung nicht selten in mehreren Bauabschnitten erfolgt. In diesem Umfeld kommt es häufiger zu merklichen zeitlichen Verzögerungen in der Umsetzung. Denn bei derartigen Großprojekten können sich kurzfristig größere bautechnische Schwierigkeiten ergeben, Planungs- und Genehmigungsverfahren länger als gedacht dauern oder vereinzelt sogar massiver lokaler Widerstand zu Zwangspausen im Bauablauf führen. Hinzu kommen die unvorhergesehenen Witterungseinflüsse, die sich im Tiefbau wesentlich stärker bemerkbar machen als im Hochbau.

All dies führt dazu, dass die tatsächlich realisierten Tiefbau­maßnahmen alles andere als leicht vorherzusagen sind. Klare politische Bekenntnisse oder die Bereitstellung ausrei­chender Geldmittel bedeuten noch lange nicht, dass ge­plante Vorhaben oder ganze Investitionsprogramme in der angestrebten Art und im geplanten Zeitraum umgesetzt wer­den. Vor allem in kleineren Ländern schwankt das Tiefbau­volumen zum Teil erheblich. Schließlich handelt es sich zu­meist um Großvorhaben, deren Anteil am gesamten Markt­volumen dort eine beachtliche Höhe erreicht.

Tiefbauausgaben in Portugal und Spanien wieder stark rückläufig

Der Tiefbau wird in Europa seine Impulse in den Jahren 2016 und 2017 maßgeblich vom Investitionsbedarf in die Infra-

Abb. 4
Einflussfaktoren im Tiefbausektor bis 2017 nach Ländern

Land	Tiefbau 2016 bis 2017: durchschnittliche prozentuale Veränderung p.a.	Infrastruktur- bedingungen	Wirtschafts- wachstum	Fonds (EU, national, regional)	allgemeine Finanzierungs- bedingungen	ökologische Faktoren und Energiepolitik	Wahlen	öff. Finanzierung und Verschuldung
Polen	12.0	0	+	++	+	+	0	-
Norwegen	8.5	++	0	+	+	0	0	+
Irland	4.5	+	++	0	-	+	++	0
Italien	4.4	++	+	+	+	+	0	0
Belgien	2.8	++	+	0	+	0	+	-
Großbritannien	2.7	++	+	+	-	+	0	0
Niederlande	2.4	+	+	0	+	+	0	-
Schweden	2.2	++	+	+	+	+	0	+
Deutschland	1.6	+	+	++	++	-	0	---
Tschechien	1.2	++	0	0	0	-	0	0
Dänemark	1.2	+	0	0	0	0	0	0
Finnland	1.2	++	0	-	0	+	-	---
Frankreich	0.8	+	+	+	+	+	-	---
Ungarn	0.6	0	+	0	+	+	+	+
Österreich	0.4	0	+	0	+	+	0	0
Slowakei	-0.1	0	0	++	0	0	0	-
Schweiz	-0.2	0	+	++	++	+	0	0
Spanien	-3.5	0	0	-	0	-	-	-
Portugal	-3.9	-	+	0	-	0	-	---

Erklärung: ++ starke positive Wirkung, + positive Wirkung, 0 keine oder unklare Wirkung, - negative Wirkung, --- starke negative Wirkung
Quelle: EUROCONSTRUCT.

strukturnetze und den erwarteten positiven wirtschaftlichen Aussichten erhalten (vgl. Abb. 4). Selbst im reichen Norwegen, das seit Jahrzehnten erheblich von seinen Öl- und Gasvorkommen profitiert, ist im Straßen- und Wassernetz mittlerweile ein merklicher Sanierungsbedarf aufgelaufen, der in den kommenden Jahren abgebaut werden soll. Nach Polen, das auch in den kommenden Jahren stark von Zuweisungen aus dem EU-Kohäsionsfonds profitieren wird, dürfte Norwegen unter allen 19 EUROCONSTRUCT-Partnerländern die zweitgrößte Zunahme der Tiefbauaktivitäten bis 2017 aufweisen. Hierbei spielt auch eine Rolle, dass der norwegische Staat gezielt zusätzliche Mittel für Infrastrukturvorhaben bereitstellt, um die derzeitige Schwäche der wirtschaftlich wichtigen Ölindustrie auszugleichen.

Negative Einflüsse auf die Tiefbaunachfrage werden bis 2017 vor allem von der vielerorts noch angespannten öffentlichen Finanzlage bzw. Verschuldung ausgehen. Dieser Effekt dürfte auch in Spanien und Portugal weiter zu spüren sein, deren Tiefbaumärkte die beiden letzten Positionen in der Länderübersicht einnehmen. Für den spanischen Tiefbausektor wird ein Minus von durchschnittlich 3½% pro Jahr bis 2017 erwartet. Für Portugal, das wirtschaftlich nur ganz allmählich wieder auf die Füße kommt, beträgt dieser Wert sogar fast 4% p.a. Diese kräftigen Rückgänge sind noch auf die abermals intensivierten Einsparbemühungen der Vorgängerregierung zurückzuführen; im Tiefbausektor betrafen diese nahezu ausschließlich den Verkehrsbereich. Erweisen sich die aktuellen Bauprognosen des portugiesischen Partnerinstituts als richtig, so wird der Umfang der Tiefbauaktivitäten im übernächsten Jahr knapp unter das niedrige Niveau von Anfang der 1990er Jahre fallen.

Auch in Deutschland wird der Einfluss der öffentlichen Finanzsituation bis 2017 deutlich negativ sein. So profitiert zwar auf der einen Seite der Bund derzeit in erheblichem Maße von den kräftig wachsenden Steuereinnahmen und der ausgezeichneten Beschäftigungssituation, auf der anderen Seite geht es aber zahlreichen Gemeinden finanziell wesentlich schlechter, als die allgemeine Konjunkturlage vermuten lassen würde. Darüber hinaus hat die Versorgung und Integration der Flüchtlinge dazu geführt, dass die Ausgaben der Kommunen und auch der Bundesländer deutlich angestiegen sind. Eine weitere Kostenentlastung von Seiten des Bundes ist zwar absehbar, ändert aber nichts daran, dass Länder und Kommunen zusammen einen ähnlich hohen Anteil an den Flüchtlingskosten tragen werden müssen wie der Bund. Immerhin wird der Bund in diesem und in den kommenden Jahren zusätzliche Mittel in die Bereiche Straße, Schiene, Wasserwege und Telekommunikation leiten. Dies dürfte die Investitionszurückhaltung von Ländern und Gemeinden mehr als kompensieren.

Irland investiert erheblich mehr in Nichtwohngebäude

Im Gegensatz zum Tiefbau stehen im Nichtwohnhochbau die Zeichen länderübergreifend aus Wachstum. Lediglich in Norwegen dürfte in den Jahren 2016 und 2017 insgesamt eine – leicht – rückläufige Baunachfrage zu verzeichnen sein (vgl. Abb. 5). In Deutschland weist der Nichtwohnhochbau, also der Bau und die Instandhaltung bzw. Modernisierung von Nichtwohngebäuden, lediglich ein kleines Plus auf. Einerseits fehlt es an Impulsen von Seiten der Kommunen,

Abb. 5
Einflussfaktoren im Nichtwohnhochbau bis 2017 nach Ländern

Land	Nichtwohnhochbau 2016 bis 2017: durchschnittliche prozentuale Veränderung p.a.	Wirtschafts- wachstum	allgemeine Finanzierungs- bedingungen	Unternehmens- gewinne	erzielbare Gesamtrendite	politische Einflussfaktoren	Gebäude- zustand und Leerstand	öff. Finanzierung und Verschuldung
		Einschätzung der Wirkung einzelner Einflussfaktoren						
Irland	30.1	++	—	+	+	++	+	0
Ungarn	4.9	+	+	0	0	+	+	+
Spanien	4.7	0	0	0	0	—	—	---
Finnland	4.2	+	+	+	0	+	---	—
Niederlande	3.7	+	+	+	0	0	—	0
Polen	3.6	+	+	+	+	0	0	0
Belgien	3.3	+	+	+	+	0	+	—
Slowakei	3.2	+	0	0	0	0	0	0
Schweden	3.1	+	+	+	0	0	+	0
Dänemark	2.9	+	0	+	+	+	---	0
Großbritannien	2.8	+	+	+	+	—	+	—
Portugal	2.5	+	++	+	+	0	0	—
Tschechien	2.4	+	0	+	0	+	0	0
Frankreich	2.2	+	+	+	0	0	0	—
Italien	2.1	+	+	+	—	+	0	+
Österreich	1.3	+	0	0	0	0	0	—
Schweiz	1.1	+	++	0	—	0	—	0
Deutschland	0.8	+	++	+	+	—	0	---
Norwegen	-0.3	—	0	—	0	0	—	+

Erklärung: ++ starke positive Wirkung, + positive Wirkung, 0 keine oder unklare Wirkung, - negative Wirkung, --- starke negative Wirkung
 politische Einflussfaktoren: Steuerpolitik, Subventionen, Wahlgeschenke usw.

Quelle: EUROCONSTRUCT.

andererseits agieren die Unternehmen vorsichtig. Letzteres hat unter anderem mit der Schwäche wichtiger Auslandsmärkte, politischen Unsicherheiten in der EU und diversen Problemen einzelner Branchen zu tun. Die gedämpften Ausichten dürfen aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich der Nichtwohnhochbau in Deutschland aktuell bereits auf einem – im historischen Vergleich – ansehnlichen Niveau befindet. Allerdings hat der Neubau gegenüber früheren Zeiten mittlerweile deutlich an Bedeutung eingebüßt.

Den stärksten Schub dürfte der europäische Nichtwohnhochbau bis 2017 von der positiven wirtschaftlichen Entwicklung, den günstigen Finanzierungsbedingungen und der vielerorts guten Gewinnlage der Firmen erhalten. Allerdings belasten mancherorts das Überangebot an geeigneten Gewerbeimmobilien und die angespannte Finanzlage der öffentlichen Hand die Baunachfrage.

Das mit weitem Abstand größte prozentuale Wachstum des Nichtwohnhochbaus wird für den irischen Markt prognostiziert. Allein im laufenden Jahr dürfte die Bautätigkeit in diesem Bereich um mehr als ein Drittel zulegen. Dies entspricht aber nur einem Anstieg der Bauaktivitäten um gut 1 Mrd. Euro (in Preisen von 2015). Daran ist gut abzulesen, wie stark die irische Bauproduktion seit 2008 geschrumpft ist. Die positive Entwicklung bis 2017 zieht sich durch alle Gebäudegruppen, da sowohl private als auch öffentliche Bauherren in Irland kräftig investieren. In der jüngeren Vergangenheit wurden schon etliche Vorhaben auf den Weg gebracht, deren Umsetzung vor allem 2016 und 2017 ansteht. Für das Jahr 2018 rechnet der irische EUROCONSTRUCT-

Partner dann wieder mit einem Rückgang der Nachfrage im Nichtwohnhochbau um fast 7%.

Zu den Auswirkungen des Brexit-Entscheids

Zwei Wochen nach der Vorstellung der neuen EUROCONSTRUCT-Prognose haben sich die Briten in einer Volksentscheidung mit knapper Mehrheit für den Austritt aus der Europäischen Union ausgesprochen. Die negativen wirtschaftlichen Folgen dürften zukünftig sowohl in Großbritannien selbst als auch vor allem auf Seiten der wichtigsten europäischen Handelspartner zu spüren sein, also etwa in Deutschland oder den Niederlanden. Bereits in den vergangenen Monaten spielte ein möglicher Abschied der zweitgrößten Volkswirtschaft Europas eine Rolle bei wichtigen (Investitions-)Entscheidungen der Marktakteure. Somit dürfte die negative Reaktion zwar einerseits etwas weniger stark ausfallen. Auf der anderen Seite haben aber wohl die wenigsten Entscheider tatsächlich mit dem Brexit gerechnet. Auch der britische Partner des EUROCONSTRUCT-Netzwerks hat das Worst-Case-Szenario nur in marginalem Umfang in seine Bauprognose einfließen lassen.

Es ist aber davon auszugehen, dass gerade der von gewerblichen Bauherren beherrschte Nichtwohnhochbau – insbesondere in Großbritannien – unter der Entscheidung der Briten zu leiden haben wird. Auf jeden Fall dürfte der Finanzplatz London an Bedeutung einbüßen. Ob das für die anderen Finanzstandorte Europas tatsächlich einen spüren Vorteil bringen wird, bleibt allerdings abzuwarten, da es sicherlich auch zu Geschäftsverlagerungen in andere außer-

europäische Finanzmetropolen kommen wird. Die Abwertung des britischen Pfundes dürfte aber immerhin der britischen Exportwirtschaft helfen.

Entscheidend wird sein, wie es in den kommenden Wochen und Monaten politisch weitergehen wird, d.h. in welchem Umfang die Handelsbeziehungen aufrechterhalten bleiben und wie rasch die nun beschlossene politische Entflechtung vorstattgehen wird. Aufgrund der Vielzahl der gegenseitigen Vereinbarungen zwischen Großbritannien und der EU kann der Volksentscheid nämlich nicht »von heute auf morgen« umgesetzt werden. Da Europa mit dem EU-Austritt eines – noch dazu sehr wichtigen – Mitgliedslandes Neuland betritt, ist eine realistische Folgenabschätzung für die europäische Bauwirtschaft bis auf weiteres kaum möglich. Am wenigsten dürfte aber wohl der Wohnungsbau betroffen sein. Dieser steht aktuell für fast die Hälfte aller Bauleistungen in Europa und wird deshalb eine stabilisierende Wirkung auf die Baunachfrage haben.

Wie lange kann die aktuelle Wachstumsgeschwindigkeit gehalten werden?

Der Brexit dürfte keine dramatischen Folgen für die europäische Bauwirtschaft haben, und deshalb muss darauf bei der Einschätzung der mittelfristigen Entwicklung aller 19 Partnerländer auch keine allzu starke Rücksicht genommen werden. So sind die Rahmenbedingungen für den europäischen Bausektor aktuell recht günstig, auch wenn sich das eine oder andere Krisenland noch etwas schwer tut und vor allem die öffentliche Budgetsituation vielerorts die Investitionsspielräume noch spürbar einengt. Der inzwischen aufgelaufene immense Bedarf an Instandhaltungs-, Modernisierungs- und Neubaumaßnahmen veranlasst die Marktakteure in etlichen Regionen zum Handeln. Gegenwärtig ist die voranschreitende Erholung des Bausektors fast ein Selbstläufer, dies wird aber nicht so bleiben. Die Wahrscheinlichkeit, dass sich dieser Bedarfseffekt mittelfristig abschwächt, ist groß. Und je weniger etwa der wirtschaftliche Aufschwung in Europa auf gesunden marktwirtschaftlichen Strukturen aufbaut, desto sicherer wird die Baunachfrage bis zum Ende des Jahrzehnts an Schwung verlieren. Momentan reichen die Prognosen des EUROCONSTRUCT-Netzwerkes zwar »nur« bis zum Jahr 2018. Aber schon bei der nächsten EUROCONSTRUCT-Konferenz im kommenden November wird der Prognosezeitraum auch das Jahr 2019 umfassen.

Literatur

EUROCONSTRUCT (2016a), *81st EUROCONSTRUCT Country Report – European Construction: Market Trends until 2018, 9–10 June 2016, Dublin*. June 2016. hrsg. DKM, Dublin.

EUROCONSTRUCT (2016b), *81st EUROCONSTRUCT Summary Report – European Construction: Market Trends until 2018, 9–10 June 2016, Dublin*. June 2016. hrsg. DKM, Dublin.

Nach dem »Smart Phone« und dem intelligenten, selbstfahrenden Auto soll in Zukunft auch unser Stromnetz »smart« arbeiten. »Smart Grids« bilden eine wichtige Komponente der Energiewende. Sie versprechen, durch den Einsatz fortgeschrittener Kommunikations- und Automatisierungstechniken die Basis für ein Stromsystem zu schaffen, das durch effiziente Koordination der Stromerzeugung und des -verbrauchs massive Kosteneinsparungen beim Netzausbau ermöglicht. Zusätzlich soll die Stromversorgung in Zeiten, in denen die erneuerbaren Energien die fossilen ablösen, weiterhin gesichert bleiben (vgl. BnetzA 2011).

Dieser Beitrag beschäftigt sich mit der Rolle von »smarten« Technologien im Rahmen der Energiewende und wie diese sich der steigenden Herausforderungen an das Stromnetz annehmen können. Außerdem werden Smart-Grid-Anwendungen zwischen europäischen Ländern verglichen und Grenzen eines intelligenten Netzes aufgezeigt.

Das Stromnetz im Wandel

Mit einem Anteil von 32,6% am Bruttostromverbrauch wiesen die erneuerbaren Energien (EE) im Jahr 2015 ein neues Allzeithoch in Deutschland auf. Damit verdreifachten sie nicht nur ihren Anteil über die vergangenen zehn Jahre, sondern dominieren erstmals das deutsche Stromsystem als wichtigste Energiequelle (vgl. Agora 2016a; Umweltbundesamt 2016).

Der ambitionierte Ausbau der regenerativen Quellen – die Bundesrepublik strebt einen Anteil der erneuerbaren Energien am Stromverbrauch von mindestens 55% bis 2035 und 80% bis 2050 an (vgl. §1 EEG 2014) – geht jedoch auch mit einer tiefgreifenden Veränderung des Stromsystems einher: Zum einen wird die Stromerzeugung durch den Zubau grüner Kraftwerke – allen voran Wind- und Photovoltaikanlagen – zunehmend dezentralisiert. Floss der Strom traditioneller Weise noch in eine Richtung, vom Kraftwerk über die Übertragungsnetze (Höchst- und Hochspannungsleitungen) zu den Verteilnetzen (Mittel- und Niederspannungsleitungen) hin zum Verbraucher (vgl. Abb. 1), so verteilen sich die Wind- und Photovoltaikanlagen heute über die gesamte Republik und speisen den grünen Strom zum überwiegenden Teil direkt in die Verteilnetze ein. Auch der ehemals passive Verbraucher hat die Möglichkeit, nun selbst Strom zu erzeugen und in das Netz einzuspeisen. Mal konsumiert, mal produziert er und wird damit von einem Konsumenten zu einem »Prosumenten«.

Zum anderen führt die zunehmende Stromerzeugung auf Basis von Wind- und Solarressourcen zu höherer Volatilität auf der Angebotsseite. Der Strom wird nicht mehr nachfrageabhängig erzeugt, sondern verstärkt von den meteorologischen Bedingungen bestimmt. Die sich daraus ergebenden

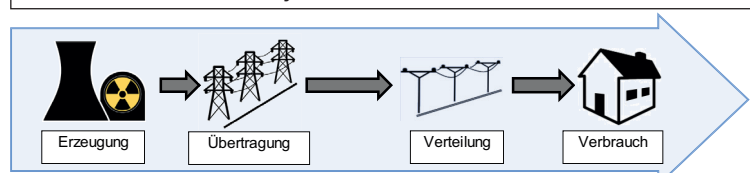
Fluktuationen in der Stromerzeugung machen den Ausgleich von Stromangebot- und -nachfrage zunehmend schwieriger.

Im fossil-nuklearen Stromsystem der Vergangenheit war die Abstimmung des Stromangebots auf die Stromnachfrage, bzw. die Nachfrage nach elektrischer Leistung, recht einfach. Die Leistung, die die meiste Zeit des Tages bereitgestellt werden muss (Grund- und Mittellast), wurde hauptsächlich von Atom- und Kohlekraftwerken abgedeckt. Kurzzeitige Lastspitzen, zum Beispiel zur Mittagszeit, konnten hingegen von den flexibleren Spitzenlastkraftwerken – meist Gaskraftwerken – bedient werden.

Da der grüne Strom immer vorrangig abgenommen werden muss, verdrängt dieser den konventionellen Strom aus der Grund- und Mittellast. Gleichzeitig erzeugt er eine stark schwankende Residuallast – definiert als der Anteil der Stromnachfrage, der nicht durch den grünen Strom gedeckt werden kann. Die Residuallast kann auch negativ werden, insbesondere wenn immer weitere EE-Anlagen ans Netz gehen. Der voranschreitende Wandel des Stromsystems bedeutet damit eine immense Herausforderung für das Stromnetz. Da es praktisch keinen Strom speichern kann, müssen Netzbetreiber kontinuierlich darauf achten, dass die eingespeiste Strommenge der gegenwärtigen Nachfrage entspricht. Dies wird durch die schwankende Residuallast zunehmend erschwert.

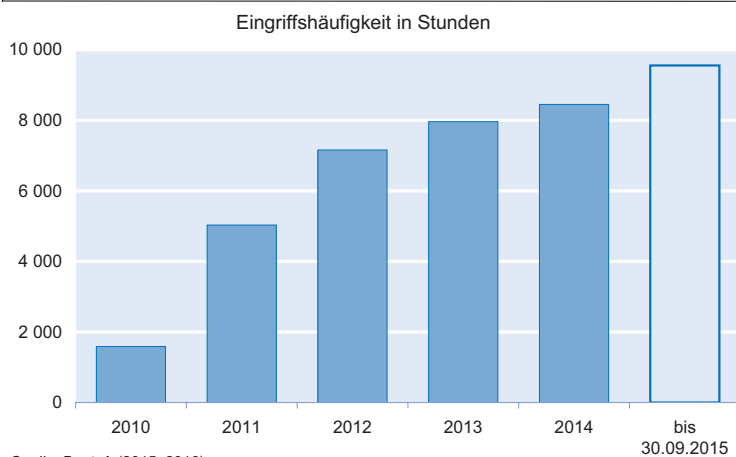
Diskrepanzen zwischen Stromangebot- und -verbrauch verändern die Netzfrequenz, die im Normalfall bei 50 Hertz liegt, und können ohne entsprechende Netzstabilisierungsmaßnahmen zu Netzausfällen führen. Bislang sind Netzbetreiber gezwungen, teure Regulierungsmaßnahmen zu ergreifen, um die schwankende Residuallast auszugleichen. Dazu gehört die Bereitstellung von Reservekapazitäten, sogenannter Regelleistung. Diese wird im unerwarteten Fall eines Leistungsungleichgewichtes abgerufen, um das Netz vor Ausfällen zu schützen. Außerdem können Netzbetreiber direkt Kraftwerke »abregeln« oder kurzfristig hochfahren, wenn sich Ungleichgewichte abzeichnen – man spricht dabei von einem »Redispatch«. In letzter Instanz wird im Rahmen des »Einspeisemanagements« die Einspeisung von Wind- und Photovoltaikanlagen zwangsabgeregelt, wenn ansonsten ein Überangebot an Strom die Netze destabilisieren würde. Da Netzbetreiber die Besitzer abgeregelter EE-Anlagen für ihre entgangenen Erlöse kompensieren

Abb. 1
Das konventionelle Stromsystem



Quelle: Angelehnt an EDSO for Smart Grids 2016.

Abb. 2
Entwicklung der Redispatch-Maßnahmen im deutschen Stromnetz



Quelle: BnetzA (2015; 2016).

müssen, gehören Maßnahmen des Einspeisemanagements zu den teuersten Regulierungsmechanismen.

Abbildung 2 verdeutlicht den gestiegenen Regulierungsbedarf der Netzbetreiber. Die Anzahl an Redispatch-Maßnahmen ist seit 2010 stetig gestiegen. Waren es 2010 noch insgesamt 1 588 Stunden, in denen Kraftwerke zu einer Veränderung ihrer Erzeugungsleistung verordnet wurden, so verzeichnete man bis einschließlich des dritten Quartals 2015 bereits 9 558 Stunden (vgl. BnetzA 2015; 2016). Auch Verbraucher werden durch die Energiewende belastet. Neben der EEG-Umlage müssen sie für die Netzentgelte aufkommen, die für den Transport des Stroms anfallen. Steigen durch den Zubau grüner Kraftwerke die Kosten der Integration der erneuerbaren Energien, beispielsweise durch vermehrte Redispatch-Maßnahmen, steigen auch die Netzentgelte, und der Strom wird teurer.

Folglich impliziert die Abkehr von den fossilen Energiequellen mit Hinblick auf die EEG-Ziele, dass die Stromeinspeisung und der -verbrauch besser aufeinander abgestimmt werden müssen, wenn sowohl die Stromversorgung gesichert als auch die Kosten der Regulierungsmaßnahmen und des Netzausbaus minimiert werden sollen.

Mit der digitalen Aufrüstung des Stromnetzes zu einem Smart Grid könnte eine geeignete Kommunikationsplattform geschaffen und die erforderliche Koordination der Akteure im Stromsystem ermöglicht werden.

Wie funktioniert das intelligente Stromsystem?

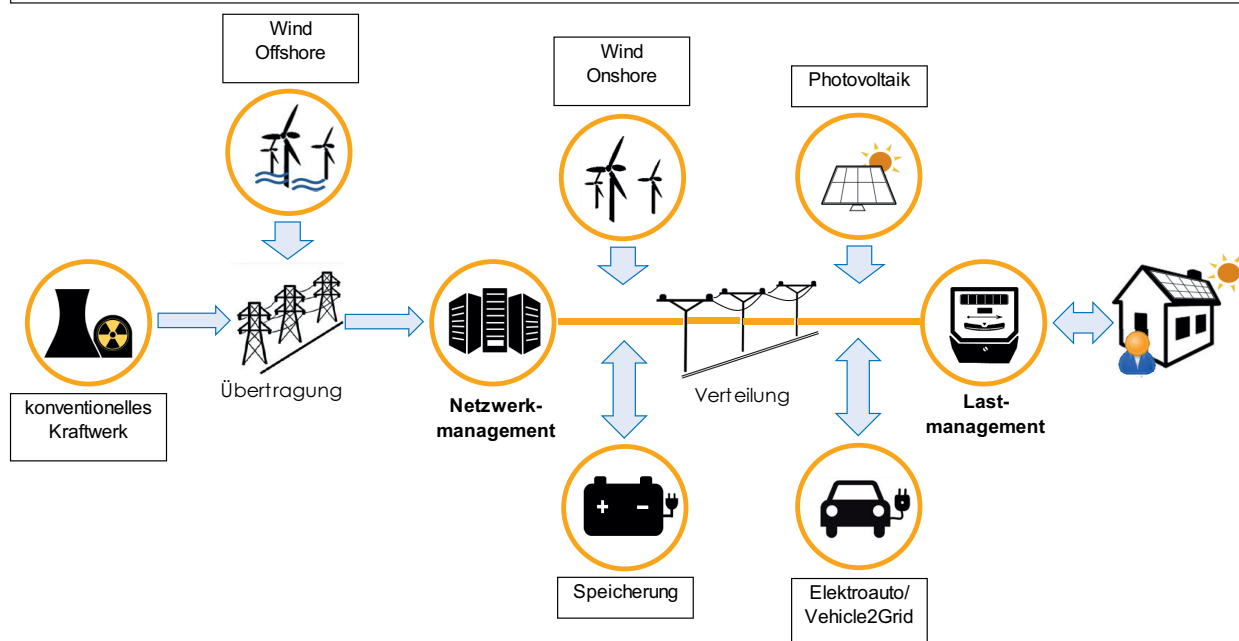
Die Bundesnetzagentur unterscheidet zwischen zwei Teilaspekten eines intelligenten Stromsystems: Zunächst das eigentliche Smart Grid, das sich dann vom »normalen« Netz abgrenzt, wenn es mit Hilfe von Mess- und Kommunika-

tionstechniken Daten zu Erzeugung und Verbrauch sowie Netzzustand in Echtzeit zur Verfügung stellen kann. Ein Smart Grid bietet damit grundsätzlich die Möglichkeit, durch die unmittelbare Nutzung dieser Informationen bestehende Netze besser auszulasten und somit den Bedarf an physischem Netzausbau zu minimieren. Die zweite Komponente bildet der »Smart Market«. Durch die Nutzung der Smart-Grid-Strukturen werden im Smart Market Energiemengen zwischen den verschiedenen Akteuren gesteuert, so dass die bestehenden Netzkapazitäten tatsächlich bestmöglich ausgenutzt werden. Diese Steuerung erfolgt dabei hauptsächlich über Preissignale. Durch die Flexibilisierung von Stromtarifen können Konsumenten, die mit Hilfe von intelligenten

Stromzählern, sogenannten »Smart Metern«, unmittelbaren Zugang zu ihren Verbrauchsdaten haben, Verbrauchsprozesse in sonnen- und windintensive Zeiten verlagern, in denen der Strom gerade besonders günstig ist (vgl. BnetzA 2011). Im Rahmen von »Smart Homes« werden Haushaltsgeräte wie Wasch- und Spülmaschinen zum Teil selbstständig zu Marktakteuren, indem sie sich durch die von Smart Metern bereitgestellten Daten selbst einschalten, wenn ein Überangebot an Strom herrscht. Die flexible Bepreisung des Stroms kann somit das Lastprofil positiv beeinflussen, da Stromkonsumenten bei hoher Netzauslastung (hohe Stromnachfrage bei niedrigem Angebot) einen Anreiz zum Stromsparen haben – man spricht dabei von Lastmanagement. Auch Elektroautos, die mit ihren Akkus über eine Art mobilen Stromspeicher verfügen, könnten in Zukunft zur Netzstabilität beitragen, indem sie genau dann aufgeladen werden, wenn gerade viel Strom erzeugt wird. Einige Elektroautomodelle sind zudem in der Lage, Strom wieder an das Netz abzugeben. Das Konzept des »Vehicle to Grid« basiert auf der Idee, dass Autobatterien flexibel auf- und entladen werden können, so dass die Besitzer beispielsweise bei Lastspitzen (kurz auftretende hohe Leistungsnachfragen im Stromnetz) gegen Entlohnung für Regeldienste zur Verfügung stehen (vgl. Green Gear 2016).

Neben dem verbesserten Lastmanagement lassen sich durch Smart Grids auch auf der Netzbetreiberseite Vorteile erzielen. Durch die Fernauslese von Erzeuger- und Verbraucherdaten können Netzbetreiber die Stromeinspeisung besser steuern und ihrerseits gezieltere Maßnahmen zur Netzstabilität wahrnehmen (vgl. BnetzA 2013). Für den Fall, dass Anlagen nicht abgeregelt werden und andere Regelmechanismen nicht zum Einsatz kommen, muss der überschüssige Strom zu negativen Preisen oft an das Ausland verkauft werden. Im Jahr 2015 waren es knapp 126 Stunden, in denen der Strompreis ins Negative fiel – fast doppelt so viele wie im Vorjahr (vgl. Agora 2016b). Um in Zukunft die

Abb. 3
Das intelligente Stromsystem



Quelle: Angelehnt an EDSO for Smart Grids 2016.

teure Stromvernichtung zu vermeiden, könnten Stromspeichertechnologien eingesetzt werden. Diese würden den überschüssigen Strom bei Bedarf aus dem Netz nehmen und zu einem späteren Zeitpunkt wieder einspeisen.

Abbildung 3 stellt schematisch dar, wie solch ein intelligentes Stromsystem aussehen könnte. Der Strom fließt nicht mehr ausschließlich von höher gelegenen zu niedriger gelegenen Spannungsebenen, sondern zum Teil in entgegengesetzter Richtung. Prosumenten, Speichertechnologien und Elektroautos geben mal Strom an das Netz ab, mal nehmen sie ihn auf. Durch die Digitalisierung sind Maßnahmen des Lastmanagements größtenteils automatisiert. Schließlich erlauben der unmittelbare Datenaustausch und die -auswertung ein effizientes Netzwerkmanagement von Seiten der Netzbetreiber.

Somit gelingt es, die erneuerbaren Energien in das Stromsystem zu integrieren, ohne die Versorgungssicherheit zu gefährden.

Smart Grids in Deutschland und Europa

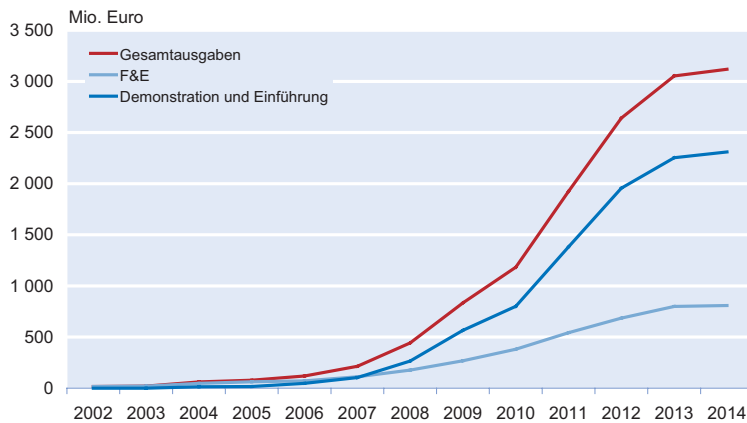
Mit dem »Gesetz zur Digitalisierung der Energiewende« wurde im Juni 2016 der Grundstein für die Realisierung von intelligenten Stromsystemen gelegt. Demnach sollen Smart Meter bereits ab 2017 verpflichtend für größere Verbraucher und Erzeugungsanlagen und sukzessive auch für kleinere Konsumenten eingeführt werden (vgl. BMWi 2016). Im Fokus steht dabei zunächst eine unmittelbare Datenübertragung zwischen Erzeugern, Konsumenten und Verteilnetzbetreibern, um das Energieversorgungsnetz mög-

lichst transparent zu gestalten. Ziel ist es auch, den Rahmen für die Umsetzung variabler Stromtarife zu schaffen, die bisher nur sehr begrenzt möglich sind. Die Kosten der Umrüstung auf einen Smart Meter und dessen Betrieb von bis zu 100 Euro jährlich werden so langfristig durch einen kosteneffizienteren Stromverbrauch aufgewogen (vgl. BMWi 2015a).

Den Anstoß gab das auf europäischer Ebene verabschiedete »Dritte Energiegesetz« von 2009. Mit dem Ziel, bis 2020 einen Smart-Meter-Anteil von mindestens 80% in allen Gebieten, in denen es keine langfristigen Kostennachteile gibt, zu erreichen, wurden die EU-Mitgliedstaaten aufgefordert umfangreiche Kosten-Nutzen-Analysen zur Wirtschaftlichkeit von Smart Metern durchzuführen. Aktuell ist bereits der Einbau von ca. 245 Mio. Smart Metern für den Strom und Gasverbrauch festgelegt, was einem Investitionsvolumen von etwa 45 Mrd. Euro bis 2020 entspricht (vgl. Europäische Kommission 2014). Die Motive für den Einbau von Smart Metern sind dabei durchaus unterschiedlich. In Italien beispielsweise waren Smart Meter bereits vor der EU-Verordnung für die meisten Haushalte verpflichtend. Der Grund war dabei weniger eine gesteigerte Energieeffizienz oder die Integration von erneuerbaren Energien als vor allem Italiens Problematik mit Stromdiebstahl. Auch Schweden war bereits 2009 fast komplett auf Smart Meter umgestiegen, da man dort durch die Fernauslese der Verbraucherinformationen hohe Lohnkosten einsparen wollte (vgl. Hu et al. 2015).

Vor diesem Hintergrund unterscheidet das Joint Research Centre (JRC) der Europäischen Kommission, das für das Monitoring von Smart Grids in Europa zuständig ist, zwi-

Abb. 4
Jährliche Investitionen in Smart Grids (EU 28, Norwegen und Schweiz)



Quelle: JRC (2016a).

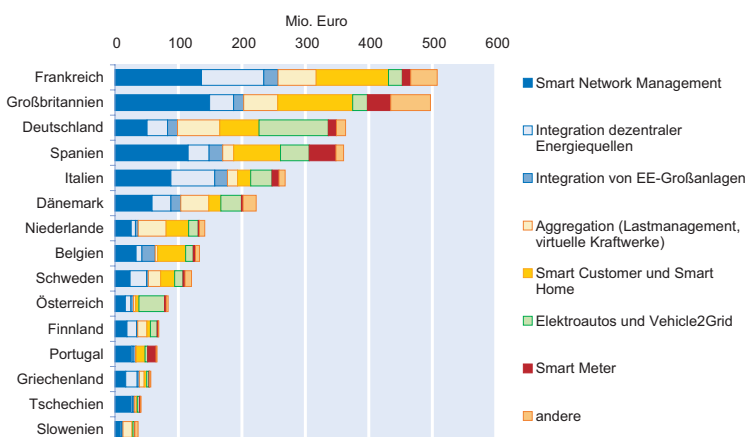
schen reinen Smart-Meter-Applikationen und Smart Metern als Teil von Smart-Grid-Projekten im weiteren Sinne. Abbildung 4 zeigt, wie sich die akkumulierten jährlichen Investitionen in Smart-Grid-Anwendungen in Europa (EU 28 plus Norwegen und Schweiz) entwickelt haben. Das JRC unterteilt die Ausgaben dabei in Investitionen in »Forschung und Entwicklung« und in »Demonstration und Einführung«. Seit 2009 wird bereits deutlich mehr in die Einführung von Smart-Grid-Technologien investiert als in deren Grundlagenforschung. Auch der zeitliche Trend zeigt, dass Smart Grids in Europa zunehmend wichtiger werden: Zwischen 2010 und 2014 verdreifachten sich die jährlichen Ausgaben – 2014 betrug das Investitionsvolumen bereits mehr als 3 Mrd. Euro (vgl. JRC 2016a). Eine Übersicht über die verschiedenen Smart-Grid-Anwendungen, in die 2014 investiert wurde bietet Abbildung 5.

Mit etwa 950 Mio. Euro wurde der Großteil des Gesamtbudgets für »Smart-Networking-Management«-Anwen-

dungen ausgegeben. Dieser Bereich beinhaltet insbesondere Anwendungen, die die Überwachung und Kontrolle von Stromnetzen durch eine bessere Datenübertragung ermöglichen. Deutschland engagierte sich sowohl relativ zu den nationalen Smart-Grid-Ausgaben als auch im absoluten Ländervergleich im besonderen Maße für Elektroautos und »Vehicle-to-Grid«-Applikationen, was vor allem die starke staatliche Förderung der Elektroautoindustrie widerspiegelt. Insgesamt förderte der Bund 2014 Smart Grids mit knapp 146 Mio. Euro. Zum Vergleich: Für die Forschung und Entwicklung im Bereich von Stromspeichern wurden 2014 rund 57 Mio. Euro ausgegeben, während die Bereiche Windkraft und Photovoltaik mit jeweils 53 und 58 Mio. Euro gefördert wurden (vgl. BMWi 2015b).

Vor der BRD gaben nur Großbritannien und Frankreich mehr Geld für Smart Grids aus. Im Gegensatz zu Deutschland kommen die Mittel dort jedoch größtenteils von privaten Investoren. Diese investierten vor allem in Anwendungen zur Automatisierung des Verbrauchsverhaltens von Endkunden mit Hilfe von »intelligenten« Haushaltsgeräten (Smart Home & Smart Customer). Weitere Anwendungen beinhalten Maßnahmen zur Aggregation des Stromangebots in »virtuellen Kraftwerken« – eine regionale Vernetzung von konventionellen Kraftwerken, EE-Anlagen und Stromspeichern mit der Aufgabe, den Strom gebündelt und abgestimmt in das Netz einzuspeisen. Außerdem Maßnahmen zur besseren Einbeziehung dezentraler Erzeugeranlagen mit Hilfe von Produktionsvorhersagen oder Netzspannungskontrollen sowie Methoden der verbesserten Integration von EE-Großanlagen auf Übertragungsnetzebene, insbesondere von Offshore Windparks (vgl. JRC 2014; 2016b).

Abb. 5
Verteilung der Smart-Grid-Gesamtausgaben nach Anwendung und Land, 2014



Quelle: JRC (2016b).

Die Grenzen der smarten Vernetzung

Die Digitalisierung des Stromsektors bildet eine wichtige Komponente der Energiewende. Das Nutzungspotenzial von Smart Grids besteht jedoch hauptsächlich auf regionaler Ebene bei den Verteilnetzen und weniger bei den Übertragungsnetzen, die in Deutschland zum Großteil bereits digitalisiert sind (vgl. BnetzA 2011). Zudem wird man trotz eines smarten Energiesystems nicht um den Zubau von Stromspeicherkapazitäten herum kommen. Obwohl Maßnahmen des Lasten- und Einspeisemanagements den fluk-

tuierenden Wind- und Sonnenstrom kurzfristig verstetigen, können jahreszeitliche Schwankungen der grünen Stromerzeugung nur sehr begrenzt von Smart Grids geglättet werden. So kann beispielsweise ein Stahlunternehmen die stromintensive Produktion um einige Stunden oder gar Tage in wind- oder sonnenintensive Phasen verschieben, die Verlagerung um mehrere Monate ist jedoch in der Regel nicht möglich. In diesem Zusammenhang spielt auch der internationale Ausbau der Stromnetze eine Rolle. In Zukunft könnte eine Art europäischer Super-Grid-Stromschwankungen nicht nur auf regionaler Ebene, sondern durch multilaterales Lastmanagement auch auf europäischer Ebene absorbieren. Den potenziellen Kosteneinsparungen durch einen niedrigeren Speicherbedarf und einer effizienteren Energieversorgung stehen jedoch hohe Investitionen in den Ausbau von Netzkapazitäten gegenüber. Dennoch zeigen aktuelle Projekte, wie der Bau einer Unterseeleitung von Deutschland nach Norwegen, dass sich der »evolutionäre Prozess«, der das Stromnetz internationaler und zunehmend intelligenter macht, in den nächsten Jahren sicherlich fortsetzen wird.

Literatur

Agora Energiewende (2016a), »2015 war ein Rekordjahr für die Erneuerbaren Energien, Stromerzeugung und Stromexport«, Presseartikel, 7. Januar, verfügbar unter: <https://www.agora-energiewende.de/de/presse/agora-news/news-detail/news/2015-war-rekordjahr-fuer-erneuerbare-energien-stromerzeugung-und-stromexport/News/detail/>.

Agora Energiewende (2016b), »Die Energiewende im Stromsektor: Stand der Dinge 2015. Rückblick auf die wesentlichen Entwicklungen sowie Ausblick auf 2016«, verfügbar unter: <https://www.agora-energiewende.de/pl/themen/-agothem-/Produkt/produkt/257/Die+Energiewende+im+Stromsektor%3A+Stand+der+Dinge+2015/>.

Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (2015a), *Baustein für die Energiewende: 7 Eckpunkte für das Verordnungspaket Intelligente Netze*, verfügbar unter: <http://www.bmwi.de/BMWi/Redaktion/PDF/E/eckpunkte-fuer-das-verordnungspaket-intelligente-netze.property=pdf,bereich=bmwi2012,sprache=de,rwb=true.pdf>.

Bundesministerium für Wirtschaft und Energie (2015b), *Bundesbericht Energieforschung 2015 – Forschungsförderung für die Energiewende*, verfügbar unter: <https://www.bmwi.de/BMWi/Redaktion/PDF/Publikationen/bundesbericht-energieforschung.property=pdf,bereich=bmwi2012,sprache=de,rwb=true.pdf>.

Bundesnetzagentur (2011), »Smart Grid und Smart Market – Eckpunktpapier der Bundesnetzagentur zu den Aspekten des sich verändernden Energieversorgungssystems«, verfügbar unter: http://www.bundesnetzagentur.de/DE/Sachgebiete/ElektrizitaetundGas/Unternehmen_Institutionen/NetzentwicklungundSmartGrid/SmartGrid_SmartMarket/smartgrid_smartmarket-node.html.

Bundesnetzagentur (2013), »Leitfaden zum EEG-Einspeisemanagement – Abschaltfrangfolge, Berechnung von Entschädigungszahlungen und Auswirkung auf die Netzentgelte«, Version 2.1, verfügbar unter: http://www.bundesnetzagentur.de/DE/Sachgebiete/ElektrizitaetundGas/Unternehmen_Institutionen/ErneuerbareEnergien/Einspeisemanagement/einspeisemanagement-node.html.

Bundesnetzagentur (2015), »Redispatch«, verfügbar unter: http://www.bundesnetzagentur.de/DE/Sachgebiete/ElektrizitaetundGas/Unternehmen_Institutionen/Versorgungssicherheit/Stromnetze/Engpassmanagement/Redispatch/redispatch-node.html.

Bundesnetzagentur (2016), »2. Quartalsbericht zu Netz- und Systemsicherheitsmaßnahmen – Drittes Quartal 2015«, verfügbar unter: http://www.bundesnetzagentur.de/clin_1422/DE/Sachgebiete/ElektrizitaetundGas/Unternehmen_Institutionen/Versorgungssicherheit/Stromnetze/Netz_Systemsicherheit/Berichte/Berichte_node.html.

EDSO for Smart Grids (2016), »Why Smart Grids?«, online verfügbar unter: <http://www.edsoforsmartgrids.eu/home/why-smart-grids/>.

Europäische Kommission (2014), *Die Einführung intelligenter Verbrauchsmesssysteme in der EU-27 mit Schwerpunkt Strom im Vergleich*, Bericht der Kommission, verfügbar unter: <http://ec.europa.eu/transparency/regdoc/rep/1/2014/DE/1-2014-356-DE-F1-1.Pdf>.

Green Gear (2016), »Vehicle to Grid (V2G) – Das Elektroauto am Netz«, verfügbar unter: <http://www.greengear.de/vehicle-to-grid-v2g/>.

Hu, Z., J. Kim, J. Wang und J. Byrne. (2015), »Review of dynamic pricing programs in the U.S. and Europe: Status quo and policy recommendations«, *Renewable and Sustainable Energy Reviews* 42, 743–751.

Joint Research Project (2014), »Smart Grid Projects Outlook 2014«, *JRP Science and Policy Reports*, verfügbar unter: <http://ses.jrc.ec.europa.eu/smart-grids-observatory>.

Joint Research Project (2016a), »European smart grid projects: number and budget evolution«, verfügbar unter: <http://ses.jrc.ec.europa.eu/european-smart-grid-projects-number-and-budget-evolution>.

Joint Research Project (2016b), »European smart grid projects: applications«, verfügbar unter: <http://ses.jrc.ec.europa.eu/european-smart-grid-projects-applications>.

Umweltbundesamt (2016), »Erneuerbare Energien in Zahlen«, verfügbar unter: <https://www.umweltbundesamt.de/themen/klima-energie/erneuerbare-energien/erneuerbare-energien-in-zahlen>.

ifo Konjunkturtest Juni 2016 in Kürze: Der Aufschwung in Deutschland ist intakt¹

Der ifo Geschäftsklimaindex stieg von 107,8 Punkten im Mai (durch Saisonbereinigung korrigiert) auf 108,7 Punkte im Juni. Die Unternehmer waren mit ihrer aktuellen Geschäftslage etwas zufriedener, und die Geschäftsaussichten für die kommenden Monate verbesserten sich sogar deutlich. Der Aufschwung in Deutschland ist intakt. Es bleibt jedoch abzuwarten, inwieweit sich das Brexit-Referendum auf die Stimmung auswirken wird. Alle Antworten der Juni-Umfragen gingen vor der Abstimmung in Großbritannien ein.

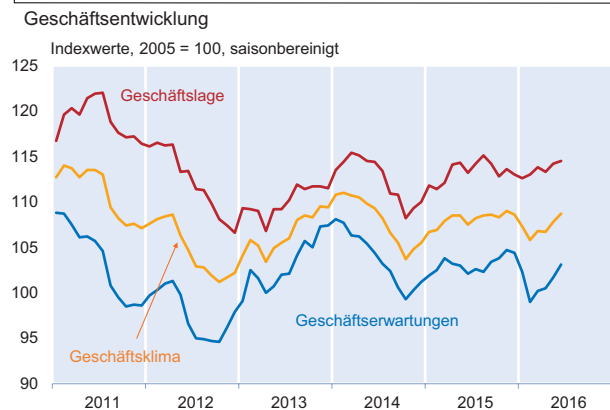
Die deutschen Unternehmen planen weiterhin, neues Personal einzustellen. Das ifo Beschäftigungsbarometer gab im Juni nur leicht auf 108,0 Punkte nach, von 108,3 Punkten im Mai. Die Beschäftigungsdynamik bleibt trotzdem expansiv ausgerichtet. In der Industrie stieg das Barometer das dritte Mal in Folge. Und die Bauunternehmen stellen ständig neue Mitarbeiter ein. Auch der Handel sucht aufgrund der Kauflust der Konsumenten weiter nach neuem Personal. Nur in der Dienstleistungsbranche sind die Unternehmen etwas zurückhaltender als im Vormonat.

Die ifo Kredithürde für die gewerbliche Wirtschaft ist im Juni leicht auf 14,5% gestiegen, im Vormonat lag der Wert bei 14,2%. Das ist der Anteil jener Firmen, die Probleme bei der Kreditvergabe melden. Die Kreditfinanzierung bleibt für deutsche Unternehmen weiterhin unproblematisch. An diesem Umfeld dürfte sich auch in den nächsten Monaten nichts ändern. In der Industrie stieg die Kredithürde auf 12,8%, nach dem Niedrigrekord im Mai von 12,2%. Dies war insbesondere auf die Meldungen von kleinen und mittleren Firmen zurückzuführen. Bei den kleinen Firmen stieg die Kredithürde jedoch auf den höchsten Wert seit einem Jahr, nämlich auf 18,8%. Bei den Großfirmen blieb sie fast unverändert. Auch im Bauhauptgewerbe konnte der Rekordwert vom Mai nicht bestätigt werden. Die Kredithürde stieg nahezu um 2 Prozentpunkte auf 17,1%. Im Handel hingegen gab sie leicht auf 15,3% (von 15,7%) nach.

Die ifo Exporterwartungen stiegen von 6,2 Saldenpunkte im Mai auf 8,1 Saldenpunkte im Juni. Das war der höchste Wert seit Dezember 2015. Die vorsichtige Erholung der Exporterwartungen in der Autobranche setzte sich fort. Erneut mehr Impulse aus dem Ausland erwarteten auch die Unternehmer aus der Metall- und Elektroindustrie. Nachdem die Pharmabranche im letzten Monat einen kleinen Rückschlag zu verkraften hatte, ging sie nun wieder von einem kräftigeren Exportwachstum aus. Im Maschinenbau hingegen nahm der Optimismus etwas ab.

¹ Die ausführlichen Ergebnisse des ifo Konjunkturtests, Ergebnisse von Unternehmensbefragungen in den anderen EU-Ländern sowie des Ifo World Economic Survey (WES) werden in den »ifo Konjunkturperspektiven« veröffentlicht. Die Zeitschrift kann zum Preis von 75,- EUR/Jahr abonniert werden.

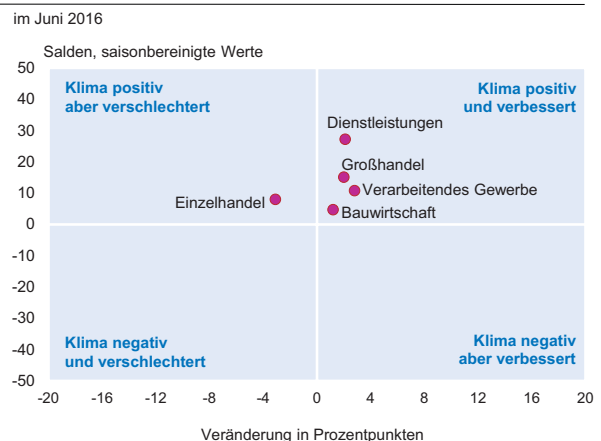
Abb. 1
Gewerbliche Wirtschaft^{a)}



^{a)} Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel.

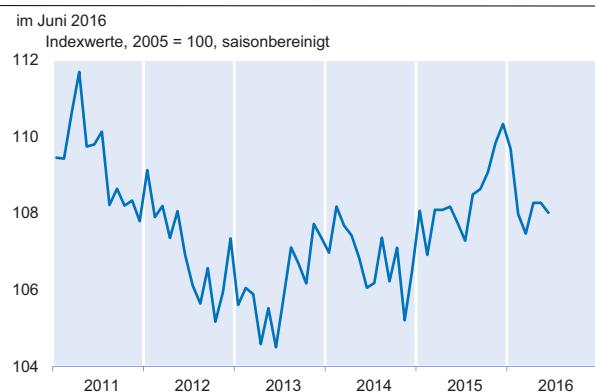
Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 2
Geschäftsklima nach Wirtschaftsbereichen



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 3
ifo Beschäftigungsbarometer Deutschland
Deutsche Wirtschaft^{a)}

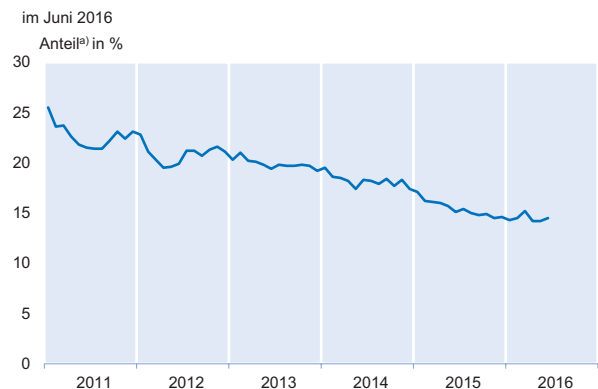


^{a)} Verarbeitendes Gewerbe, Bauhauptgewerbe, Groß- und Einzelhandel, Dienstleistungssektor.

Quelle: ifo Konjunkturtest.

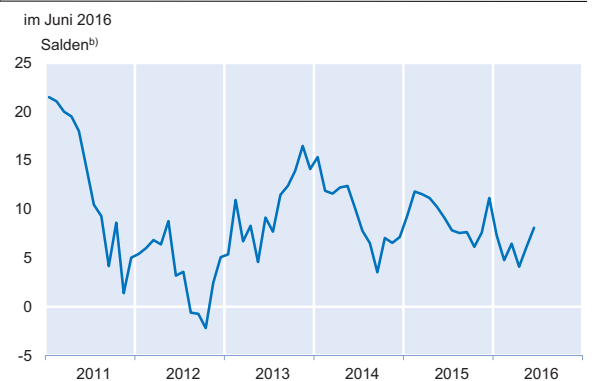
Im **Verarbeitenden Gewerbe** ist der Index gestiegen. Die Industriefirmen waren erneut zufriedener mit ihrer aktuellen Geschäftslage. Auch die Erwartungen waren erstmals seit Januar wieder mehrheitlich optimistisch. Die Auftragsbücher haben sich weiter gefüllt. Insbesondere die Konsumgüterhersteller gaben diesen Monat deutlich positivere Rückmeldungen. Jedoch befürchtet etwas mehr als ein Drittel der befragten Industriefirmen Nachteile durch einen Austritt Großbritanniens aus der EU. Im Vorleistungsgütergewerbe verbesserte sich das Geschäftsklima spürbar. Die Urteile zur aktuellen Lage fielen positiver aus, und mit Blick auf die Geschäftsperspektiven war die Stimmung wieder optimistisch. Dabei wurden keine neuen Impulse von den Auslandsmärkten erwartet. Die Unternehmen waren zufriedener mit ihrem Auftragsbestand, und die Produktionspläne wurden nach oben revidiert. Das Klima im Investitionsgüterbereich verlor etwas gegenüber dem Vormonat, weil die Urteile zu derzeitigen Geschäftslage weniger günstig ausfielen. Für die kommenden Monate wurden erneut bessere Absatzchancen im Ausland prognostiziert, und auch die allgemeinen Geschäftsperspektiven wurden etwas zuversichtlicher eingeschätzt. In der Konsumgüterindustrie verbesserte sich das Geschäftsklima wieder. Die befragten Firmen waren zwar etwas weniger zufrieden mit ihrer momentanen Lage, die zuletzt ausgeprägte Skepsis hinsichtlich der Geschäftsentwicklung wich jedoch deutlichem Optimismus. Die Exporterwartungen wurden für die nächste Zeit merklich positiver eingestuft. Bei gesunkenen Lagerüberhängen wurden die Produktionspläne ausgeweitet. Im Ernährungsgewerbe verbesserte sich das Geschäftsklima erneut, weil sowohl die momentane Geschäftslage als auch die Geschäftserwartungen abermals günstiger bewertet wurden. Auch bei den Exporten wurden steigende Absatzchancen erwartet. Die Produktion soll dementsprechend weiter angehoben werden. Das Geschäftsklima in der chemischen Industrie verbesserte sich deutlich. Die Urteile zur aktuellen Lage fielen merklich günstiger aus, und auch die Skepsis hinsichtlich der Geschäftsentwicklung wurde von leichter Zuversicht abgelöst. Die Unternehmen erwarteten neue Impulse von den ausländischen Märkten. Die Zufriedenheit mit dem Auftragsbestand erreichte den höchsten Saldenwert seit Mai 2014. Bei derzeit zu geringen Lagerüberhängen soll die Produktion wieder ausgeweitet werden. Im Fahrzeugbau kühlte sich das Geschäftsklima spürbar ab. Die Unternehmen bewerteten ihre momentane Situation deutlich weniger günstig, und auf die kommenden Monate blickten sie nur mehr verhalten optimistisch.

Im Juni hat sich das Geschäftsklima im **Bauhauptgewerbe** zum dritten Mal in Folge verbessert. Der Indikatorwert kletterte dadurch abermals auf ein neues Rekordniveau. Die befragten Bauunternehmen bewerteten ihre aktuelle Lage noch nie so günstig. Die Geschäftsaussichten für die kommenden sechs Monate haben sich jedoch minimal eingetrübt. Der Ausnutzungsgrad der Gerätekapazitäten sank

Abb. 4**Kredithürde – gewerbliche Wirtschaft**

^{a)} Anteil der Unternehmen, die angeben, die Kreditvergabe sei restriktiv.

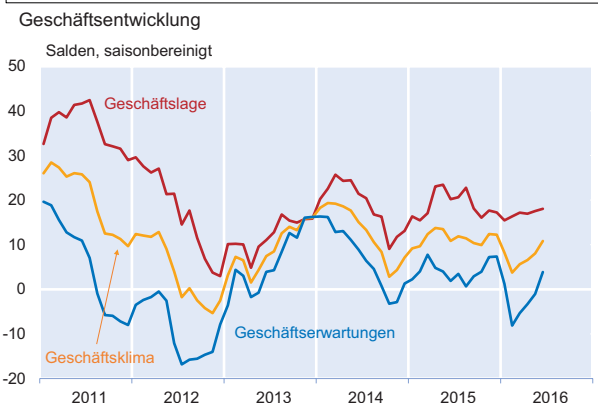
Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 5**Exportserwartungen – Verarbeitendes Gewerbe^{a)}**

^{a)} Ohne Ernährungsgewerbe und Tabakverarbeitung.

^{b)} Aus den Prozentsätzen der Meldungen über zu- und abnehmende Exportgeschäfte.

Quelle: ifo Konjunkturtest.

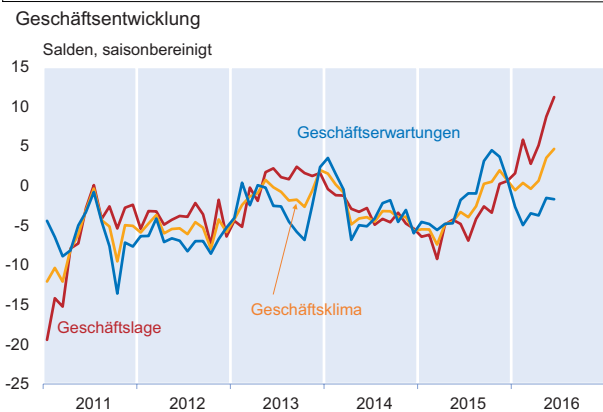
Abb. 6**Verarbeitendes Gewerbe**

Quelle: ifo Konjunkturtest.

zwar um einen halben Prozentpunkt auf 74,7%, er blieb aber über dem Vorjahreswert von 72,9%. Von den Umfrageteilnehmern meldeten – ähnlich wie vor Jahresfrist – 28% Beeinträchtigungen ihrer Bauproduktion. Während sich über Auftragsmangel 13% der befragten Firmen beklagten (Juni 2015: 19%), berichteten 9% über negative Witterungseinflüsse (Juni 2015: 2%) und 6% über Arbeitskräftemangel. Den Firmenangaben zufolge konnten die Preise ähnlich häufig heraufgesetzt werden wie zuletzt. Nach den Ergebnissen der Sonderfragen im Juni entfielen von der im Jahr 2015 erbrachten Gesamtleistung der befragten Baufirmen 58% auf Fachlosvergaben vom Bauherrn – davon wiederum 61% auf öffentliche Aufträge. Ferner machte die Tätigkeit als Generalunternehmer bzw. -übernehmer zusammen mehr als ein Viertel (32% öffentlich) der Gesamtleistung 2015 aus. Die übrigen Leistungen in Höhe von 16% (42% öffentlich) gehen auf sonstige Aktivitäten (z.B. als Subunternehmer) zurück. 46% der befragten Baufirmen arbeiten regelmäßig als Generalunter- bzw. -übernehmer, davon 57% für öffentliche Auftraggeber. Im Tiefbau hat sich das Geschäftsklima weiter verbessert. Auch die beiden Teilkomponenten zogen an. Bei konstanter Auslastung der Baugeräte soll die Bautätigkeit in den kommenden Monaten ausgeweitet werden. Im Hochbau gab der Geschäftsklimaindikator minimal nach. Während die aktuelle Lage etwas besser eingeschätzt wurde, gaben die Erwartungen leicht nach. Auch die Geräteauslastung vom Vormonat konnte nicht gehalten werden. Der Ausblick auf die kommende Entwicklung der Bautätigkeit bleibt weiterhin verhalten.

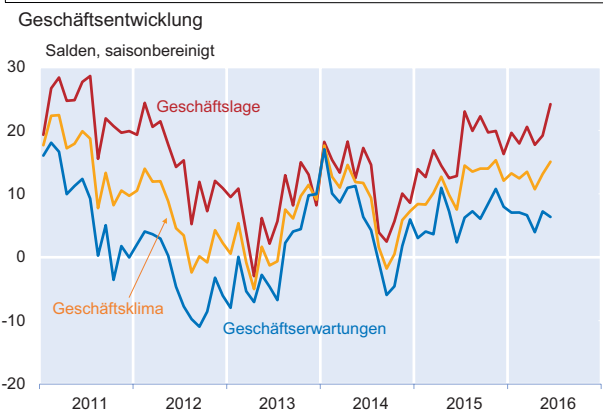
Im **Großhandel** verbesserte sich das Geschäftsklima. Der Indikator zur aktuellen Geschäftslage stieg auf den höchsten Wert seit Februar 2012. Die positiven Erwartungen wurden hingegen nach dem starken Anstieg im Vormonat etwas zurückgenommen. Die Händler gingen jedoch davon aus, dass sie Verkaufspreissteigerungen auch in den kommenden Monaten durchsetzen können. Im Produktionsverbundhandel ist der Geschäftsklimaindikator weiter gestiegen, da beide Teilindikatoren per saldo positiver bewertet wurden. Die Verkaufspreise konnten deutlich häufiger angehoben werden als im gesamten Vorjahr, und die Händler sahen auch weiterhin Preiserhöhungsspielräume. Im Konsumgüterbereich verbesserte sich das Geschäftsklima zum zweiten Mal in Folge, was ausschließlich auf den Teilindikator aktuelle Geschäftslage zurückging. Obwohl die Erwartungen für die kommenden Monate etwas zurückhaltender eingeschätzt wurden, rechneten die Händler mit einem leichten Anstieg der Bestellmengen, und auch Personaleinstellungen waren häufiger geplant als im Vormonat. Im Gebrauchsgüterbereich stieg der Klimaindikator angesichts einer günstigen Umsatzentwicklung sowie deutlich zuversichtlicheren Geschäftserwartungen. Die Verkaufspreise dürften heraufgesetzt werden, und auch die Mitarbeiterzahl dürfte steigen. Im Verbrauchsgüterbereich ver-

Abb. 7
Bauhauptgewerbe



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 8
Großhandel



Quelle: ifo Konjunkturtest.

schlechterte sich das Geschäftsklima, da die aktuelle Geschäftslage weniger günstig eingeschätzt wurde als zuletzt. Bei den Geschäftsaussichten keimte hingegen wieder etwas Zuversicht auf. Das Geschäftsklima im Bereich Nahrungs- und Genussmittel verschlechterte sich minimal, da die Geschäftsaussichten zurückhaltender eingeschätzt wurden als noch im Vormonat. Die Händler zeigten sich jedoch äußerst zufrieden mit der aktuellen Umsatzentwicklung und berichteten von nahezu geräumten Lagern. Sie planten, ihre Bestellungen wieder häufiger anzukurbeln. Auch neue Mitarbeiter dürften wieder vermehrt eingestellt werden.

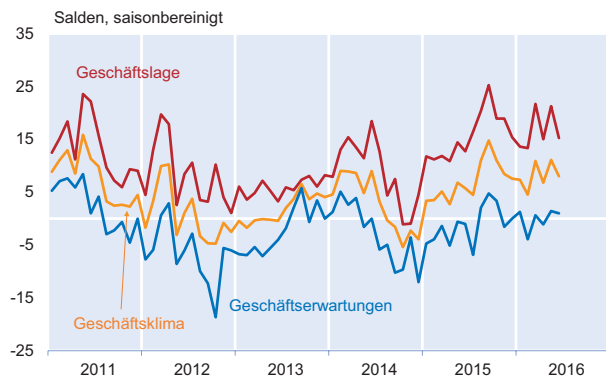
Der Geschäftsklimaindikator für den **Einzelhandel** ist im Juni zurückgegangen. Den Testergebnissen zufolge stellten sich sowohl die momentane Geschäftslage als auch die Erwartungen weniger günstig dar als im Vormonat, obwohl die Umsätze weit über dem Wert des Vorjahresmonats lagen. Die Einzelhändler beabsichtigten öfter, die Verkaufspreise anzuheben. Die Zahl der Beschäftigten soll moderat erhöht werden. Im Gebrauchsgüterbereich ist der Ge-

schäftsklimaindikator leicht gesunken. Grund dafür waren vor allem die eingetrübten Erwartungen. Die Geschäftslage wurde nahezu unverändert positiv beurteilt. Im Verbrauchsgüterbereich bewerteten die Testteilnehmer ihre momentane Geschäftslage, die im Mai als äußerst gut bezeichnet wurde, nur noch als zufriedenstellend. Zudem schätzten sie ihre Perspektiven pessimistischer ein. Die Lagerbestände wurden als zu groß eingestuft. Demzufolge sollen die Bestellvolumina gekürzt werden. Dennoch sollen die Verkaufspreise weiter angehoben werden. Der Geschäftsklimaindikator für den Nahrungs- und Genussmitteleinzelhandel ist leicht zurückgegangen. Zwar haben die Händler bei der Beurteilung der ausgesprochen guten Geschäftslage deutliche Abstriche gemacht, dafür waren sie aber optimistischer bezüglich des weiteren Geschäftsverlaufs. Die Verkaufspreise dürften vereinzelt angehoben werden. Die Betriebe wollten ihren Personalbestand großzügig ausweiten.

Im **Dienstleistungssektor** hat sich die Stimmung wieder aufgehellt. Der Indikator stieg von 25,1 im Mai auf 27,2 Saldenpunkte. Die Bewertung der aktuellen Lage verbesserte sich auf einem sehr hohen Niveau. Auch die Erwartungen für die kommenden Monate fielen wieder optimistischer aus. Die expansiven Personalpläne wurden hingegen erneut etwas zurückgenommen. Im Bereich der Reisebüros und Reiseveranstalter überwogen erstmals seit Januar wieder die positiven Urteile bezüglich der Aussichten. Auch die Lage wurde günstiger beurteilt. Im Bereich der Architekturbüros berichtete erneut ein Großteil der teilnehmenden Firmen von einer guten aktuellen Geschäftslage. Zudem blickten sie wieder mit verhaltenem Optimismus auf die nächsten Monate. Die Personalpolitik soll expansiver ausgerichtet werden. Im Bereich der Ingenieurbüros gab der Klimaindikator nach. Die Lage wurde auf hohem Niveau weniger günstig beurteilt, und die Erwartungen blieben im leicht positiven Bereich. Im Gastgewerbe stieg der Klimaindikator auf den höchsten Wert des bisherigen Jahres. Die Geschäftslage wurde etwas positiver eingestuft, und bei den Erwartungen dominierten die optimistischen Stimmen. In den nächsten Monaten dürfte der Personalbestand vereinzelt vergrößert werden. Im Teilbereich Beherbergungsgewerbe fielen sowohl die Lage- als auch die Erwartungskomponente des Geschäftsklimas erheblich positiver aus. Die Nachfrageentwicklung im Vergleich zum Vorjahresmonat war vielerorts positiv, und auch für die kommenden Monate wurde mit einer expansiven Nachfragesituation gerechnet. Die Gastronomen blickten den kommenden Monaten ebenfalls mit Optimismus entgegen. Das Geschäftsklima verbesserte sich. Die Beschäftigtenzahlen dürften den Meldungen zufolge etwas abnehmen.

Abb. 9
Einzelhandel

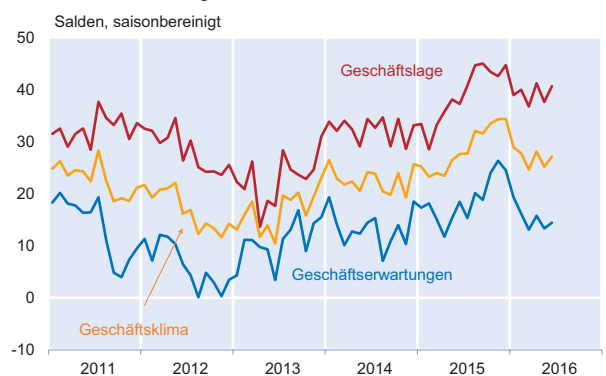
Geschäftsentwicklung



Quelle: ifo Konjunkturtest.

Abb. 10
Dienstleistungen

Geschäftsentwicklung



Quelle: ifo Konjunkturtest.

ifo Institut

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

