

FORSCHUNGSERGEBNISSE

**Verschenkter Wohlstand?
Handelseffekte der
chinesischen Yuan-Abwertung**

*Martin T. Braml und
Marina Steininger*

**Die Normierung von Zitationen in
der Volkswirtschaftslehre**

*Lutz Bornmann und
Klaus Wohlrabe*

DATEN UND PROGNOSEN

Ergebnisse aus der
ifo Konjunkturumfrage:
**Der Einfluss von Logistik auf
unternehmerische Tätigkeiten**

*Przemyslaw Brandt, Sabine
Rumscheidt, Klaus Wohlrabe und
Kai Hoberg*

Konjunkturumfrage im Fokus:
**Architektur- und
Ingenieurbüros**

Przemyslaw Brandt

**Schwächeres Wachstum der
Ausrüstungsinvestitionen**

Magnus Reif und Arno Städtler

IM BLICKPUNKT

**Digitalisierung des
Finanzsektors**

Petra Ritzer-Angerer

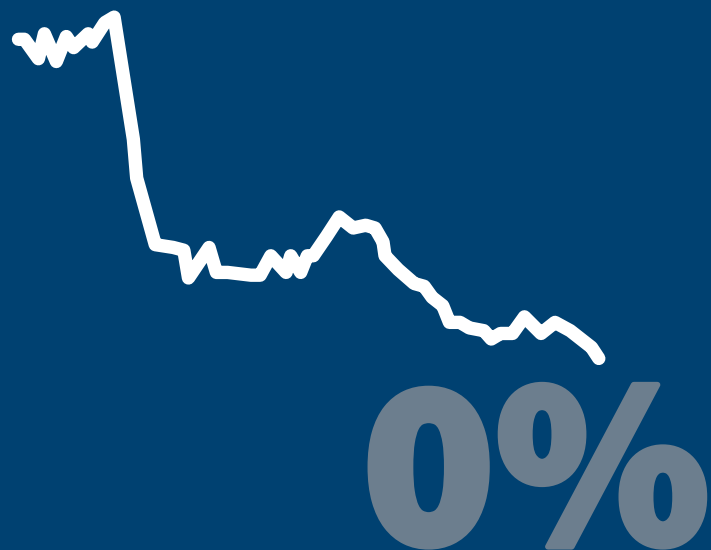
**ifo Konjunkturumfragen
September 2019**

Klaus Wohlrabe

ZUR DISKUSSION GESTELLT

Gewinner und Verlierer in der Welt dauerhafter Niedrigzinsen

*Jürgen Michels, Gunther Schnabl, Helmut Schleweis,
Dominik Löber, Michael Menhart, Ansgar Belke und Daniel Gros*



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. Dr. h.c. 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: Kochan & Partner GmbH.
Satz: ifo Institut.
Druck: Majer & Finckh, Stockdorf.
Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise):
nur mit Quellenangabe und gegen Einsendung eines Belegexemplars.

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

ZUR DISKUSSION GESTELLT

Gewinner und Verlierer in der Welt dauerhafter Niedrigzinsen

3

Sparer, Unternehmen, Versicherungen und Staatshaushalt müssen sich auf langfristig niedrige oder sogar Negativzinsen einstellen. Welche Folgen hat die ultralockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank? Drohen Europa mit niedrigen Zinsen und einer Geldschwemme japanische Verhältnisse?

Nach Ansicht von *Jürgen Michels*, BayernLB, hat die ultralockere Geldpolitik der EZB und anderer Zentralbanken einen maßgeblichen Beitrag zur wirtschaftlichen Erholung nach der globalen Finanzkrise und der darauffolgenden Staatsschuldenkrise im Euroraum geleistet. Mit zunehmender Dauer der Maßnahmen nehmen aber die negativen Auswirkungen überhand.

Gunther Schnabl, Universität Leipzig, schätzt die Verteilungseffekte der Geldpolitik aus gesellschaftlicher Sicht als bedenklich ein. Vor allem die Mittelschicht leide unter der Entwertung der Ersparnisse und geringen realen Lohnzuwächsen. Die Allokation der Ressourcen sei nicht mehr an Leistung gebunden, und die Größe des Vermögens hänge vor allem von der EZB ab. Das erhöhe die Wahrscheinlichkeit, dass Menschen die gegebene Ordnung als ungerecht empfinden und sich von etablierten Parteien abwenden.

Helmut Schleweis, Deutscher Sparkassen- und Giroverband e. V., sieht durch die dauerhafte expansive Geldpolitik »mehr Schaden als Nutzen« entstehen. Durch die Übertreibungen der letzten Jahre habe die Geldpolitik ihre Anreizfunktion verloren. Von der Entwicklung in Japan könne man lernen, dass eine langjährige Geldschwemme wirtschaftliche Dynamik ersticke, die Stabilität des Finanzsystems gefährde und zu deutlich höheren Preisen für Bankdienstleistungen führe.

Nach Ansicht von *Dominik Löber*, Roland Berger GmbH, sind Niedrigzinsen weder ein europäisches Problem noch von Zentralbanken verursacht. Die Gründe für das Absinken des Realzinses seien eher ein Überangebot an Kapital im Markt und ein geringes Produktivitätswachstum. Während das Angebot an Kapital steige, bleibe die Nachfrage zurück. Um gute Renditen zu erzielen, seien Innovationen nötig. Doch die Entwicklung von technologischen Innovationen bleibe seit Längerem hinter den Erwartungen zurück.

Michael Menhart, Munich Re, sieht vor allem die staatlichen und privatwirtschaftlichen Schuldner aktuell als Gewinner des Niedrigzinsumfeldes. Während Banken, Versicherungen und auch große Teile der Mittelschicht, die kein nennenswertes Aktien- und Immobilienvermögen besitzen, zu den Verlierern gehörten. Die Risiken steigen aber für alle.

Ansgar Belke, Universität Duisburg-Essen, und *Daniel Gros*, CEPS, Brüssel, fragen nach den Gewinnern des Quantitative Easing im Euroraum und kommen zu dem Ergebnis, dass die Peripherieländer nicht in dem Umfang »Gewinner« der Niedrigzinspolitik der EZB sind, wie von ihr intendiert.

FORSCHUNGSERGEBNISSE

- Verschenkter Wohlstand? Handelseffekte der chinesischen Yuan-Abwertung** 24
Martin T. Braml und Marina Steininger

Die jüngste Abwertung der chinesischen Währung als Folge des andauernden Handelsstreits mit den USA hat auch Auswirkungen auf Europa. Bei einer Abwertung des Yuan um 10% würde Deutschland 413 Mio. Euro Realeinkommen gewinnen, bei einer Abwertung um 20% sogar 499 Mio. Euro im Jahr. Für die restliche EU belaufen sich die Einkommenszuwächse auf 1,9 bis 2,8 Mrd. Euro.

- Die Normierung von Zitaten in der Volkswirtschaftslehre** 29
Lutz Bornmann und Klaus Wohlrabe

Zitate spielen eine wichtige Rolle bei der Beurteilung der Güte von Artikeln und Zeitschriften sowie der Leistungen von Forschern. Um einen fairen Vergleich zwischen Artikeln, Zeitschriften und Autoren zu gewährleisten, müssen die Zitate normiert, d.h. vergleichbar gemacht werden. Der vorliegende Artikel stellt zwei häufig verwendete Verfahren für eine solche Normierung vor.

DATEN UND PROGNOSEN

- Der Einfluss von Logistik auf unternehmerische Tätigkeiten** 34
Ergebnisse aus der ifo Konjunkturumfrage
Przemyslaw Brandt, Sabine Rumscheidt, Klaus Wohlrabe und Kai Hoberg

Die Logistikindustrie steht unter hohem Kostendruck bei gleichzeitig hoher Nachfrage und begrenzt verfügbaren Ressourcen. Dennoch zeigen die Ergebnisse der ifo Konjunkturumfrage, dass ein großer Teil der befragten Unternehmen keine Beeinträchtigung der Geschäftstätigkeit aufgrund von Problemen bei Logistikdienstleistungen spürt.

- Konjunkturumfrage im Fokus:**
Architektur- und Ingenieurbüros – das EuGH Urteil zur HOAI trübt die Geschäftsaussichten ein 37
Przemyslaw Brandt

Am 4. Juli 2019 verkündete der EuGH sein Urteil zur Honorarordnung für Architekten und Ingenieure. Erste Umfragewerte von an der Konjunkturumfrage teilnehmenden Architektur- und Ingenieurbüros zeigen, dass insbesondere die zukünftigen Entwicklungen und Planungen weniger optimistisch eingeschätzt werden.

- Schwächeres Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen** 39
Magnus Reif und Arno Städtler

Der auf der Geschäftslage und den Geschäftserwartungen der Leasinggesellschaften basierende Investitionsindikator signalisiert für das Jahr 2019 einen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen von nominal 1,7%, nach einem Anstieg um 5,0% im Vorjahr. Für das kommende Jahr ist mit einem Wachstum von 1,6% zu rechnen.

IM BLICKPUNKT

- Digitalisierung des Finanzsektors** 43
Petra Ritzer-Angerer

Der Beitrag zeigt die Entwicklung des digitalen Wandels im Finanzsektor und gibt einen Überblick über die neuen Marktakteure.

- ifo Konjunkturumfragen September 2019 auf einen Blick:**
Der Abschwung macht eine Pause 49
Klaus Wohlrabe

Der ifo Geschäftsklimaindex ist im September gestiegen. Der Anstieg war einer besseren Einschätzung der aktuellen Lage geschuldet. Der Ausblick auf die kommenden Monate verschlechterte sich jedoch erneut.

Gewinner und Verlierer in der Welt dauerhafter Niedrigzinsen

Sparer, Unternehmen, Versicherungen und Staatshaushalt müssen sich auf langfristig niedrige oder sogar Negativzinsen einstellen. Welche Folgen hat die ultralockere Geldpolitik der Europäischen Zentralbank? Drohen in Europa mit niedrigen Zinsen und einer Geldschwemme japanische Verhältnisse?

Jürgen Michels*

Zuviel des (ursprünglich) Guten

Die ultralockere Geldpolitik der großen Notenbanken hat nach der Finanzkrise einen wesentlichen Beitrag zur globalen wirtschaftlichen Erholung geliefert. Die positive Wirkung der geldpolitischen Instrumente nimmt aber mit zunehmender Dauer der expansiven Geldpolitik ab, und die negativen Nebenwirkungen werden immer größer. Im Vergleich zu den anderen Zentralbanken zeigen sich diese Trends am stärksten bei der EZB. Diese hat ihre Politik zwar erst später als z.B. die Fed und die BoE aggressiv gelockert. In der Folge hat sie durch die Kombination von negativen (Einlage-)Zinsen und massiver Überschussliquidität, die durch die verschiedenen Kaufprogramme (QE-Maßnahmen) und sehr generöse Refinanzierungsgeschäfte generiert wird, aber einen sehr viel aggressiveren Weg eingeschlagen. Gemessen an den Schattenzinsen, bei diesem Maß werden alle unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auf einen theoretischen Zins umgerechnet, ist die EZB nach der BoJ derzeit die aggressivste unter den Zentralbanken. Diese Politik wird die EZB laut ihrer eigenen *Forward Guidance* noch für eine lange Zeit fortsetzen. In einem schwierigeren globalen Konjunkturmilieu rechnen wir in den nächsten fünf Jahren nicht mit einer Trendwende. Wir sehen in Niedrigzinsen vielmehr einen Megatrend, der uns mit seinen gesamtwirtschaftlichen und gesellschaftlichen Folgen über Jahre, wahrscheinlich Jahrzehnte, begleiten wird. Konkretere Aussagen über Gewinner und Verlierer lassen sich für den Euroraum treffen.

GEWINNER: NETTOSCHULDNER UND REAL ASSETS

Grundsätzlich profitieren alle Nettoschuldner von außergewöhnlich niedrigen Zinsen. Eine klare Unterscheidung zwischen Gewinnern und Verlierern dauerhafter Niedrigzinsen wird aber dadurch erschwert, dass viele Akteure sowohl von den positiven als auch von den negativen Folgen betroffen sind. Dennoch lassen sich einige Gruppen finden, bei denen die positiven Effekte deutlich überwiegen. Ein (abruptes) Ende der Niedrigzinspolitik würde diese Gruppen dann auch am stärksten belasten. Gewinner von Niedrig- und Negativzinsen profitieren von der Kombination aus der anhaltenden Jagd von Investoren nach Rendite, bei der es keine Alternative zu höheren Risiken gibt (TINA: There is no alternative).

Dauerhaft niedrige Zinsen in Kombination mit massiver Überschussliquidität sprechen dabei für dauerhaft hohe Bewertungen für Aktien, niedrige Liquiditäts- und nach unten verzerrte Risikoaufschläge (= TINA). Daher sind per se, sofern es keine konterkarierenden regulatorischen Einschränkungen gibt, Investoren in Aktien, Immobilien und risikoreichere Schuldtitel auf der Gewinnerstraße.

Zu den Gewinnern gehören auch zahlreiche nicht-finanzielle Unternehmen. Darunter befinden sich zum einen Unternehmen, die aufgrund ihrer Größe und ihrer guten Bonität direkten Zugang zum Kapitalmarkt haben und sich dort sowohl Eigenkapital als auch Fremdkapital (oftmals mit negativen Renditen) sehr günstig beschaffen können. Idealerweise könnten diese ultragünstigen Finanzierungsbedingungen dazu genutzt werden, zukunftsweisende und mit höherem Risiko verbundene Investitionen zu tätigen. Zum anderen profitieren aber auch schwache Unternehmen, die bei höheren Zinsen den Geschäftsbetrieb hätten einstellen müssen und durch den Eingriff der Geldpolitik am Leben gehalten werden. Dieses Phänomen wird auch als »Zombi-



Jürgen Michels

* Dr. Jürgen Michels ist Chefvolkswirt bei der BayernLB.

fizierung« bezeichnet. Auf der Branchenebene profitieren der Bausektor vom anhaltenden Immobilienboom durch die Niedrigzinsen und, abhängig von der Ausgestaltung der Politik der anderen Zentralbanken, die Exportindustrie von einem geschwächten Außenwert des Euro.

Unabhängig von Vermögens- bzw. Verschuldungsposition dürften Haushalte, die in den Gewinnerbranchen oder davon abhängigen Branchen beschäftigt sind und/oder überwiegend in den prosperierenden Asset-Klassen investiert sind, ebenfalls von den niedrigen Zinsen profitieren. Darüber hinaus zählen die nettoverschuldeten Haushalte zu den Gewinnern, die sich mit niedrigen Hypothekenzinsen (die in absehbarer Zeit ins Negative rutschen dürften) und Kreditzinsen finanzieren.

Auf der Gewinnerseite stehen auch alle öffentlichen Haushalte der Euroländer. Diese profitieren von den niedrigen Leitzinsen und den Anlagekäufen der EZB. Zudem partizipieren sie an den üppigen Seignorage-Gewinnen der EZB. Derzeit sind alle Staaten im Euroraum (selbst Griechenland) in der Lage, sich mit negativen Renditen am kurzen Ende zu finanzieren. Zudem können sich Staaten mit guter Bonität auch am ultralangen Ende (Laufzeiten bis 100 Jahre) das derzeitige Zinsniveau sichern, wovon Deutschland bisher leider kaum Gebrauch macht. Zudem reduziert die anhaltende ultralockere Geldpolitik die Notwendigkeit fiskalpolitischer Konsolidierungsmaßnahmen und länderübergreifender Fiskalmaßnahmen, die eine Überarbeitung des bisherigen Regelwerks der Währungsunion erforderlich machen würden.

VERLIERER: BANKEN, FINANZSTABILITÄT UND INNOVATIONSKRAFT

Während die Staaten und alle andere Nettoschuldner per saldo von den sinkenden Zinsen profitieren, leiden die Nettogläubiger unter den sinkenden Zinseinnahmen. Dieses Problem wird mit zunehmender Dauer der Niedrigzinsen immer gravierender und hat weitreichende ökonomische und gesellschaftliche Folgen. In der Frühphase der ultralockeren Geldpolitik konnten die Halter festverzinslicher Schuldtitel noch von substanziellen Kursgewinnen ihrer mit deutlich positiven Coupons versehenen Papiere profitieren. Zehn Jahre nach der Finanzkrise wurde jedoch ein Großteil der fälligen Altbestände durch Papiere mit niedrigerer Rendite, teils mit langen Laufzeiten ersetzt. Diese Entwicklung trifft in immer größerem Umfang die kapitalgedeckten Alterssicherungssysteme im Euroraum, die überwiegend in festverzinsliche Wertpapiere und nicht in Aktien oder Immobilien investiert sind. Laut OECD-Daten beträgt selbst beim europäischen Spitzenreiter, den Niederlanden, die Aktienquote nur knapp über 40%, was jedoch im globalen Vergleich hoch ist.

Bei der Wirkung dauerhaft niedriger Zinsen auf die Altersvorsorge muss unterschieden werden zwischen beitragsorientierten (*defined contribution*) Systemen, bei denen die Auszahlung abhängig vom Anlageerfolg der eingezahlten Beträge ist, und leistungsorientierten (*defined benefit*) Systemen, bei denen der Auszahlungsbetrag vorab vertraglich festgeschrieben ist. Im ersten Fall obliegt es tendenziell den künftigen Rentenempfängern, individuell in Abstimmung mit dem Leistungsanbieter auf die dauerhaft niedrigen Zinsen zu reagieren. Zur Wahl stehen dabei eine Umschichtung (sofern rechtlich möglich) in höherrentierliche Anlageformen, die Akzeptanz geringerer Pensionszahlungen (Konsumverzicht in der Zukunft) oder höhere Beiträge zur Altersvorsorge (Konsumverzicht heute). Im Fall höherer Beitragszahlungen heute würde der rückläufige Konsum dem konjunkturstimulierenden Ziel der Niedrigzinsen entgegenwirken und den Anlagenotstand verschärfen, was zu einem noch tieferen Niveau der Renditen auf festverzinsliche Wertpapiere führen würde.

Der überwiegende Teil der Pensionskassen und die zur Altersvorsorge genutzten Lebensversicherungen sind jedoch nach dem leistungsorientierten System ausgerichtet. Somit sind die fallenden Zinserträge zunächst durch die Anbieter auszugleichen. Zugleich werden die Anbieter versuchen, die bisher zugesicherten Leistungen zu reduzieren oder die Verträge zu kündigen. Dies könnte sowohl die zukünftigen Empfänger (Senkung der Mindestauszahlungen bei Pensionen oder Reduktion der Mindestverzinsung der Lebensversicherung) und/oder die jetzigen Empfänger (geringere Zuwächse oder gar Nominalkürzungen der Renten) treffen. Neben den ökonomischen Konsequenzen dürfte dies auch gesellschaftspolitische Auswirkungen haben und den ohnehin vorhandenen Trend zu populistischen Parteien unterstützen.

Es ist daher davon auszugehen, dass Leistungskürzungen nur schwer umgesetzt werden können. Daher werden sowohl nicht-finanzielle Unternehmen als auch Banken vermehrt mit steigenden Pensionsrückstellungen reagieren müssen. Dies reduziert vor allem bei nicht-finanziellen Unternehmen den Spielraum für Investitions- und Innovationsfähigkeit, was sich negativ auf die Konjunktur und, aufgrund eines geringeren Kapitalstocks, auch auf das mittelfristige Produktionspotenzial auswirken dürfte. Einige bonitätsstarke nicht-finanzielle Unternehmen dürften jedoch in der Lage sein, zusätzliches Eigenkapital am Markt zu mobilisieren. Dieses ist für finanzielle Unternehmen und vor allem Banken dagegen eher auszuschließen.

Aus der Kombination von Niedrigzinsen und QE resultiert eine sehr flache Zinsstrukturkurve, die das auf Fristentransformation ausgelegte Geschäftsmodell der Banken massiv beeinträchtigt. Dieses Problem wird durch die weitere Absenkung der Einla-

gesätze trotz der Einführung von Freibeträgen auf Negativzinsen verschärft, da die Weitergabe von Negativzinsen an den Großteil der privaten Einlagen (abgesehen von sehr hohen Vermögen) nur schwer darstellbar ist. Dauerhafte Niedrig-/Negativzinsen schmälern somit die Zinserträge, die den Großteil der Erträge europäischer Banken ausmachen. Wie die Erfahrungen aus Japan zeigen, dürfte es schwer sein, dies kurz- und mittelfristig durch neue Geschäftsmöglichkeiten zu kompensieren. Da sich große und bonitätsstarke Kundenadressen aufgrund der geldpolitischen Rahmenbedingungen zunehmend günstig direkt am Kapitalmarkt finanzieren, versiegt an dieser Stelle eine zusätzliche Zinsertragsquelle der Banken. Zudem sind die Banken stark von den Maßnahmen der Finanzmarktregulierer und Aufseher (darunter ebenfalls die EZB) betroffen, die zur Verbesserung der Finanzmarktstabilität führen sollen. Viele dieser Regeln haben einen prozyklischen Charakter. Daher dürften im aktuellen Konjunkturfeld steigende Risikovorsorge und zunehmende Kreditausfälle Banken stärker als in der Vergangenheit zu schaffen machen. Um Blasen an den Finanzmärkten und am Immobilienmarkt zu vermeiden bzw. diese abzubauen, werden die Aufseher zusätzlich diskretionär aktiv, wie die Einführung des antizyklischen Kapitalpuffers in einem Umfeld nachlassender Wirtschaftstätigkeit in Deutschland belegt.

Mit zunehmender Kapitalbindung der Banken für steigende Pensionsverpflichtungen und aufgrund von steigenden regulatorischen sowie konjunkturell bedingten Eigenkapitalanforderungen sinkt der Risikoappetit der Banken. Trotz günstiger und im Überfluss vorhandener Liquidität dürfte dies zu einer restriktiveren Kreditvergabe führen, von denen vor allem Unternehmen mit schlechterer Bonität betroffen sein werden. Darunter dürften sich viele kleine und mittlere Unternehmen befinden, die die (über die Zeit zwar sinkende) Hürde für den direkten Zugang zum Kapitalmarkt nicht überwinden können.

In einer Welt dauerhaft niedriger Zinsen dürfte es zudem eine deutliche Konsolidierungswelle im Bankensektor geben, von der insbesondere die stark von den Zinserträgen abhängigen Institute betroffen sein werden. Auch diese neue Struktur im Bankensektor dürfte Auswirkungen auf den nicht-finanziellen Unternehmensbereich haben. Dort werden es die etablierten mittelständischen und kleineren Unternehmen ohne Kapitalmarktzugang, die es vor allem in Deutschland gibt, zunehmend schwer haben.

Die Regulierer versuchen seit einiger Zeit, die Stabilität des Finanzsystems mit mikro- und makroprudenziellen Maßnahmen zu verbessern. Dabei zielen erstere auf die Tätigkeit der einzelnen Institute und versuchen, übermäßig risikoreiche Geschäfte möglichst unattraktiv zu machen, während letztere gesamtwirtschaftlichen bzw. branchenweiten Übertreibungen entgegenwirken sollen. Sollten

diese Instrumente die Gefahr von Preisblasen an den Kapitalmärkten nicht verringern, wird es mittelfristig zu einem Platzen dieser Blasen kommen. Die dadurch ausgelösten Bilanzprobleme dürften eine Rezession zur Folge haben, von der große Teile der Wirtschaft betroffen wären und die nur schwer durch weitere geldpolitische Lockerungsmaßnahmen überwunden werden könnten.

FAZIT

Die ultralockere Geldpolitik der EZB und anderer Zentralbanken hat einen maßgeblichen Beitrag zur wirtschaftlichen Erholung nach der globalen Finanzkrise und der darauffolgenden Staatsschuldenkrise im Euroraum geleistet. Mit zunehmender Dauer der Maßnahmen nimmt der stimulierende Effekt dieser Politik jedoch ab, und die negativen Faktoren nehmen überhand. Vor allem die Aussicht auf eine lange Phase von liquiditätszuführenden Maßnahmen und noch niedrigeren Zinsen lässt die Sorgen über deren Nebenwirkungen steigen.

Gunther Schnabl*

Die anhaltend lockere Geldpolitik hat gesellschaftlich unerwünschte Verteilungseffekte



Gunther Schnabl

Im September 2019 hat der Rat der Europäischen Zentralbank (EZB) entschieden, die Anleihekäufe wieder aufzunehmen und die Negativzinsen erhöht, so dass die europäische Geldpolitik auf Dauer locker bleiben dürfte. Das macht es dringlicher, über die langfristigen Nebeneffekte der ultralockeren Geldpolitik nachzudenken. Zwar können, wie Forscher der Europäischen Zentralbank zeigen (vgl. Ampudia et al. 2018), Zinssenkungen und Ankäufe von Vermögenswerten in Krisen die Finanzmärkte stabilisieren und Arbeitsplätze sichern. Doch geht die Verstärkung der ultralockeren Geldpolitiken mit negativen Wachstums- und Verteilungseffekten einher, die einige zu Gewinnern und viele zu Verlierern machen (vgl. Schnabl 2019).

ASYMMETRISCHE GELDPOLITIK

Die Ursache sind asymmetrische Geldpolitiken, wie sie seit Ende der 1980er Jahre in den Industrieländern zu beobachten sind: In Krisen wurden die Zinsen stark gesenkt, um die Finanz- und Gütermärkte zu stabilisieren. Hingegen wurden in den Erholungsphasen nach den Krisen die Zinsen nicht mehr entsprechend wieder anhaben, um die wirtschaftliche Erholung nicht zu gefährden. Über die Zeit hinweg sind so die kurzfristigen Zinsen auf (oder nahe) null abgesunken. Mit dem Erreichen der Nullzinsgrenzen entstanden zahlreiche unkonventionelle geldpolitische Instrumente wie Ankäufe von Staats- und Unternehmensanleihen, negative Zinsen oder nicht-verzinst langfristige Refinanzierungsgeschäfte für Banken, die zu einer starken Ausweitung der Zentralbankbilanzen geführt haben.

Die Konjunkturtheorie von Friedrich August von Hayek (1931) zeigt, dass zu niedrige Leitzinsen nicht nachhaltige Boomphasen auf den Kreditmärkten auslösen können, wie sie beispielsweise zwischen 1985 und 1989 in Japan sowie zwischen 2003 und 2007 im US-Hypothekenmarkt und in vielen europäischen Ländern zu beobachten waren. Die niedrigen Zinsen stoßen eine übermäßige Kreditschöpfung und damit viele Investitionen mit vergleichsweise niedrigen Renditeerwartungen an. Spekulationswellen bei Aktien, Immobilien und anderen Sachwerten entstehen. Wenn in einer späteren Phase des Booms die Inflation steigt, hebt in der Theorie die Zentralbank die Leitzinsen an. Dann müssen Investitionsprojekte mit niedri-

ger Rendite abgebrochen werden. Es kommt zur Rezession.

Senken die Zentralbanken die Zinsen jedoch stark, um die Rezession einzudämmen, dann bleiben wenig rentable Investitionsprojekte bestehen. Neue Investitionsprojekte mit noch geringeren Renditen werden angestoßen. Arbeitslosigkeit wird zwar verhindert. Doch die durchschnittliche Grenzleistungsfähigkeit der Investitionen sinkt, so dass die Wachstumskräfte erlahmen.

Da aufgrund einer zunehmend nachsichtigen Kreditvergabe der Zentral- und Geschäftsbanken unprofitable Unternehmen am Leben erhalten werden¹, sind die volkswirtschaftlichen Produktivitätsgewinne seit den 1990er Jahren deutlich abgesunken. Das Potenzial für Realloohnerhöhungen und den Ausbau der Sozialsysteme wurde dadurch maßgeblich eingeeengt. Gleichzeitig hat das billige Geld der Zentralbanken die Vermögenspreise stark nach oben getrieben. Aus diesen Entwicklungen lassen sich acht Verteilungsmuster ableiten.

Begünstigt werden Schuldner, ...

Erstens begünstigen Zinssenkungen auf null und umfangreiche Ankäufe von Staatsanleihen die Schuldner auf Kosten der Gläubiger. Traditionell sind die Staaten die größten Schuldner auf dem Kapitalmarkt. Sie profitieren, wenn die Zentralbanken über umfangreiche Ankäufe von Staatsanleihen die Verzinsung der Staatsanleihen drücken. Die EZB hat zwischen 2015 und 2018 Staatsanleihen im Gegenwert von 2 000 Mrd. Euro gekauft. Zudem steigen im Kreditboom die Steuereinnahmen und die Staaten erhalten die Gewinne aus der Geldschöpfung der Zentralbanken. So wäre die Staatsverschuldung Japans in Höhe von 240% des Bruttoinlandsprodukts längst nicht mehr haltbar, wenn die Bank von Japan nicht große Anteile der ausstehenden Staatsanleihen gekauft hätte.

Hingegen verlieren die Haushalte als wichtigste Gläubiger, weil sich die Ersparnisse nicht mehr verzinsen. Private Pensionskassen und Lebensversicherungen werden deshalb in Zukunft nur noch geringere Auszahlungen leisten können. Zudem steigt mit wachsenden Schuldenständen die Wahrscheinlichkeit, dass aufgrund von Zahlungsausfällen Forderungen ganz entwertet werden.

... der Finanzsektor ...

Zweitens begünstigen niedrige Zinsen den Finanzsektor, weil das von den Zentralbanken geschaffene billige Geld dort zuerst ankommt (Cantillon-Effekt). Wenn niedrige Zinsen die Vermögenspreise steigen lassen, schafft das hohe Gewinnmöglichkeiten. Kaufen Finanzinstitute beispielsweise mit dem fri-

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

¹ Caballero, Hoshi und Kashyap (2008) sprechen von einer Zombifizierung.

schen Geld der Zentralbanken Aktien oder Immobilien, dann sind die Preise zunächst noch niedrig. Für die Käufer in der zweiten Runde – zum Beispiel Haushalte und Unternehmen – sind die Preise bereits angestiegen. Je weiter also eine Person oder Institution von der Zentralbank entfernt ist, desto ungünstiger ist für sie der Verteilungseffekt steigender Vermögenspreise. Das gilt insbesondere deshalb, weil Zentralbanken in Finanzkrisen einem Verfall der Vermögenspreise entgegenwirken und so einen impliziten Versicherungsmechanismus gegen Kursverluste schaffen.

Banken profitieren, wenn Zentralbanken mit niedrigen Zinsen das Kreditwachstum anheizen. Platzen die Blasen jedoch und werden in Reaktion auf die vorangegangenen Übertreibungen Kreditvergabe und Eigenhandel stärker reguliert, dann verlieren die Banken. Denn die anhaltend lockere Geldpolitik drückt die Margen zwischen Kredit- und Einlagenzinsen bzw. zwischen lang- und kurzfristigen Zinsen als der wichtigsten Einkommensquelle. Banken mit traditionellem Geschäftsmodell wie Sparkassen und Genossenschaftsbanken werden gezwungen, Arbeitsplätze abzubauen, Filialen zu schließen und zu fusionieren. Hingegen boomt das Geschäft der Vermögensverwalter und Investmentbanken aufgrund steigender Vermögenspreise sowie zahlreicher Fusionen und Übernahmen weiter.

... und große Unternehmen

Drittens profitieren große Unternehmen im Vergleich zu kleinen und mittleren Unternehmen aufgrund der unterschiedlichen Finanzierungsstrukturen. Während kleine und mittlere Unternehmen auf die Finanzierung durch Banken angewiesen sind, können sich große Unternehmen durch die Ausgabe von Wertpapieren direkt auf dem Kapitalmarkt finanzieren. Seit Ausbruch der globalen Finanz- und Schuldenkrise wird die Kreditvergabe der Banken stärker reguliert und durch strengere Eigenkapitalvorschriften eingeschränkt. Hingegen konnten die großen Unternehmen die Emission von Wertpapieren stark ausweiten.

Die EZB hat im Rahmen ihrer Anleihekäufe sogar direkt die Wertpapiere großer Unternehmen gekauft und damit für Großunternehmen die Zinsen auf historische Tiefstände gedrückt. Diese haben das zusätzliche Kreditvolumen oft dazu genutzt, durch die Übernahme von Konkurrenten Monopolrenten zu schaffen (z.B. Bayer durch die Übernahme von Monsanto). Die neue Marktmacht dient oft auch dazu, Druck auf die kleinen und mittleren Zuliefererunternehmen auszuüben, die Kosten zu senken. Schließlich hat die von der EZB bewirkte Abwertung des Euro um immerhin 30% seit 2008 vor allem zusätzliche Gewinne in die Kassen der Großunternehmen gespült, weil

diese exportorientierter sind. Vor allem das hohe Management hat davon in Form höherer Gehälter profitiert.

VERTEILUNGSEFFEKTE

Viertens gibt es Verteilungseffekte durch unterschiedliches Anlageverhalten. Mittlere und untere Einkommensschichten sparen in Deutschland traditionell in Bankeinlagen, weil die Deutsche Bundesbank die Währung lange stabil hielt. Bankeneinlagen lieferten deshalb eine gute reale Verzinsung ohne Risiken. Die Verzinsung der Bankeinlagen wurde von der EZB jedoch auf (nahe) null gedrückt. Bei Inflationsraten zwischen 1 und 2% verlieren die Spareinlagen preisbereinigt stetig an Wert. Hingegen haben die anhaltend niedrigen Zinsen insbesondere die Preise von Aktien und Immobilien, die überproportional reichen Bevölkerungsschichten gehören, steil in die Höhe getrieben. Große Anteile der DAX-Unternehmen werden zudem im Ausland gehalten.

Fünftens sind mit den sinkenden Produktivitätsgewinnen der Unternehmen die realen Löhne unter Druck gekommen. Dies ist am deutlichsten in Japan, wo die Blase schon 1989 geplatzt ist und die sehr lockere Geldpolitik damit schon sehr viel länger anhält. Dort sinken seit 1998 im Trend die realen Löhne; die prekären Beschäftigungsverhältnisse nehmen immer weiter zu. Da die Verträge für die älteren Alterskohorten bereits gemacht sind, werden insbesondere die Löhne von jungen, weniger qualifizierten Menschen abgesenkt. Auch in Deutschland sinken die realen Einstiegsgehälter im Vergleich zu den vorangegangenen Generationen.

Daraus ergeben sich – sechstens – Verteilungswirkungen zwischen Jung und Alt, die durch die Auswirkungen der Geldpolitik auf dem Immobilienmarkt verstärkt werden. Mit steil steigenden Immobilienpreisen wird es für junge Menschen sehr viel schwieriger, ein Eigenheim zu erwerben. Hingegen wächst das Immobilienvermögen der Älteren im Wert schnell an. Weil die Mieten mit den Immobilienpreisen wachsen, müssen junge Menschen höhere Mieten bezahlen. Die Altmieten bleiben durch die Mietgesetzgebung gegen höhere Wohnkosten geschützt. Zwar können junge Menschen mit reichen Eltern auf ein üppiges Erbe hoffen. Für alle anderen ist jedoch der soziale Aufstieg durch Vermögensbildung schwer geworden.

Siebtens gibt es Umverteilungswirkungen zwischen einzelnen Regionen, wenn sich reiche Menschen, große Unternehmen, Vermögensverwaltungen und öffentliche Institutionen regional konzentrieren. Es wachsen noch die Regionen, wo viele große, exportorientierte Unternehmen und Vermögensverwaltungen angesiedelt sind. In Deutschland beispielsweise Bayern, Baden-Württemberg und die Region Frankfurt. Die ostdeutschen Flächenländer dürften hingegen aufgrund

der kleinteiligen Wirtschaftsstruktur und geringerer Kaufkraft der Bürger zu den Verlierern gehören (vgl. Schnabl und Sepp 2019).

Zudem profitieren Verwaltungszentren und Universitätsstädte, wenn der öffentliche Sektor dank zusätzlicher Einnahmen und beträchtlicher Zinssparnisse neue Stellen in der öffentlichen Verwaltung sowie im Forschungs- und Hochschulsektor schafft. In Deutschland hat seit Einsetzen der ultralockeren Geldpolitik insbesondere Berlin profitiert, wo seit 2009 400 000 zusätzliche Erwerbstätige registriert wurden und 360 000 Menschen zugezogen sind.

Schließlich gibt es, achtens, Verteilungseffekte zwischen Ländern mit Leistungsbilanzüberschüssen (z.B. Deutschland) und Leistungsbilanzdefiziten (z.B. USA). Denn Leistungsbilanzüberschüsse (-defizite) müssen mit entsprechenden Nettokapitalexporten (-importen) finanziert werden. Seit 2001 ermöglichen umfangreiche Kapitalabflüsse aus Deutschland im Ausland den Kauf deutscher Güter, wovon zwar die Exportindustrie profitiert hat. Solche Kredite sind jedoch mit Konsumzurückhaltung in der Gegenwart und damit mit einer relativen schwachen Binnenkonjunktur verbunden. Nur bei Rückzahlung steigt der Konsum in der Zukunft.

Mit dem anhaltenden globalen Niedrigzinsumfeld ist jedoch die Wahrscheinlichkeit von spekulativen Übertreibungen und Finanzkrisen deutlich angestiegen. In den vergangenen Krisen wurden bereits viele deutschen Auslandforderungen entwertet, beispielsweise die Investitionen deutscher Landesbanken im US-Hypothekenmarkt, die Anteile der Commerzbank an Schiffscontainern oder die argentinischen Staatsanleihen deutscher Kleinanleger. Auch die Target2-Forderungen der Deutschen Bundesbank innerhalb des Eurosystems in Höhe von gut 900 Mrd. Euro werden von einigen Beobachtern als wertlos betrachtet (vgl. Sinn 2012). Je nach Definition können die Verluste auf das deutsche Nettoauslandsvermögen seit 2001 auf bis zu 30 000 Euro pro Bürger geschätzt werden (vgl. Murai und Schnabl 2018).

SCHWERWIEGENDE GESELLSCHAFTLICHE FOLGEN

Während es möglich ist, einzelne Verteilungsmuster herauszuarbeiten, sind die individuellen Verteilungseffekte ungewiss, weil jeder Bürger mehrfach unterschiedlichen sozialen Gruppen angehört. Zudem hat der Staat mit dem von der Geldpolitik geschaffenen zusätzlichen Ausgabenpotenzial neue Leistungen wie Mütterrente, Baukindergeld oder Rente mit 63 geschaffen, um den negativen Wachstums- und Verteilungseffekten entgegenzuwirken.

Dennoch scheint es, dass vor allem die Mittelschicht unter der Entwertung der Ersparnisse und geringen realen Lohnzuwächsen leidet. Abseits der wirtschaftlichen Zentren (meist in kleinen Städten und Dörfern) ist ein Verfall der Kaufkraft zu beob-

achten. Vielerorts haben vor allem Discounter und Selbstbedienung Hochkonjunktur. Zudem scheint trotz wachsender Staatseinnahmen und Steuerlast die Qualität vieler öffentlicher Güter wie Straßen, Schienenverkehr, Verteidigung oder Gesundheitsversorgung abgenommen zu haben.

Die Verteilungseffekte der Geldpolitik sind aus gesellschaftlicher Sicht bedenklich, weil die Allokation der Ressourcen nicht mehr an Leistung gebunden ist. Die Größe des Vermögens hängt vor allem von der EZB ab. Das erhöht die Wahrscheinlichkeit, dass Menschen die gegebene Ordnung als ungerecht empfinden und sich von etablierten Parteien abwenden (vgl. Duarte und Schnabl 2018). In ganz Europa hat auch deshalb die politische Polarisierung seit den 1990er Jahren deutlich zugenommen.

Wird auf die wachsende Frustration in der Bevölkerung mit neuen Eingriffen in das Marktsystem wie Mindestlöhnen, Mietpreisbremsen, Zöllen und Einschränkungen bei der internationalen Arbeitskraftmobilität reagiert, dann werden marktwirtschaftliche Prinzipien weiter unterminiert. Das schwächt das Wachstum weiter und treibt die politische Destabilisierung weiter voran. Gerade deshalb sollte die ultralockere Geldpolitik zeitnah grundlegend überdacht werden.

LITERATUR

- Ampudia, M., D. Georganakos, J. Slacalek, O. Tristani, P. Vermeulen und G. Violante (2018), »Monetary Policy and Household Inequality«, ECB Working Paper 2170.
- Caballero, R., T. Hoshi und A. Kashyap (2008), »Zombie Lending and Depressed Restructuring in Japan«, *American Economic Review* 98(5), 1943–1977.
- Duarte, P. und G. Schnabl (2019), »Monetary Policy, Income Inequality and Political Instability«, *The World Economy* 42(2), 614–634.
- Hayek, F. (1931), *Preise und Produktion*, Springer, Wien und New York.
- Murai, T. und G. Schnabl (2018), »'Stupid German Money' Verschenktes Geld«, *Neue Zürcher Zeitung*, 7. November.
- Schnabl, G. (2019), »Die Verteilungseffekte der Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und deren Einfluss auf die politische Stabilität«, Universität Leipzig Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät Working Paper 160.
- Schnabl, G. und T. Sepp (2019), »30 Jahre nach dem Mauerfall: Ursachen für Konvergenz und Divergenz zwischen Ost- und Westdeutschland«, Universität Leipzig Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät Working Paper.
- Sinn, H.-W. (2012), *Die Target Falle – Gefahren für unser Geld und unsere Kinder*, Hanser, München.

Helmut Schleweis*

Mehr Schaden als Nutzen – was eine dauerhaft expansive Geldpolitik für die Gesellschaft bedeutet

Am Anfang der expansiven Geldpolitik stand der ausdrückliche Wille, das Wachstum anzukurbeln und dadurch den Euro zu retten. Doch durch die Überreibungen der letzten Jahre hat die Geldpolitik ihre Anreizfunktion verloren. Auch eine nochmals expansivere Geldpolitik kann heute keine ausreichenden Wachstumsimpulse mehr setzen. Sie beginnt vielmehr, Strukturen zu schädigen, die ein wesentlicher Faktor für Stabilität sind: In der Finanzwirtschaft und in der Gesellschaft. Daraus entsteht eine immense politische Bürde – europaweit.

Aus der Entwicklung in Japan kann man lernen, dass eine langjährige Geldschwemme wirtschaftliche Dynamik erstickt, die Stabilität des Finanzsystems gefährdet und zu deutlich höheren Preisen für Bankdienstleistungen führt. Auch Deutschland muss sich jetzt auf eine Phase gedämpften wirtschaftlichen Wachstums bei gleichzeitig steigenden gesellschaftlichen Aufgaben einstellen. Das verdient aus unserer Sicht mehr Aufmerksamkeit – auch weil die heutige Geldpolitik diese Probleme verschärft.

GESELLSCHAFT: AUSWIRKUNGEN BRAUCHEN MEHR GEHÖR

Wir sind eine alternde Gesellschaft. Schon das verringert die Wachstumsdynamik. Und es begünstigt, dass die Menschen aktiv für sich selber vorsorgen – dass sie also sparen. Das hat nicht nur kulturelle und geschichtliche Gründe, sondern es ist auch wirtschaftlich rational: Denn die Deutschen gehen mit nur rund 50% des letzten Einkommens¹ in den Ruhestand. Anderswo in Europa ist es deutlich mehr. Die Menschen sparen also aus guten Gründen gegen das Zinstief an. Die Sparquote der privaten Haushalte ist von 2013 (8,9%) auf 2018 (10,4%) immer gestiegen. Inzwischen jedoch mit einem Ertrag nahe null – weil niemand Zinsen auszahlen kann, die es am Markt nicht mehr gibt.

Die dauerhaft expansive Geldpolitik wird langfristig für weite Teile der Gesellschaft negative Auswirkungen haben. Sie besetzt selbst die attraktiven Anlageklassen und entwertet so die Leistungsfähigkeit aller kapitalgedeckten Vorsorgesysteme, vor allem Pensionskassen, betriebliche Altersversorgungen, Lebensversicherungen und Stiftungen. Fehlende Zinsen und Zinseszinsen werden zu immensen

Lücken und Nachfinanzierungsbedarfen führen. In alternden Gesellschaften – und damit in weiten Teilen Europas – wird das die Kapitalspielräume der jungen Generation und der Unternehmen in der Zukunft deutlich einengen.

Als Sparkassen-Finanzgruppe besorgt uns das, weil jeder Wandel ein festes gesellschaftliches Fundament braucht, um zu gelingen – auch der Wandel hin zu einer digitalen und nachhaltigeren Wirtschaft, an der die Bundesregierung ebenso wie die neugewählte Europäische Kommission bauen wollen.

Für weniger Gutbetuchte steigt jedoch gerade die Wahrscheinlichkeit, von staatlichen Leistungen abhängig zu werden. Schwächere Bevölkerungskreise verlieren schrittweise ihre Altersversorgung. Das trifft Millionen Familien. Wer etwas Risiko aushalten kann, geht vielleicht in Wertpapiere – muss sich dann aber mit einer ausufernden Informationsbürokratie oder sogar mit einer Finanztransaktionssteuer auseinandersetzen. Das verbaut Kleinsparern lukrativere Wege. Und es ist noch völlig offen, ob alle Arbeitgeber die Zinslücke in der betrieblichen Altersvorsorge werden ausgleichen können. Das trifft kleine wie große Betriebe.

Die jüngere Generation wird also nicht nur die Folgen des Klimawandels tragen müssen – sondern auch die sozialen Folgekosten der expansiven Geldpolitik. Das trifft uns alle.

NACHHALTIGKEIT: NICHT IN DER GELDPOLITIK

Dabei müsste »Sparen« hoch im Trend sein. Denn es bedeutet, mit Ressourcen zu haushalten und nicht alles jetzt und heute zu verbrauchen. Es ist in diesem Sinne zutiefst nachhaltig. Als Sparkassen tragen wir diesen Kern nachhaltigen Wirtschaftens in uns und behalten ihn auch in einer neuen Wirtschaftswelt bei – die von Nachhaltigkeit spricht, aber vor allem Anreize für Sofortkonsum schafft.

Die gesellschafts- und finanzwirtschaftlichen Folgen der dauerhaft expansiven Geldpolitik widersprechen zutiefst dem Auftrag der Sparkassen, den Vermögensaufbau für alle Teile der Bevölkerung möglich – vor allem: möglichst *einfach* – zu machen. Die Sparkassen haben deshalb bereits sehr lange Zeit die Kunden vor Negativzinsen bewahrt. Die EZB hat die Marktbedingungen aber so definiert, dass negative Zinsen gewollt sind. Zwischen Kreditinstituten und der EZB sowie auf den Anleihemärkten sind negative Zinsen seit Jahren Realität. Das wird sich weiter verschärfen.

Durch die dezentrale Verankerung können Sparkassenvorstände aufmerksam und besonnen notwendige Veränderungen steuern. Sie tun das mit einem verantwortlichen Rundumblick auf die Kundenbeziehung. Sie tragen aber eben auch Verantwortung für die langfristige wirtschaftliche Tragfähigkeit der Institute.



Helmut Schleweis

* Helmut Schleweis ist Präsident des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes e. V.

¹ Bezogen auf die Leistungen der gesetzlichen Rentenversicherung.

POLITIK: UMVERTEILUNG »ZURÜCK ORGANISIEREN«

Die Geldpolitik führt auch zu einer Umverteilung von unten nach oben. Kapitalstärkere Bevölkerungskreise können Anlagechancen auf Kapital- und Immobilienmärkten nutzen. Sie laufen damit all jenen wirtschaftlich davon, die weniger Risiko tragen oder nur in geringem Umfang investieren können. Dadurch vertieft sich die wirtschaftliche Spaltung der Gesellschaft.

Die Sparkassen sind der Auffassung, dass die öffentliche Hand ersparte Zinsen an die Sparer zurückgeben sollte. 16,6 Billionen Euro Staatsanleihen rentieren heute negativ. Das ist etwa ein Viertel der Euro-Staatsanleihen. Allein die öffentliche Hand in Deutschland hat gut 360 Mrd. Euro durch Negativzinsen gespart.² Diese Summe ergibt sich durch den Vergleich der aktuellen Zinsniveaus mit dem höheren Zinsniveau von 2007, also bevor die globale Finanzkrise ausbrach und die Notenbanken mit der Niedrigzinspolitik darauf antworteten. Und die öffentlichen Haushalte werden auch weiterhin für sich milliardenschwere Entlastungen schöpfen, wenn sie die aktuellen Negativzinskonditionen für ihre Finanzierung nutzen. Die Sparer haben demgegenüber 300 Mrd. Euro an Zinsen verloren.

Wir begrüßen, dass in der Politik jetzt die längst überfällige Diskussion beginnt, wie man die breite Bevölkerung vor den negativen Auswirkungen schützen kann. Ein Verbot von Negativzinsen widerspricht jedoch unserer Wirtschafts- und Rechtsordnung. Weder der Freistaat Bayern noch der Bund verzichten ja auf negative Zinsen bei den von ihnen begebenen Anleihen.

Vielmehr sollte die öffentliche Hand die eingesparten Milliardenbeträge den Bürgerinnen und Bürgern zurückgeben. Hierfür ist eine Fülle von Maßnahmen denkbar.

Wertzuwächse sind aktuell nur bei Vermögenspreisen zu beobachten. Es ist deshalb eine wichtige politische Zielsetzung, die breite Bevölkerung daran teilhaben zu lassen. Möglich wäre dies durch eine Erleichterung (also Entbürokratisierung) der Anlage in Wertpapieren, eine Modernisierung des Vermögensbildungsgesetzes (etwa eine spürbare Erhöhung der Arbeitnehmersparzulage sowie eine Ausweitung des Kreises der Anspruchsberechtigten durch Anhebung der Einkommensgrenzen) und die schwerpunktmäßige Ausrichtung auf das Wertpapier-sparen, und eine Senkung der Grunderwerbsteuern.

FINANZWIRTSCHAFT: ANLEIHEKAUFPROGRAMM BELASTET FINANZMARKTSTABILITÄT

Unter dem Strich bringt das jüngste Maßnahmenpaket der EZB für Kunden und Kreditinstitute mehr

² Fiskalische Zinsgewinne durch Niedrigzinsen, 2008–2018, lt. Deutsche Bundesbank.

Schaden als Nutzen. Das ist die Haltung der Sparkassen, und ähnlich äußerten sich auch viele Andere – darunter die französische Notenbank, die italienische Bankenvereinigung und zahlreiche Player des deutschen Bankenmarktes. Der Vorwurf richtet sich sowohl an den nochmals gesenkten negativen Leitzins, als auch – und vor allem – an das wieder ausgeweitete Anleihekaufprogramm.

Zuvor hatte der Nettoaufbau nur für zehn Monate pausiert, bei einem bereits sehr hohen aufgelaufenen Bestand. Die EZB ist bereits der dominierende Kreditgeber der Euroländer. Sie hält im Rahmen ihres Anleihekaufprogramms bereits rund ein Drittel der europäischen Staatsanleihen in ihrem Portfolio. Die Wiederbelebung des Anleihekaufprogramms mit neuen Nettokäufen verstärkt weiter die Vermengung von Finanzpolitik und Geldpolitik.

Für die Finanzmärkte hat dies noch einen weiterreichenden Effekt: Die EZB verknappt durch die umfassenden Anleihekäufe die Anlagemöglichkeiten anderer Marktteilnehmer und lässt ihnen die »Wahl« zwischen Negativrendite³ oder deutlich erhöhten Risiken. Und wenn es dann starke, gleichgerichtete Ausweichbewegungen in Risikowertpapiere und Immobilien gibt, drohen dort mit der Zeit Bewertungsblasen. So entstehen durch eine überzogene Geldpolitik auch neue Risiken für die Finanzstabilität – was ja »der andere Arm der Notenbanken«, also die Aufsicht, stets zu verhindern sucht.

Die Banken im Euroraum haben mit den widersprüchlichen Zielsetzungen von Geldpolitik und Regulierung Geduld bewiesen und sind damit unternehmerisch umgegangen. Sie haben auch dafür gesorgt, dass Kunden von dem unorthodoxen Zinsumfeld profitieren konnten, denn sie haben die Zinssenkungen deutlich stärker im Kreditgeschäft weitergereicht als im Einlagenbereich. Kredite wurden um 3,5 Prozentpunkte günstiger für Kunden. Die Einlagenverzinsung hat nur um rund 2 Prozentpunkte nachgegeben. So vorteilhaft das für die Kunden war: Die sich daraus für die Kreditinstitute ergebende Lücke wird aber immer größer und muss geschlossen werden.

STAFFELZINSEN: KEIN AUSGLEICH FÜR DIE DAUERHAFT VERÄNDERTEN MARKTBEDINGUNGEN

Vor diesem Hintergrund ist die Einführung von Staffelzinsen zwar ein richtiger Schritt, allerdings werden damit nur die direkten Auswirkungen der Negativzinsen abgedeckt. Die indirekten Belastungen der expansiven Geldpolitik sind jedoch erheblich größer und steigen mit dem neuen Maßnahmenpaket der EZB nochmals an. Wir haben es mit dauerhaft prägenden Marktverzerrungen in

³ Zum Beispiel aktuell Bundesanleihen mit 30-jähriger Laufzeit.

allen wichtigen Märkten – bei Einlagen, Krediten und im Anlagebereich – zu tun.

Die Sparkassen passen derzeit jeweils ihre Mittelfristplanungen der neuen Lage an. Deshalb stehen weitere Einsparungen und Preisadjustierungen auf der Tagesordnung. Das geht auch Wettbewerbern nicht anders. Was an Zinsüberschuss fehlt, ist auch durch erhöhte Provisionsüberschüsse und verstärkte Vertriebsanstrengungen nicht vollständig auszugleichen – zumal die Politik die Entgelte immer weiter deckelt.

Insofern sind alle Kreditinstitute in derselben Situation: Sie können sich in ihrer Geschäftspolitik nicht dauerhaft gegen die Marktbedingungen stellen. Und es wird immer schwerer, wenigstens noch Minizinsen auszuzahlen, weil es auch die in weiten Teilen des Marktes nicht mehr gibt. Niemand kann eben die Grundrechenarten neu erfinden.

AUSBLICK: ZEIT FÜR INVESTITIONEN – WIRTSCHAFTSPOLITIK IST GEFRAGT

In der Abwägung zwischen »Schaden« und »Nutzen« für die Finanzwirtschaft wird gern argumentiert, dass die jahrelange Geldschwemme immerhin deutliche wirtschaftliche Impulse gesetzt habe. Doch auch dieses Argument zieht in der aktuellen Situation nicht und liefert keine hinreichende Begründung für eine erneute Ausdehnung der Geldpolitik.

Es stimmt: Unsere Mittelstandskunden haben ihre Wachstumsimpulse zuverlässig geliefert. Sie haben für steigende Einkommen gesorgt und zunehmend in digitale Geschäftsmodelle investiert. Durch den technologischen Fortschritt kann das Anlagevermögen immer effizienter eingesetzt werden.⁴ Zusätzlich haben die Unternehmen eine Eigenkapitalquote von inzwischen fast 40% erwirtschaftet, wie der Mittelstands-Fitness-Index der Sparkassen-Finanzgruppe zeigt.⁵ Das ist international ein Spitzenwert, der auch anzeigt, dass die Kreditportfolien von Sparkassen und Landesbanken für einen möglichen Abschwung gerüstet sind.

In diesem Umfeld kann die Geldpolitik keine weiteren Wachstumsimpulse mehr setzen. Denn Finanzierungskosten sind auf dem inzwischen erreichten Niveau für Kreditnehmer wirtschaftlich gar nicht mehr ausschlaggebend. Und bei Investitionsentscheidungen ist für die Unternehmen ohnehin ihre Einschätzung der Stabilität der Umfeldbedingungen wichtiger als das Zinsumfeld.

Die bisherige Dynamik stößt an Grenzen, weil den Unternehmen die nötige Infrastruktur und damit Planungssicherheit fehlt. Dämpfend wirken vor allem der Fachkräftemangel, die demografische Alterung, weltpolitische Unsicherheit, und große

Lücken bei digitalen und Verkehrsnetzen. Die Unternehmen werden also nicht stärker investieren, nur weil Kredite durch billiges Geld noch billiger werden.

Wir brauchen heute ganz andere Weichenstellungen, auf allen Feldern der Wirtschaftspolitik – für Produktivitätssteigerungen, die unsere Gesellschaft demografiefest machen, der Wissensgesellschaft eine passende Infrastruktur geben und den ökologischen Umbau voranbringen. Die Geldpolitik ist aus- und überreizt. Die Finanz- und Wirtschaftspolitik der Nationalstaaten ist gefragt.

⁴ So zeigt der S-Mittelstands-Fitness-Index 2019 der Sparkassen-Finanzgruppe, dass 2004 mit einem Euro Sachanlagen noch ca. 1,70 Euro Umsatz erzielt wurden. 2018 waren es bereits 2,20 Euro.

⁵ S-Mittelstands-Fitness-Index: <https://www.dsgv.de/newsroom/termine/mittelstands-fitnessindex-2019.html>.

Dominik Löber* Quo vadis, Kapital?



Dominik Löber

NIEDRIGZINSEN SIND WEDER EIN EURO-PÄISCHES PROBLEM NOCH VON ZENTRALBANKEN VERURSACHT

Mit den jüngsten Ankündigungen einer Senkung des Einlagesatzes auf $-0,50\%$ und der Aufnahme neuer Anleihekäufe macht die Europäische Zentralbank (EZB) deutlich, dass sie ihre ultralockere Geldpolitik weiterhin verfolgen wird (vgl. EZB 2019). Schwache Konjunkturdaten und anhaltend niedrige Inflationsraten erfordern laut der EZB das neue Maßnahmenpaket, das umfangreiche Ankäufe von Staatsanleihen und anderen Wertpapieren vorsieht.

Seit der Einführung der unbegrenzten Anleihekäufe 2012 durch die EZB als Reaktion auf die europäische Staatsschuldenkrise hat die EZB die Leitzinsen schrittweise gesenkt. Mit der Fortführung ihrer expansiven Geldpolitik befeuert sie den öffentlichen Diskurs um die Risiken expansiver Geldpolitik in einer Welt der Niedrigzinsen. Kritiker mahnen, dass die EZB mit ihrem Vorgehen zunehmend die Stabilität des Wirtschaftssystems gefährde (vgl. *Handelsblatt* 2019). Besonders die Einführung von Strafzinsen auf die Einlagefazilitäten (»Negativzinsen«) 2014 durch die EZB wurde stark kritisiert.

Während Leitzins und nominale Zinsen in der öffentlichen Debatte besonders präsent sind, wird die Frage nach dem »tatsächlichen« Zinsniveau, dem Realzins, oft vernachlässigt. Unabhängig von der vorliegenden Inflationsrate zeigt der Realzins die tatsächlichen Kosten des Kapitals auf. Grundsätzlich gilt: Je mehr verfügbares Kapital im Markt, desto niedriger der Realzins. Um den Realzins zu messen, werden häufig inflationsindexierte Staatsanleihen herbeigezogen. Ihre Entwicklung (vgl. Abb. 1) zeigt einen fortlaufenden Abwärtstrend des Realzinses seit der Jahrtausendwende. Die kurzfristigen starken Anstiege der Realzinsen nach der Krise 2007 sind auf starke und kurzfristige Preisentwicklungen am Kapitalmarkt zurückzuführen und sollten nicht als fundamentale Veränderungen der Realzinsen in der »Realwirtschaft« gedeutet werden.

Hierbei wird sichtbar, dass sinkende Realzinsen keine neue Entwicklung sind. Bereits weit vor der Finanz-

krise war das Realzinsniveau rückläufig. Diese Entwicklung beschränkt sich nicht auf den Euroraum, sondern ist in den meisten Industrieländern zu finden, z.B. in den USA sowie in Kanada. Besonders Japan kämpft bereits seit Jahrzehnten mit den Auswirkungen anhaltender Niedrigzinsen.

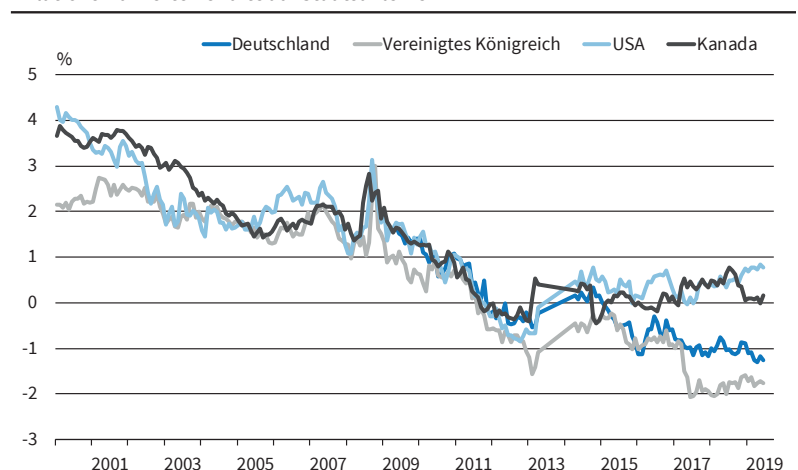
Dies deutet darauf hin, dass die expansive Geldpolitik zahlreicher Zentralbanken der Industrienationen nicht als Ursache des niedrigen Realzinsniveaus in Frage kommt. Die aktuellen Leitzinsen sind vielmehr ein Symptom sinkender Realzinsen im Wirtschaftssystem. Die Gründe für das Absinken des Realzinses sprechen dabei für ein Überangebot an Kapital im Markt, das mit geringem Produktivitätswachstum einhergeht. Dabei wird die Suche nach Kapitalrendite für viele Investoren zunehmend schwieriger.

Die Gründe für das Überangebot von Kapital sind vielschichtig. Viele Industrieländer, allen voran Japan und Deutschland, aber auch die EU im Allgemeinen, erleben einen tiefgreifenden demografischen Wandel. Ihre geburtenstarken Jahrgänge sind teils bereits verrentet oder werden in den kommenden Jahren aus dem Berufsleben ausscheiden. Die akkumulierten Ersparnisse der Altersvorsorge – sowohl in den Pensionsrückstellungen als auch in der privaten Vorsorge – tragen zu einem hohen Angebot an Kapital bei, das sichere Anlageoptionen sucht und den Realzins weiter nach unten treibt. Hier sind zusätzlich auch Staatsfonds zu nennen, die mit ihren großen Anlagevermögen zu einem weiteren Überangebot führen.

Während das Angebot von Kapital steigt, bleibt die Nachfrage zurück. Um gute Renditen zu erzielen, werden Innovationen benötigt. Doch die Steigerung wirtschaftlicher Produktivität durch die Entwicklung technologischer Innovation bleibt nach Meinung vieler Beobachter seit Längerem hinter den Erwartungen zurück. Die Anwendung innovativer Technologien, wie beispielsweise des

Abb. 1

Inflationsindizierte Rendite auf Staatsanleihen



Quelle: Bloomberg.

© ifo Institut

* Dr. Dominik Löber ist Senior Partner bei der Roland Berger GmbH.

Internets, ist weit fortgeschritten – viele bisherige Entwicklungen optimieren eher, statt zu revolutionieren, und die Produktivitätsschübe der »kleinen Revolutionen« (z.B. IoT, autonomes Fahren) stehen noch aus. Es stellt sich eine zunehmende Sättigung ein. Auch die Monopolisierung von Innovationen im Technologiebereich durch Großkonzerne wie Alphabet, Amazon oder Apple trägt zu einer Verlangsamung technologischer Innovation bei. Und letztendlich führt der Wandel zur Dienstleistungsgesellschaft in den entwickelten Volkswirtschaften zu einer reduzierten Nachfrage nach Kapital für neue Geschäftsmodelle. Selbst traditionelle Geschäftsmodelle mit hohem Kapitalbedarf können aufgrund zunehmend effizienterer Nutzung von kapitalintensiven Anlagen optimierter genutzt werden (Stichworte: *Sharing Economy* und *Cloud Computing*).

Mit der Verlangsamung von Innovationen bleibt die Nachfrage nach Kapital hinter dem Angebot zurück. Demografischer Wandel, Marktsättigung und die hohe (politische) Stabilität sowie die gestiegene Risikoaversion tragen dazu bei, dass der Realzins auf niedrigem Niveau bleibt – und wir auch langfristig mit niedrigen (realen) Zinsen rechnen müssen.

GEWINNER UND VERLIERER? – NUR EINE KURZFRISTIGE BETRACHTUNG!

Natürlich lassen sich Gewinner und Verlierer eines Niedrigzinsumfeldes identifizieren. Vereinfacht lässt sich sagen, dass Investoren, auf der Suche nach (sicheren) Anlagemöglichkeiten verlieren, da sie real Kapital über die Laufzeit verlieren, wenn sie in Zinspapiere wie Staats- und Unternehmensanleihen oder Pfandbriefe sowie in Bankguthaben investieren, oder in risikoreichere Anlageklassen ausweichen müssen. Konkret bedeutet das, dass institutionelle Anleger (insbesondere Pensionskassen und andere Versorgungswerke) und sowohl kleine als auch große private Sparer negativ betroffen sind. Aufgrund der Flucht in Anlageklassen wie Immobilien sind wegen wachsender Renditeanforderungen der Käufer auch Mieter vom Niedrigzinsumfeld betroffen. Zusätzlich sind Intermediäre (z.B. Retailbanken), die negative Einlagezinsen nur sehr begrenzt an ihre Kunden weitergeben können, nachhaltig in ihrem Geschäftsmodell betroffen.

Wenn Anleger verlieren, müssen (zumindest kurzfristig) Schuldner gewinnen. Hierbei sind insbesondere hoch verschuldete Staaten und Unternehmen zu nennen, die aufgrund der günstigen Finanzierungen auch über den Zeitpunkt des (normalerweise) eintretenden »ökonomischen Tods« hinaus überleben können – spiegelbildlich sind hier die gesunden, erfolgreichen Unternehmen durch höheren Wettbewerb im Nachteil. Auch Aktionäre konnten sich in den letzten Jahren, insbesondere bei Anlage in

US-Papieren, über hohe Kurszuwächse freuen. Doch auch Immobilienbesitzer und Besitzer alternativer Investitionsgegenstände gewinnen aufgrund der durch die Niedrigzinsen getriebenen Flucht der Finanzinvestoren in andere Assetklassen. Auch wenn sich positive und negative Effekte, und damit Gewinner und Verlierer in der Gesamtperspektive, die Waage halten, so hat das Niedrigzinsumfeld doch einen erheblichen Umverteilungseffekt zur Folge – zwischen sozialen Schichten, und auch zwischen verschiedenen Volkswirtschaften.

Doch so richtig diese Aussagen in einer kurzfristigen Betrachtung sind, so falsch sind diese langfristig betrachtet. Die gesamtgesellschaftlichen Konsequenzen sind weitestgehend negativ: Ineffiziente Kapitalallokationen und Marktverwerfungen entstehen und bleiben bestehen. Zum Beispiel unterstützt der immense Anlagedruck der Investoren das Entstehen von langfristig unwirtschaftlichen Geschäftsmodellen, die ohne Berücksichtigung von Refinanzierungskosten weder ökonomisch noch ökologisch betrieben werden können.

Parallel zu der Entstehung von Blasen auf Einzelunternehmensebene (»Zombie-Unternehmen«) entwickeln sich auch sektorale Blasen in den verschiedenen Anlageklassen. Darüber hinaus entstehen für die bestehenden kapitalgedeckten Altersvorsorge- und Sozialsysteme enorme Herausforderungen, da deren Funktionsweise nur mit adäquaten (realen) Zinsen gewährleistet werden kann. Auch müssen die politischen Folgen der beschriebenen Umverteilungseffekte berücksichtigt werden.

Letztendlich sind weder Gewinner noch konkrete Verlierer zu identifizieren, sondern unsere gesellschaftlichen Strukturen und Grundprinzipien sind in Gefahr. Langfristig und in der bestehenden marktwirtschaftlichen Grundordnung gibt es nur Verlierer des dauerhaften Niedrigzinsumfeldes. So können, um am konkreten Beispiel zu bleiben, auch die Kursentwicklungen am Aktienmarkt und sind global gesehen vom schwächer werdenden Wirtschaftswachstum limitiert. Auch der bisherige Wachstumstreiber China sieht sich mittlerweile mit zurückgehendem Wirtschaftswachstum konfrontiert und wird sich langfristig den gleichen Problemen stellen müssen. Das führt uns zur Kernfrage unserer Diskussion: Quo vadis, Kapital? Oder sogar grundsätzlich gefragt: Quo vadis, marktwirtschaftliche Grundordnung?

AUSSITZEN DES NIEDRIGZINSUMFELDES IST KEINE LÖSUNG – EVOLUTION DER MARKTWIRTSCHAFTLICHEN GRUNDORDNUNG ALS ZIEL

Zusätzlich zu der Erkenntnis, dass es keine langfristigen Gewinner der negativen Zinsen gibt, kann ein weiteres Kernergebnis konstatiert werden: Derzeit ist weder eine kurz- noch langfristige Verbesserung des (realen) Zinsumfeldes in Sicht. Wir müs-

sen uns daher langfristig auf negative Realzinsen vorbereiten.

Kann unsere soziale, marktwirtschaftliche Grundordnung dauerhafte Niedrigzinsen verkräften? Oder können wir Lösungen finden, um die Realzinsen innerhalb des bestehenden Systems wieder zu steigern? Dazu sind grundsätzlich zwei Arten von Lösungen denkbar: solche, die das Kapitalangebot reduzieren, und solche, die die Kapitalnachfrage stimulieren.

Die Stimulation der Kapitalnachfrage ist hierbei der klassische Ansatz, um die Realzinsen zu steigern. Nachdem viele Jahrhunderte lang das Wachstum des Arbeitskräftepools der Haupttreiber für Wirtschaftswachstum war, so hat seit der industriellen Revolution die Steigerung der Produktivität jedes Einzelnen durch technologischen Fortschritt diesen als Haupttreiber abgelöst. Mit Blick auf drängende und gesellschaftsverändernde Herausforderungen unserer Zeit ergeben sich jedoch potenzielle Möglichkeiten. Die ungelösten Fragen der Migration sowie des Klimawandels sind ohne Zweifel Herausforderungen, die einen fundamentalen Wandel (einen »Strukturbruch« im volkswirtschaftlichen Sinn) der Gesellschaft erfordern. Es ergeben sich deshalb verschiedene Optionen, um mittelfristig den Realzins über die Stimulation der Kapitalnachfrage zu steigern oder wenigstens zu stabilisieren:

- **Steigerung des Arbeitskräfteangebots:** Im Kampf gegen den demografischen Wandel können eine noch stärkere Beteiligung von Frauen am Erwerbsleben durch den Abbau struktureller Benachteiligungen helfen ebenso wie eine erhöhte Geburtenrate durch den konsequenten Ausbau einer Kinderbetreuung und den Einsatz für eine verbesserte Vereinbarkeit von Beruf und Familie. Gleichzeitig kann eine Neuordnung der Migrationspolitik sowohl zum Ausbau der Fachkräftezuwanderung dienen als auch die humanitären Verpflichtungen einer modernen Gesellschaft erfüllen.
- **Große Schritte wagen:** Um die Produktivität zu steigern und technologischen Fortschritt zu schaffen, sind große Schritte notwendig. Die Klimakrise beispielsweise erfordert die Erforschung neuer Technologien zur Deckung des Energiebedarfs, zur Schonung der Ressourcen und zur Bewältigung der Folgen des Klimawandels und kann daher ein wichtiger Anknüpfungspunkt sein. Aber darüber hinaus muss unsere Gesellschaft wieder den Mut finden, scheinbar unmögliche Visionen zu denken (der »neue Flug zum Mond«), um neue und bisher nicht vorstellbare Innovationen und Techniken zu ermöglichen. Durch das »Versammeln« hinter einer zentralen Idee und die Entwicklung der notwendigen technischen Voraussetzungen ergibt sich oftmals eine Vielzahl an »Neben-Ideen«, die wiederum in der

Privatwirtschaft genutzt werden können und weitere Investitionen erfordern.

Hierbei ist jedoch klar, dass alle Optionen einer starken politischen Treibkraft und einer breiten Unterstützung in der Bevölkerung bedürfen.

Historisch betrachtet waren es nicht immer nur Veränderungen der Nachfrage an Kapital, sondern insbesondere auch Veränderungen des Kapitalangebots, die einen Effekt auf Wachstum und Realzinsen hatten. Es waren vor allem extreme Ereignisse und Strukturbrüche, die Wachstum und Verzinsung durch eine Verknappung (oder besser, eine »Vernichtung«) des Kapitalangebots befeuert haben. Das Wirtschaftswunder in Deutschland wäre nicht ohne den zweiten Weltkrieg möglich gewesen. Auch die Hochwasserkatastrophen 2002 in Sachsen haben dem Land ein höheres Wirtschaftswachstum beschert (vgl. Berlemann und Vogt 2007).

Durch die Vielzahl an Auseinandersetzungen im 19. und 20. Jahrhundert waren immer wieder, durch die daraus resultierende Vernichtung eines Großteils des Kapitalstocks, hohe Investitionen notwendig, die sowohl Herstellung des notwendigen Kriegsgüter als auch den Wiederaufbau im Anschluss ermöglicht haben. Seit Ende des kalten Krieges haben jedoch die Konflikte und daraus entstehenden Zerstörungen stark abgenommen. Es muss sich noch zeigen, ob unsere marktwirtschaftliche Grundordnung auf eine bisher noch nie so lang anhaltende Friedensphase eingestellt ist.

Es bleibt festzustellen, dass alle Bemühungen, den Realzins wieder zu steigern, nur kurzfristig Erfolg haben können, da sie nicht das fundamentale Problem unserer marktwirtschaftlichen Grundordnung – das langfristige Überangebot an Kapital – adressieren. Die Steigerung der Kapitalnachfrage ist nur ein mittelfristiger Hebel zur Verbesserung der Situation im bestehenden System. Dieser kann lediglich die Symptome mildern und uns Zeit schaffen, eine nachhaltige und umfassende Lösung des Problems zu entwickeln. Daher muss es die Aufgabe der Gesellschaft und der internationalen Zusammenarbeit in den nächsten Jahren sein, Lösungen zu erarbeiten, um unsere wirtschaftliche Grundordnung auf eine neue Stufe zu heben, die auch trotz negativer und weiterhin sinkender Realzinsen erfolgreich Werte für alle Mitglieder der Gesellschaft schafft. Anstatt die Diskussion um kurzfristige Gewinner und Verlierer von Negativzinsen zu führen, müssen wir versuchen ein Weg zu finden, damit wir nicht langfristig alle Verlierer in der Welt dauerhafter Niedrigzinsen sind.

LITERATUR

Berlemann, M. und G. Vogt (2007), »Kurzfristige Wachstumseffekte von Naturkatastrophen, Eine empirische Analyse der Flutkatastrophe vom August 2002 in Sachsen«, November, Discussion Paper 69, Helmut-Schmidt-Universität, Universität der Bundeswehr Hamburg.

EZB – Europäische Zentralbank (2019), »Monetary policy decisions«, Pressemitteilung, 12. September, verfügbar unter: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.mp190912-08de50b4d2.en.html>.

Handelsblatt (2019), »Sparkassen-Präsident erneuert Kritik an Geldpolitik der EZB«, Handelsblatt.com, 15. August, verfügbar unter: <https://www.handelsblatt.com/finanzen/banken-versicherungen/helmut-schleweis-sparkassen-praesident-erneuert-kritik-an-geldpolitik-der-ezb/24906050.html>.

Michael Menhart*

Gewinner oder Verlierer – die Risiken steigen für alle

Am 2. August 2019 wurde in Deutschland Finanzmarktgeschichte geschrieben. Zum ersten Mal waren die Renditen sämtlicher deutscher Staatsanleihen negativ. Sogar für Bundesanleihen mit einer Laufzeit von 30 Jahren musste der Investor dafür bezahlen, dem Bund Geld leihen zu dürfen. Der Niedrigzins ist kein regionales Phänomen. Anfang Oktober 2019 verzeichneten Anleihen mit einem Marktwert von über 15 Billionen US-Dollar weltweit eine negative nominale Rendite.

Negative Nominalzinsen für Bundesanleihen hatte Deutschland vor 2016 noch nie erlebt. Und auch in anderen Ländern wurde in den letzten Jahren mit Negativzinsen Neuland betreten. Negative Realzinsen hingegen gab es in der Vergangenheit sehr wohl. So reichte der Nominalzins für zehnjährige Staatsanleihen beispielsweise in den 1970er Jahren in einer Reihe von Industriestaaten, darunter Japan und den USA, nicht aus, um die infolge der Ölkrise hohe Inflationsrate auszugleichen und für einen realen Werterhalt zu sorgen. Und für kürzere Laufzeiten, beispielsweise für Sparbücher, war die reale Verzinsung auch in Deutschland sowohl in den 1970er Jahren als auch zu Beginn der 1990er Jahre negativ.

Seit Beginn der 1980er Jahre sind die Renditen langlaufender Staatsanleihen in den Industrieländern sowohl nominal als auch real substantiell zurückgegangen (vgl. Abb. 1). Als Begründung werden vor allem die demografische Entwicklung, geringere Produktivitätssteigerungen und damit verbunden ein geringeres Trendwachstum genannt. Auch die starke Ersparnisbildung der Bevölkerung in aufstrebenden Schwellenländern hat dazu beigetragen.

Das aktuelle Zinsumfeld ist jedoch wesentlich durch die Geldpolitik der Zentralbanken geprägt. In den großen Volkswirtschaften senkten sie die Leitzinsen in Richtung null (und z.T. darüber hinaus), erwarben in großem Stil Vermögenswerte wie Staats- und Unternehmensanleihen und stellten den Banken Liquidität zur Verfügung. Zuletzt hatten im September 2019 sowohl die US-Fed als auch die EZB auf eine nachlassende Konjunkturdynamik erneut mit expansiven Maßnahmen reagiert. Damit stehen die Zeichen klar auf Verlängerung des Niedrigzinsumfelds.

Die Frage nach Gewinnern und Verlierern niedriger Zinsen ist daher aktueller und relevanter denn je. Wir sind alle Gewinner des Niedrigzinses, argumentieren manche. Denn wir alle haben davon profitiert, dass die Zentralbanken vor gut zehn Jahren auf die Finanzkrise mit einer Öffnung der geldpoli-



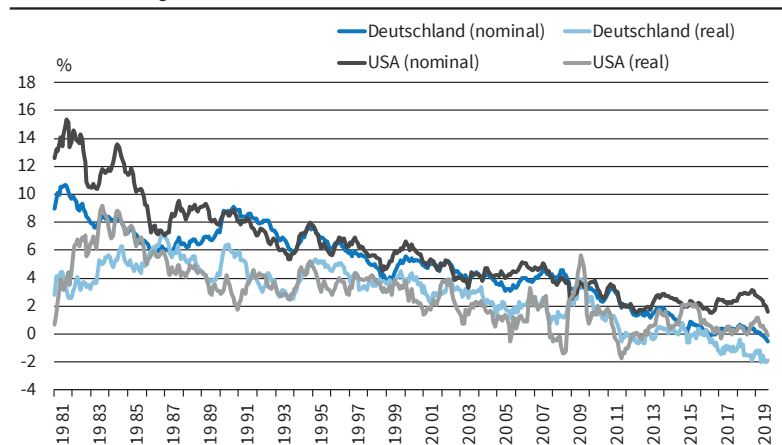
Michael Menhart

* Dr. Michael Menhart ist Chefvolkswirt bei Munich Re.

Abb. 1

Nominale und reale Verzinsung zehnjähriger Staatsanleihen

Januar 1981 bis August 2019



Quelle: Deutsche Bundesbank; Federal Reserve Bank of St. Louis; Berechnungen des Autors.

© ifo Institut

tischen Schleusen reagiert und eine Kernschmelze des Finanzsystems verhindert haben. Es gibt vor allem Verlierer, sagen kritische Stimmen vor allem in Europa: Hätte die EZB nach der Finanzkrise rechtzeitig eine geldpolitische Normalisierung eingeleitet, müssten wir nun nicht mit den Risiken und Nebenwirkungen der Geldpolitik leben. Ein Vergleich der aktuellen Lage mit solch kontrafaktischen Vergangenheitsszenarien bleibt immer ein Stück weit hypothetisch.

Gleichwohl lohnt der Blick auf die wesentlichen Wirkungskanäle niedriger Zinsen, deren Ende nicht absehbar ist, während die Nebenwirkungen immer deutlicher spürbar werden. Relevant sind vor allem folgende Dimensionen: die Auswirkungen auf Konjunktur, Finanzstabilität sowie Verteilung – letzteres vor allem im Hinblick auf die Altersvorsorge.

KONJUNKTURELLE EFFEKTE

Niedrige Zinsen sollen die Konjunktur durch Stimulierung von Kreditvergabe und Investitionen stützen. Und in der Tat ist die Eurozone seit 2013, als die Rezession infolge der Staatsschulden- und Bankenkrise endete, insgesamt schon 25 Quartale lang gewachsen. Die Investitionen waren dabei mit einem Zuwachs von real mehr als 3% pro Jahr ein wesentlicher Treiber. Einen starken Aufschwung erlebte in Deutschland vor allem der Bausektor, der seit 2010 mit real rund 2,0% pro Jahr gewachsen ist. Eine erfreuliche Folge der robusten Konjunktur: Die Arbeitslosenquote in der Eurozone hat sich seit ihrem Höhepunkt im Jahr 2013 bis heute von 12,1% auf 7,4% deutlich reduziert.

Im aktuellen Umfeld wird die Wirkung zusätzlicher geldpolitischer Maßnahmen auf die Konjunktur in der Eurozone, vor allem auf die Investitionen, jedoch sehr begrenzt bleiben: Entweder die Kapazitäten sind ausgelastet (etwa im Bausektor) oder Unternehmen halten sich angesichts zahlreicher

wirtschaftlicher und politischer Unsicherheiten zurück. Zudem ziehen Zinssenkungen in Zeiten handelspolitischer Spannungen den Vorwurf der Währungsmanipulation nach sich. Dadurch können Handelskonflikte weiter befeuert werden, wie die jüngsten Drohungen von US-Präsident Trump gegenüber der EU gezeigt haben.

Es gibt weitere schädliche Nebenwirkungen, die umso höher sind, je länger die Zinsen niedrig bleiben. So werden notwendige Strukturreformen auf nationalstaatlicher Ebene verzögert. Zudem werden

ertragsschwache Unternehmen künstlich am Leben erhalten, und die für Volkswirtschaften essenziellen Marktberichtigungen finden nicht statt.

Die Geldpolitik hat sich immer mehr in ein Dilemma hineinmanövriert: Je länger der Niedrigzins anhält, desto mehr »Zombiefirmen« bleiben im Markt. Je später der Schritt in Richtung Normalisierung, desto größer und schmerzhafter wird die folgende Marktberichtigung. Auch mit Blick auf die z.T. hohe staatliche Schuldenlast in den Mitgliedsländern steht die EZB vor einem Problem, denn spürbar höhere Zinsen wären für einige Staatshaushalte nur schwer zu verkraften.

EFFEKTE AUF DIE FINANZSTABILITÄT

Im Sommer 2012 stand die Europäische Währungsunion vor dem Abgrund. Die Angst vor einer systemischen Bankenkrise stieg. Mario Draghi hat damals durch sein Versprechen »Whatever it takes« – also allein durch ein Signal an die Finanzmärkte, die EZB verfüge über ausreichend Mittel zur Krisenbewältigung – die Lage beruhigt. Selbst wenn Geldpolitik eine stabilisierende Wirkung in außerordentlichen Krisenzeiten hat: Lang anhaltende Niedrigzinsen und ultraexpansive Geldpolitik bringen ihrerseits substantielle Risiken für die Finanzstabilität mit sich. Leidtragende sind nicht zuletzt Banken, deren Geschäftsmodell auf die Probe gestellt wird. Je länger die Phase niedriger Zinsen anhält, desto stärker leidet deren Ertragskraft.

Die größten Risiken lauern am Finanzmarkt: Investoren gehen auf der Suche nach Rendite häufig übermäßige Risiken ein, und es können sich Vermögenspreisblasen entwickeln. Aktienmärkte, Hauspreise und manche Anleihemärkte haben Rekordmarken erreicht. Entsprechend gering sind vielfach die Risikoprämien. Die Bundesbank oder der Internationale Währungsfonds warnen schon seit einigen Jahren vor gestiegener Anfälligkeit im Niedrigzinsumfeld und

dem Risiko fallender Vermögenspreise infolge makroökonomischer oder Finanzmarktschocks.

Auch hier gerät die EZB immer mehr in ein Dilemma: Je länger die Phase niedriger Zinsen anhält, desto gravierender könnten die Folgen steigender Zinsen für das Finanzsystem sein und desto höher wird das Risiko substanzieller Korrekturen bei Vermögenspreisen. Im Ernstfall wären fast alle Wirtschaftsakteure Verlierer des langjährigen Niedrigzinsumfelds.

VERTEILUNGSWIRKUNGEN

»Sparer verlieren, Schuldner gewinnen«, so die naheliegende Verteilungswirkung niedriger Zinsen. In der Tat hat sich der Zinsdienst des bedeutendsten Schuldners unter den Wirtschaftsakteuren, des staatlichen Sektors, massiv reduziert. Gemäß Berechnungen der Bundesbank sparten Bund, Länder und Gemeinden in Deutschland durch den Rückgang der Durchschnittsverzinsung von 4,2% im Jahr 2007 auf 1,5% im Jahr 2018 knapp 370 Mrd. Euro Zinsen. Frankreichs Zinsdienst war um 350 Mrd. Euro geringer, Italien sparte sich immerhin 260 Mrd. Euro.

Die Regierungen sind also in jedem Fall Gewinner. Wie sieht es bei privaten Haushalten und Unternehmen aus? Hier reicht die aggregierte Sicht nicht aus, denn Verteilungswirkungen sind vielfältig. Das Sparbuch wirft nichts mehr ab, aber Immobilienkredite sind günstig. Unternehmen sind Investoren, aber gleichzeitig Kreditnehmer und Anleihe-Schuldner.

Gemäß einer Studie der DZ-Bank haben die deutschen Haushalte im Zeitraum 2010 bis 2018 insgesamt Zinseinbußen in Höhe von 540 Mrd. Euro in Kauf nehmen müssen, denen geringere Zinszahlungen infolge günstigerer Kredite in Höhe von 237 Mrd. Euro gegenüberstehen. Deutschland als »Land der Sparer« mit starker Präferenz für risikoarme festverzinsliche Anlagen ist besonders betroffen. Wer jedoch in andere Vermögenswerte wie Aktien oder Immobilien investiert hat, konnte sich in den letzten Jahren über eine deutlich höhere Rendite freuen.

Zudem reicht der Blick auf den Zins allein nicht aus. Privates Vermögen steigt natürlich durch die Verzinsung bereits vorhandenen Vermögens. Hier wirken niedrige Zinsen klar nachteilig. Aber Vermögen wächst auch durch die Ersparnisbildung aus laufendem Einkommen. Hier spielt die positive Konjunkturentwicklung eine Rolle. So ist in Deutschland das Geldvermögen der privaten Haushalte in den letzten zehn Jahren um 47% auf gut 6,4 Billionen Euro gestiegen, deutlich mehr als in den zehn Jahren zuvor (von 1999 bis 2009 stieg das Geldvermögen von gut 3,4 auf knapp 4,4 Billionen Euro).

Allerdings haben verschiedene Bevölkerungsgruppen unterschiedlich stark von dieser Entwicklung profitiert. So haben vermögendere Haushalte ihr Geld in der Regel stärker in Aktien und Immobilien

angelegt, deren Wert in der Niedrigzinsphase spürbar gestiegen ist.

Ärmere Bevölkerungsschichten in Deutschland hingegen, die über wenig oder gar kein Vermögen verfügen, sind weder durch einen Zinsverlust ihrer Anlagen betroffen noch profitieren sie vom Aktienboom. Oft sind diese Haushalte auch verschuldet und werden somit durch niedrigere Kreditzinsen eher entlastet. Gleichzeitig profitieren sie von niedrigen Zinsen, solange diese die Konjunkturdynamik unterstützen und zu mehr Erwerbstätigkeit und höheren Löhnen führen. Belastend dürften allerdings für diese Bevölkerungsgruppe gestiegene Mieten wirken.

Die breite Mittelschicht in Deutschland hat einen beträchtlichen Teil ihres Vermögens in Sparguthaben und Lebensversicherungen investiert und damit substanzielle Einbußen in den Zinseinnahmen hinnehmen müssen. Allein die Lebensversicherungen machten 2018 einen Anteil von rund einem Sechstel am gesamten Geldvermögen der privaten Haushalte aus.

AUSWIRKUNGEN AUF DIE LEBENSVERSICHERUNG

Die beschriebenen Auswirkungen anhaltend niedriger Zinsen sind vor allem mit Blick auf die Altersvorsorge kritisch. Mag die Schicht besonders vermöglicher Aktien- und Immobilienbesitzer weiterhin entspannt in die Zukunft blicken, für den Rest der privaten Haushalte gilt dies nicht. 50% der deutschen Bevölkerung verfügten im Jahr 2017 über ein Finanzvermögen von 17 000 Euro oder weniger. Für viele davon wird Immobilienbesitz nach der Preisentwicklung der letzten Jahre mehr denn je ein Traum bleiben. Natürlich könnten sie auf einen weiteren Aktienboom hoffen und entsprechend investieren. Aber gerade weil sie oft relativ wenig sparen können, sind sie auch auf sichere, berechenbare Instrumente der Altersvorsorge angewiesen, wie eine private Rentenversicherung.

Das Geschäftsmodell der Lebensversicherer mit besonders langfristigen, sicherheitsorientierten Kapitalanlageportfolien wird durch das Niedrigzinsumfeld massiv auf die Probe gestellt. Gerade Lebensversicherer brauchen eine Kombination aus Sicherheit und Rendite, um ihren Verpflichtungen nachkommen und Altersvorsorge ermöglichen zu können. Die Regulierung fordert von Lebensversicherern, langfristigen Verbindlichkeiten langfristige Anlagen gegenüberzustellen. Aktien oder besonders risikobehaftete Unternehmensanleihen werden von der Aufsicht mit hohen Kapitalanforderungen unterlegt und sind auch keine perfekten Substitute für Staatsanleihen. Lebensversicherer können Staatsanleihen und Papiere von staatsnahen Emittenten nicht umgehen und werden massiv in Mitleidenschaft gezogen, insbesondere bei Produkten mit Zinsgarantien.

Darauf haben die Lebensversicherer in Deutschland schon vor Jahren mit einer Anpassung ihres Pro-

duktangebots reagiert. Kunden haben zwar höhere Renditeaussichten, tragen aber auch ein größeres Kapitalanlagerisiko. Im Ergebnis kann daher private Altersvorsorge in der an sich wünschenswerten Kombination aus hoher Sicherheit und angemessener Rendite nicht mehr angeboten werden.

FAZIT: DIE RISIKEN STEIGEN FÜR ALLE – ABER DIE EZB BRAUCHT UNTERSTÜTZUNG DURCH DIE POLITIK

Die Akteure scheinen sich weltweit an extrem niedrige Zinsen gewöhnt zu haben. Dies gilt vor allem für staatliche und privatwirtschaftliche Schuldner, die sich aktuell als Gewinner des Niedrigzinsumfeldes fühlen dürfen. Auf große Teile der Mittelschicht, die kein nennenswertes Aktien- und Immobilienvermögen haben, trifft dies nicht zu. Es gilt auch nicht für Banken und Versicherungen, deren Geschäftsmodelle herausgefordert werden. Und: Ein Ende der Niedrigzinsphase ist nicht in Sicht.

Wir können die Frage, wie eine wirtschaftliche und konjunkturelle Entwicklung ohne niedrige Zinsen ausgesehen hätte, nicht beantworten. Wir wissen jedoch, dass die Risiken des Niedrigzinsumfeldes für alle steigen, je länger dieses andauert. Dies gilt vor allem für die Finanzstabilität und in der Folge für die realwirtschaftliche Entwicklung. Dies gilt aber auch für die Altersvorsorge breiter Teile der Bevölkerung. Zudem werden strukturelle Probleme in einer Volkswirtschaft durch anhaltend niedrige Zinsen nur überdeckt.

Die EZB wird aus diesem Dilemma nicht allein hinausfinden. Die Mitgliedsländer der Eurozone müssen wieder mehr wirtschaftspolitische Verantwortung übernehmen. Kurzfristig und d.h. vor allem für den Fall, dass sich die Konjunktur weiter eintrüben sollte, stehen fiskalpolitische Instrumente zur Verfügung, wobei natürlich die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen beachtet werden muss. Hier wären im Bedarfsfall die Voraussetzungen in Deutschland günstiger als in manch anderen Euro-Mitgliedsstaaten. Langfristig führt an Strukturmaßnahmen kein Weg vorbei. Nur so lässt sich das Potenzial für mehr Wachstum erhöhen. Und hier gibt es in allen Ländern der Eurozone noch zu etwas tun, auch in Deutschland.

Ansgar Belke und Daniel Gros*** **»Gewinner des QE« im Euroraum? Haben die Anleihen der Peripheriestaaten vom PSPP profitiert?**

IN ALLER KÜRZE

Zwischen 2015 und 2018 wurden im Rahmen des Asset-Kaufprogramms im Euroraum, einem wesentlichen Bestandteil der Niedrigzinspolitik des Europäischen Systems der Zentralbanken (ESZB), ca. 2 000 Milliarden Euro an Staatsanleihen vom Eurosystem aufgekauft. Hat das Public Sector Purchase Programme (PSPP) der Europäischen Zentralbank (EZB) zur Kompression der Risikoaufschläge auf die Staatsanleihen der Peripherie des Euroraums signifikant beigetragen? Und, würden erneute Anleihekäufe die noch bestehenden Risikoaufschläge noch weiter nach unten drücken?

Unsere Analyse zeigt, dass das PSPP das Risiko für private Anleger nicht reduziert, sondern wahrscheinlich eher erhöht (vgl. Belke und Gros 2018; 2019a; 2019b). Private Anleger werden so zu »Verlierern« der Niedrigzinspolitik der EZB. Wir zeigen darüber hinaus, dass die kurzfristig positive Reaktion der Märkte auf die Ankündigung des PSPP nicht von Dauer war. Die Peripherieländer sind somit letztlich nicht in dem Umfang wie intendiert die »Gewinner« aus dieser Maßnahme. Ähnliches sollte man auch von der jüngst vom EZB-Rat in der letzten Sitzung unter Mario Draghi beschlossenen Wiederaufnahme der Anleihekäufe erwarten.

Wir kommen zu diesem Ergebnis, weil das PSPP einen interessanten Sonderfall des »Quantitative Easing« (QE) darstellt und sich in zentralen Aspekten von dem QE in den USA, oder dem zurzeit noch anhaltenden massiven Anleihekaufprogramm in Japan unterscheidet.

Bei einem »klassischen« QE kauft die Zentralbank Anleihen der eigenen Regierung. Diese Anleihen sind für die Zentralbank ohne Risiko. Im Euroraum dagegen kaufen viele verschiedene Nationale Zentralbanken Anleihen, die oft ein erhebliches Risiko darstellen, und müssen dieses Risiko selber tragen.

Der entscheidende Unterschied zum »klassischen« QE liegt darin, dass keine der einzelnen Nationalen Zentralbanken die Politik der EZB bestimmen kann. Insofern ist der Euro, fiskalisch gesehen, für jedes einzelne Land eine »Fremdwährung«. Die Anleihekäufe unter dem PSPP sollten also den gleichen Effekt haben, wie wenn die Zentralbank der

* Prof. Dr. Ansgar Belke ist ad Personam Jean Monnet-Professor für Makroökonomik an der Universität Duisburg-Essen, Research Associate am Centre for European Policy Studies (CEPS), Brüssel und Senior Research Fellow am King's College, London.

** Daniel Gros, Ph.D., ist Direktor des Centre for European Policy Studies (CEPS), Brüssel.

Türkei kurzfristige Depositen in Euro herausgibt, um damit auf Euro lautende Anleihen der eigenen, türkischen Regierung zu kaufen. Man würde wohl kaum erwarten, dass dies zu niedrigeren Risikoaufschlägen führen würde.

Dies mag mit der Beobachtung unvereinbar erscheinen, dass die Risikoaufschläge für periphere Anleihen mit der *Ankündigung* des PSPP gesunken sind. Dies war aber nur ein vorübergehendes Phänomen. Nach Anfang der Käufe im März 2015 stiegen die Aufschläge wieder, obwohl dies nicht der Fall sein sollte. Denn langfristige Zinsen sollten einem Zufallsprozess (»Random Walk«) folgen. Unsere ökonometrischen Tests zeigen aber, dass die Risikoaufschläge für periphere Anleihen tatsächlich keinem Zufallsprozess folgten – im Gegensatz zu dem, was in den üblichen Event-Studien angenommen wird. Die Ankündigungen des PSPP hat auch die Stochastik dieser Risikoprämien nicht verändert. Es gibt also keinen Grund, die Reaktion der Märkte auf die Ankündigung des PSPP als dauerhaft zu betrachten.

Das gleiche sollte wohl auch für die beschlossene Wiederaufnahme des PSPP im Euroraum gelten.

EINFÜHRUNG

Im Laufe des letzten Jahrzehnts begannen viele Zentralbanken mit großen Asset-Käufen, um weitere geldpolitische Impulse zu geben, während ihre Leitzinsen bereits an der unteren Grenze von null lagen. Die Federal Reserve war die erste, die umfangreiche Käufe von Schuldtiteln (am Anfang Papiere der staatlichen Hypothekenversicherer, dann Staatsanleihen) tätigte, die letztendlich über 20% des BIP ausmachten. Der Start des US-QE erfolgte 2008/2009, als die Marktvolatilität nahe an einem Höchststand lag. Ein Ziel der Federal Reserve war damals, die Märkte zu beruhigen.

Das große Ankaufprogramm der EZB für Staatsanleihen, das sogenannte Public Sector Purchase Programme (PSPP), war von vergleichbarer Größe (in % des BIP), begann aber viel später (Anfang 2015), als sich die Märkte wieder beruhigt hatten. A priori stellt das PSPP somit ein viel besseres Maß für die reinen »geldpolitischen« Auswirkungen des Kaufs von Staatsanleihen dar. Das PSPP ist der Hauptteil eines größeren Programms zum Ankauf von Vermögenswerten, das die EZB APP (Asset Purchase Programme) nennt. Unter dem APP werden auch kleinere Mengen an privaten Anleihen und anderen Wertpapieren gekauft. Wir konzentrieren uns hier auf das Hauptprogramm, das PSPP, das Käufe von Staatsanleihen regelt. Nur Käufe von Staatsanleihen gelten unter Ökonomen strenggenommen als QE.

Das Anleihekaufprogramm im Euroraum stellt aber einen interessanten Sonderfall dar: a) unter dem PSPP wurden auch risikoreiche Vermögens-

werte, nämlich die Anleihen von fiskalisch angespannten Regierungen des Euroraums gekauft, und b) die Anleihekäufe wurden hauptsächlich von den Nationalen Zentralbanken des Euroraums und auf eigenes Risiko durchgeführt.

Nach unserem Kenntnisstand ist unsere Studie die erste Bewertung des PSPP, die beide dieser zwei Besonderheiten des Quantitative Easing (QE) im Euroraum ausreichend berücksichtigt.

Der zweite Aspekt des oben erwähnten PSPP ist entscheidend (und wird oft übersehen). Die Beschreibung des PSPP als »die EZB kauft Hunderte von Milliarden Staatsanleihen« ist nicht korrekt. Der EZB-Rat bestimmt die Geldpolitik, aber seine Entscheidungen werden hauptsächlich von den einzelnen Nationalen Zentralbanken der Mitgliedsländer des Euro-Währungsgebiets ausgeführt.

Normalerweise spielt es keine Rolle, welche Nationale Zentralbank eine bestimmte Operation durchführt, da die Ergebnisse in die Gesamtbilanz des Eurosystems gebündelt werden. Ähnlich verhält es sich in den USA, wo die vom Federal Reserve Board beschlossenen Operationen hauptsächlich vom Schreibtisch der Reserve Bank of New York durchgeführt werden. Die Ergebnisse dieser Vorgänge werden jedoch im Gesamtsystem zusammengefasst.

Der Kernpunkt des QE im Euroraum ist, dass dieses Pooling nicht für das Programm zum Kauf von Staatsanleihen (PSPP) gilt. Dazu wurde jede Nationale Zentralbank gehalten, nur die Anleihen ihrer eigenen Regierung zu kaufen. So hat die Banca d'Italia nur italienische Staatsanleihen und die Bundesbank nur Bundesanleihen gekauft.

Streng genommen sollte man außerdem zwischen dem »Eurosystem« und der EZB unterscheiden. Das Eurosystem besteht aus der juristischen Person EZB und den teilnehmenden Nationalen Zentralbanken. Die EZB selbst hat ihre eigene, separate Bilanz. Aber das Beschlussorgan der EZB (der EZB-Rat) entscheidet für das gesamte Eurosystem. Ein kleiner Teil des PSPP (ca. 12 %) waren Käufe der EZB von Anleihen multilateral Institutionen (ESM, EIB etc.). Über diesen Teil des PSPP wird jedoch selten berichtet.

Die EZB-Kommunikation hat die Unterscheidung zwischen EZB und Eurosystem stets sorgfältig beachtet. Die Berichterstattung in der Finanzpresse verlief jedoch weitgehend nach dem Motto »Die EZB kauft xxx Milliarden Staatsanleihen«.

Die empirische Literatur über die Auswirkungen der QE im Euroraum hat die Folgen der fehlenden Teilung des Risikos von PSPP-Operationen im Eurosystem im Allgemeinen ignoriert. Aus rein geldpolitischer Sicht sollte dies tatsächlich irrelevant sein, aber nur wenn die Anleihen aller Staaten des Euroraums risikofrei wären. Dies war und ist jedoch nicht der Fall.

Zu Beginn des PSPP (2014/2015) wurden die Staatsanleihen mehrerer Länder, z.B. hauptsächlich



Ansgar Belke



Daniel Gros

Portugal, Spanien und Italien (Griechenland nahm nicht am PSPP teil) mit erheblichen Risikoaufschlägen gegenüber deutschen Anleihen, die in der Regel als risikofreie Benchmark gelten (vgl. Abb. 1) gehandelt. Diese Spreads können nur als Erwartungen interpretiert werden, dass diese Regierungen irgendwann in der Zukunft ausfallen könnten.

Sollte eine Regierung im Euroraum auf ihre Anleihen ausfallen, wird der Mangel an Pooling relevant. Wäre der PSPP nach den Regeln für normale geldpolitische Geschäfte durchgeführt worden, wäre der daraus resultierende Verlust vom gesamten Eurosystem zu tragen. Dies gilt jedoch nicht nach den Regeln des PSPP.

Unter dem PSPP hätte eine Nationale Zentralbank die Folgen der Insolvenz der eigenen Regierung selbst zu tragen. Aber eine Nationale Zentralbank ist Teil des (nationalen) öffentlichen Sektors. Ein Ausfall des Staats auf die eigene Nationalbank stellt lediglich eine Übertragung innerhalb des öffentlichen Sektors dar, ändert aber nichts an der Nettoverschuldung des Staates – zumindest solange die Zentralbank nicht ihrerseits auf ihre Verbindlichkeiten ausfallen kann.

In einem Land mit eigener Währung könnte die Zentralbank durch die Schaffung von Inflation eine Verringerung des realen Wertes der Staatsverschuldung bewirken. Aber dieser Fluchtweg ist innerhalb des Euroraums nicht möglich. Euroschulden sind fiskalisch gesehen wie Auslandsschulden zu behandeln.

Die Schlüsselfrage ist daher, wie der Kauf von Staatsanleihen durch die eigene (nationale) Zentralbank die Erwartungen eines Ausfalls und damit den Risikoaufschlag verändert. Einfache Intuition legt nahe, dass das Risiko für Investoren tatsächlich steigen könnte, wenn eine Nationale Zentralbank die langfristigen Anleihen ihrer eigenen Regierung kauft (und kurzfristige Einlagen emittiert). Im Falle einer Insolvenz des Staates müssen die verbleibenden Inhaber der Anleihen einen Verlust akzeptieren. Je weniger Anleihen noch in privater Hand verbleiben, desto höher wäre dieser Verlust. Natürlich könnte das PSPP auch zu niedrigeren Risikozuschlägen führen, wenn es die Wahrscheinlichkeit eines Ausfalls verringert, zum Beispiel dadurch, dass eine Liquiditätskrise unwahrscheinlicher wird, wenn die Nationale Zentralbank einen großen Teil der Staatsschulden hält.

Wir stellen beide Mechanismen in einem integrierten theoretischen Modell dar und stellen fest, dass der Kauf von Zentralbankanleihen (im Euroraum) die Risikozuschläge erhöhen oder zumindest variabler machen dürfte.

Das theoretische Argument, dass der Anleihekauf durch die Nationalen Zentralbanken die Risikozuschläge tatsächlich *erhöhen* könnte, scheint schwer mit der Erkenntnis vieler Studien vereinbar zu sein, dass die *Ankündigung* des PSPP zu einer erheb-

lichen Reduzierung der Risikozuschläge geführt hat. Wir diskutieren daher und überprüfen mit ökonometrischen Verfahren, ob die an den Ankündigungsterminen des PSPP (»Interventionen«) beobachteten Auswirkungen auf die Spreads als vorübergehend oder dauerhaft anzusehen sind.

Die Berücksichtigung der Risikozuschläge im Rahmen des PSPP ist nicht nur eine marginale Kuriosität. Die empirische Literatur hat in der Regel festgestellt, dass die Auswirkungen der Ankündigung des PSPP auf risikolose Zinssätze, wie längerfristige deutsche Zinssätze oder auf Swapsätze gering waren und sich statistisch oft nicht wesentlich von null unterschieden. Die Ankündigungseffekte des PSPP auf die drei oben genannten Länder mit den höchsten Risikoprämien waren um ein vielfaches größer. Diese drei Länder machen etwa ein Drittel des BIP des Euroraums aus. Der Gesamteffekt des PSPP auf die durchschnittlichen Zinssätze des Euroraums ist somit weitgehend auf die Entwicklung dieser Risikozuschläge zurückzuführen.

Unsere Studie gibt einen Überblick über die Art und Weise, wie das PSPP angekündigt und umgesetzt wurde. Sie stellt auch ein anschauliches Modell der Faktoren dar, die die Risikozuschläge auf Staatsanleihen beeinflussen sollen. Es werden dann die Zeitreiheneigenschaften der Risikozuschläge diskutiert, um zu prüfen, ob die ersten Ankündigungseffekte als dauerhaft anzusehen sind.

EVENT-STUDIEN ZUM QE IM EURORAUM: EIN KURZER ÜBERBLICK

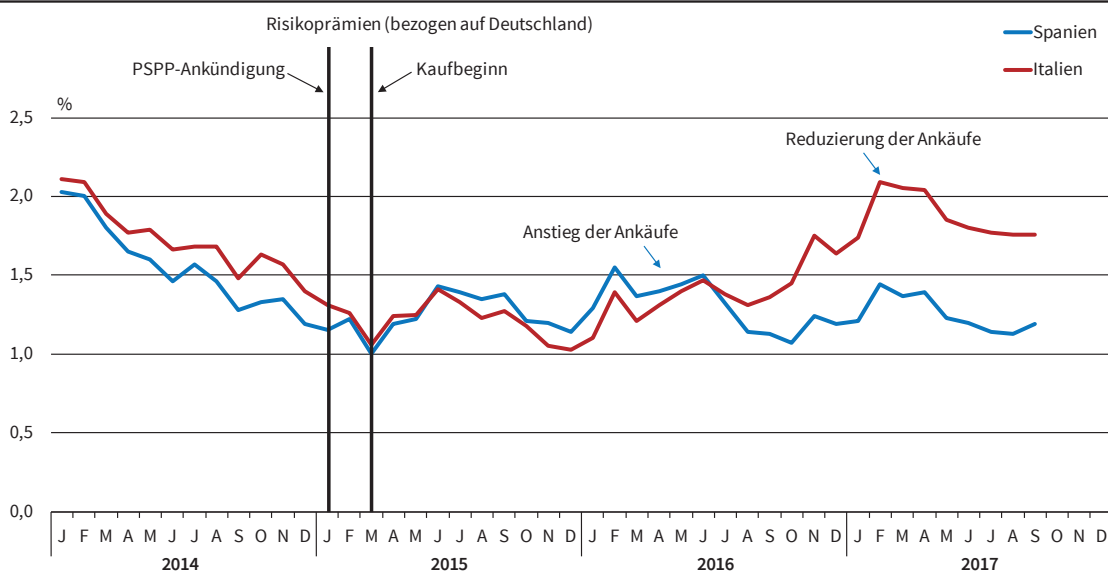
Die meisten Belege für die Effektivität von Anleihekäufen durch Zentralbanken, allgemein als QE bezeichnet, stammen aus sogenannten Eventstudien. Diese Studien untersuchen Zinsänderungen zu den Zeitpunkten, zu denen die Zentralbanken ihre Absicht bekunden, große Mengen an Staatsanleihen zu kaufen. Es gibt eine große Anzahl dieser Studien (vgl. stellvertretend Altavilla et al. 2015, für einen umfassenden Überblick vgl. Bhattarai und Neely 2016).

Die Methodik der Event-Studie ist im Prinzip leicht zu verstehen. Es wird davon ausgegangen, dass die langfristigen Zinssätze einem zufälligen Verlauf folgen. Dies bedeutet, dass jede Änderung, die an den Ankündigungsterminen beobachtet wird, eine Überraschung darstellt, die auf den Ankündigungseffekt selbst zurückzuführen ist.

Event-Studien über das QE im Euroraum stehen vor dem Problem, dass die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB in großem Umfang Staatsanleihen kauft, lange Zeit diskutiert wurde, während die Inflation unter dem Ziel der EZB von »nahe, aber unter 2%« blieb. In den USA hingegen war die erste Ankündigung großer Asset-Käufe eine Neuerung. Die Reden und Ankündigungen vom November/Dezember 2008 führten sehr schnell zu einer konkreten Entschei-

Abb. 1

Risikoaufschläge auf zehnjährige italienische und spanische Anleihen



Quelle: Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

ding. Die Daten, an denen die Märkte über das erste »Large Scale Asset Purchase Programme« informiert wurden, können so mit hinreichender Genauigkeit bestimmt werden.

Bis 2014 waren die Erfahrungen der USA (und anderer Länder wie Großbritannien) bekannt und wurden von vielen als Beispiel genommen. Im Euro-Raum hatten sich die Erwartungen, dass in der zweiten Jahreshälfte 2014 bei sinkenden Inflations- und Inflationserwartungen große Vermögenskäufe stattfinden würden, allmählich erhöht. Die Entscheidungen vom November/Dezember 2014 stellten somit eine wesentlich geringere Überraschung dar als die der Federal Reserve sechs Jahre zuvor.

Im Gegensatz zu Studien über QE in den USA verwenden die meisten Studien des PSPP daher eine Reihe von Ankündigungsdaten, wobei die in diesen Tagen beobachteten kumulativen Veränderungen als »Ankündigungseffekt« betrachtet werden. Die genaue Wahl dieser Daten ist etwas willkürlich, da die Hinweise auf die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB letztendlich Staatsanleihen kaufen würde, nicht immer klar sind.

Wir akzeptieren in unserer Studie die 17 Tage der wichtigsten EZB Studie zu diesem Thema (vgl. Altavilla et al. 2015). Andere Studien verwenden etwas andere Daten, kommen aber zu ähnlichen Ergebnissen.

Altavilla et al. (2015) untersuchen die Entwicklung der Renditen von Staatsanleihen ausgewählter Volkswirtschaften des Euroraums um die APP-Ereignisdaten herum. Sie finden, wie auch andere Studien, dass große und signifikante Ankündigungseffekte nur bei den risikoreicheren Anleihen wie die von Italien und Spanien beobachtet werden. Die deutschen und französischen

Zinssätze sowie die Swapsätze bewegten sich an diesen Ankündigungstagen nur wenig. Der Einfluss des PSPP auf die Risikozuschläge ist daher entscheidend für die Beurteilung der Gesamtwirksamkeit des PSPP.

Der Ansatz der Event-Studie deutet daher auf einen starken negativen Einfluss des PSPP auf die Risikozuschläge hin. Dem Beginn der eigentlichen Anleihekäufe (März 2015) folgte jedoch ein Anstieg der Zinsen und Spreads. Dies geht aus der Abbildung 1 hervor, die den Risikoaufschlag auf zehnjährige italienische und spanische Anleihen (d.h. deren jeweilige Rendite abzüglich des Zinssatzes auf zehnjährige deutsche Anleihen) darstellt. Heute im Juli 2019 liegen die Aufschläge für Spanien noch unter dem Tiefpunkt von Anfang 2015, die von Italien sind aber wesentlich höher.

Es ist offensichtlich, dass diese Spreads um den Zeitpunkt der Ankündigung herum gesunken sind. Dieser Rückgang wurde in den wenigen Monaten nach Beginn der eigentlichen Käufe am 9. März 2015 aber wieder vollständig wettgemacht. Dieser anschließende Rebound ist für Event-Studien irrelevant, da die Random-Walk-Hypothese impliziert, dass der Ankündigungseffekt dauerhaft ist. Der anschließende Anstieg der Spreads wird implizit auf das zufällige Auftreten exogener Ereignisse zurückgeführt (vgl. Bhattacharai und Neely 2016).

In unserer Studie analysieren wir die Random-Walk-Hypothese für die Risikostreuung ökonomisch und zeigen, dass diese These nicht mit der tatsächlichen Marktentwicklung vereinbar ist. Im Jahr 2012 wurde in der EU das »Short covering« von Staatsanleihen verboten. Dies könnte der Grund sein, warum die Märkte nicht »effizient« waren. Eine anfängliche Überreaktion an den von

Event-Studien verwendeten QE-Ankündigungstagen konnte nicht von Hedge Funds oder anderen besser informierten Anlegern durch Leerverkäufe verhindert werden.

Unser Beitrag konzentriert sich auf die fiskalischen Aspekte des PSPP. Dies soll nicht heißen, dass das PSPP für die Länder, die üblicherweise als risikolos betrachtet werden, das PSPP wie ein »normales« QE betrachtet werden kann. Die übliche Begründung, warum QE die Renditen senken sollten, ist, dass diese Käufe das Angebot an Anleihen verringern, die Anlegern mit einem »Preferred habitat« zur Verfügung stehen, d.h. Investoren, die diese Art von Wertpapieren aus nicht-finanziellen Gründen halten wollen (vgl. Woodford 2012). Die Tatsache, dass Staatsanleihen nach bank- (und versicherungsrechtlichen) Vorschriften als risikofrei eingestuft werden, und die Tatsache, dass Banken Staatsanleihen aufgrund aufsichtsrechtlicher Liquiditätsanforderungen halten müssen, sind zwei Beispiele dafür, warum es eine bevorzugte »Preferred-habitat«-Nachfrage nach Staatsanleihen geben könnte. Wie stark der Portfolio Balance-Effekt im Euroraum ist aber nicht unser Thema.

RISIKOZUSCHLÄGE UND BESTÄNDE DER ZENTRALBANKEN AN STAATSSCHULDEN IM EURORAUM: EIN MODELL

Wir betrachten nun den Fall eines Euro-Mitgliedslands, dessen Staatsverschuldung in Form von langfristigen Anleihen besteht. Diese Verschuldung wird jedoch am Markt mit einem Abschlag auf die als risikofrei angesehene deutsche Verschuldung (Bundesanleihen) gehandelt. Dieser Abschlag kann, wie in der Bankenwelt üblich, als eine Funktion der Ausfallwahrscheinlichkeit (»Probability of default«) und des Verlusts bei Ausfall (»Loss given default«) dargestellt werden.

Ausfallwahrscheinlichkeit

Wir sehen zwei Gründe, warum eine Regierung insolvent werden könnte:

1. Überschuldung
2. Liquiditätsengpass

Zu 1. Eine Überschuldung kann immer erst im Nachhinein festgestellt werden. Ex ante bleibt es lange unsicher, ob eine Regierung ihre Schulden bedienen kann. Die (subjektive) Wahrscheinlichkeit hängt sowohl von den Fundamentaldaten des Landes ab (dem Schulden/BIP-Verhältnis, der Wachstumsrate etc.) als auch von politischen Faktoren (Stabilität der Regierung).

Zu 2. Eine Liquiditätskrise kann auch dann eintreten, wenn Überschuldung gegeben ist, aber es der Regierung nicht gelingt, fällig werdende An-

leihen und ein etwaiges laufendes Defizit zu refinanzieren.

Wie verändert sich die Ausfallwahrscheinlichkeit, wenn die Zentralbank mehr Staatsschulden hält? Eine etwaige Überschuldung wird davon nicht berührt. Aber ein hoher Zentralbankbestand an Staatsanleihen verringert anteilig den Betrag, der in jeder Periode refinanziert werden muss, und sollte somit das Liquiditätsrisiko anteilig verringern.

Verlust bei Ausfall

Der zweite wichtige Treiber des Risikoaufschlags betrifft die Verluste, mit denen Investoren rechnen müssen, wenn der Staat ausfällt. Wir gehen davon aus, dass im Falle einer Insolvenz die gesamte Staatsverschuldung um einen gewissen Prozentsatz reduziert werden muss, damit der Staat mit einem niedrigeren Schuldenstand von vorne beginnen kann.

Der entscheidende Punkt ist nun der folgende. Nehmen wir an, dass im Falle einer Insolvenz die Staatsschulden auf die Hälfte reduziert werden sollen. Normalerweise bedeutet dies, dass in diesem Fall die Anleger die Hälfte (des Nennwerts) verlieren. Wenn aber die Zentralbank schon ein Drittel der Staatsanleihen hält, kann die Staatsschuld nur halbiert werden, wenn die (verbleibenden) Privatanleger einen Verlust von zwei Drittel akzeptieren. Sollte die Zentralbank die Hälfte der Staatsschuld halten, müssten die Privatanleger einen Totalverlust hinnehmen.

Höhere Bestände von Staatsanleihen (der eigenen Regierung) erhöhen also den »Loss given default«, denn die Verbindlichkeiten der Zentralbank werden auch bei einem Zahlungsausfall des Staates nicht abgeschrieben (solange das Land im Euro-Raum bleibt).

Wir argumentieren auch, dass Staatsanleihen, die von den Geschäftsbanken gehalten werden, einen ähnlichen Effekt haben, wie man im Fall von Griechenland beobachten konnte.

»Risk spread« auf Staatsanleihen als Kombination aus Ausfallwahrscheinlichkeit und Verlust bei Ausfall

Diese beiden Einzelfaktoren können kombiniert werden, um den erwarteten Verlust zu berechnen, der für einen risikoneutralen Investor gleich dem »Risk spread« sein sollte. Der erwartete Verlust entspricht dem Produkt aus Ausfallwahrscheinlichkeit und Verlust bei Ausfall.

Unser Modell beinhaltet, dass sich bei Liquiditätsproblemen zwei Effekte gegenseitig kompensieren: Höhere Bestände an Staatsschulden bei der Zentralbank verringern das Risiko, aber erhöhen den Verlust im Ernstfall. Für ein Land,

für die Liquidität das größte Problem darstellt (Spanien?), sollte das PSPP also neutral sein.

Dagegen führen bei potenziellen Überschuldungsproblemen höhere Bestände an Staatsschulden bei der Zentralbank nicht zu einer geringeren Wahrscheinlichkeit des Ernstfalls und der zweite Effekt, der höheren »Loss given default« überwiegt. Für ein Land mit Überschuldungsproblemen (Italien?) sollte das PSPP also zu höheren Risikoaufschlägen führen.

SCHLUSSBEMERKUNGEN

Die weltweit anhaltende Schwäche der Inflation stellt die Zentralbanken in den großen Industrieländern vor die Frage, was jetzt zu tun ist. Das Problem ist für die EZB besonders akut, die ihr Programm zum Kauf von Staatsanleihen (PSPP) zum Januar 2019 beendet hatte, obwohl die risikofreien Zinssätze (und die erwarteten Inflationsraten) im Euroraum etwa auf dem gleichen Niveau lagen wie zu Beginn des Kaufs von Staatsanleihen durch die EZB. Jetzt stand die EZB vor der Frage, ob sie das PSPP wieder aktivieren soll, und hat sich letztlich dafür entschieden.

Unser Modell zeigt, dass das PSPP wenig für die Risikoprämien im Euroraum bewirken kann. Für ein Land mit Überschuldungsproblemen könnte das PSPP sogar kontraproduktiv sein. Dagegen steht die Erfahrung, dass 2014/2015 die *Ankündigung* vom PSPP mit niedrigeren Risikoaufschlägen einherging. Was jedoch oft vergessen wird: Diese Spreads stiegen nach Beginn der Anleihekäufe im März 2015 rasch wieder an.

Unsere Erklärung dafür ist einfach: Das Anleihekaufprogramm der EZB könnte bei der Ankündigung zwar die Zinsen gesenkt haben; aber diese Auswirkungen waren nur vorübergehend. Die Daten lehnen die Random-Walk-Hypothese, die für Eventstudien zur Messung einer permanenten Wirkung notwendig ist, entschieden ab. Unsere Erklärung für diesen scheinbaren Widerspruch: Die Ankündigung des Anleihekaufprogramms im Euroraum hätte die Spreads senken können, da erwartet wurde, dass dies wie in den USA zu wesentlich niedrigeren risikofreien Zinsen führen würde. Bei gleichbleibendem Risikoaufschlag hätte auch die Peripherie profitiert. Aber die deutschen Zinsen wurden nicht wesentlich von der Ankündigung des PSPP beeinflusst (und stiegen nach Implementierung). Das Resultat war, dass in den Fällen, in denen die Risikoprämie auf potenziellen Liquiditätsproblemen beruhte (Spanien, Portugal), die Anleihekäufe unter der Ägide des PSPP eher einen neutralen bis positiven Einfluss hatten. Im Falle von Italien aber, wo ein Überschuldungsproblem nicht ausgeschlossen werden kann, dürfte das PSPP nicht geholfen haben. Die Peripherieländer waren folglich unzweifelhaft nicht in dem Umfang

»Gewinner« der Niedrigzinspolitik der EZB wie intendiert.

Was bedeutet unser Ansatz für die jetzige Situation? Die neu beschlossenen weiteren Anleihekäufe unter einem erweiterten PSPP werden in einigen Fällen einen marginal positiven Einfluss auf die verbleibenden Risikoprämien im Euroraum haben. Aber dort, wo ein Überschuldungsproblem schnell wieder aufflackern könnte, würden weitere Anleihekäufe der Nationalen Zentralbank wohl eher kontraproduktiv sein und möglicherweise sogar »Verlierer« erzeugen.

Die EZB dürfte den Anteil der von ihr gehaltenen Staatsanleihen in den nächsten Jahren weiter hochfahren und danach nicht mehr deutlich verringern, ohne dass die Staatsanleihen der Peripheriestaaten davon bedeutend profitieren (»keine Gewinner«). Die Notenbankbilanzsummen werden aufgebläht bleiben. Die Renditen der meisten Bundesanleihen werden dabei noch lange im negativen Bereich liegen (vgl. Bank of England 2015). Auf der verzweifelten Suche nach Erträgen (»Finanzielle Repression«, vgl. Belke und Keil 2013) werden die Anleger die Preise von Immobilien und anderer Assets weiter nach oben treiben (Vermögenspreisinflation) mit der entsprechenden Erzeugung von »Gewinnern« und »Verlierern« der Niedrigzinspolitik. Die glaubwürdigste »Lösung« des hier skizzierten Problems wäre die De-Aktivierung des neuen Anleihekaufprogramms der EZB.

LITERATUR

- Altavilla, C., G. Carboni und R. Motto (2015), »Asset purchase programmes and financial markets: Lessons from the Euro area«, ECB Working Paper 1864, European Central Bank, Frankfurt/Main, November.
- Bank of England (2015), »Secular drivers of the global real interest rate«, Bank of England, Staff Working Paper Nr. 571, Dezember.
- Belke, A. und D. Gros (2018), »Event studies and the random walk hypothesis: Why the end of bond buying by the ECB is a non-event«, *VoxEU*, CEPR Policy Portal, London, verfügbar unter <https://voxeu.org/content/event-studies-and-random-walk-hypothesis-why-end-bond-buying-ecb-non-event>.
- Belke, A. und D. Gros (2019a), »QE in the euro area: has the PSPP benefited peripheral bonds?«, CEPS Working Document 2019/01, Centre for European Policy Studies, Brussels, März.
- Belke, A. und D. Gros (2019b), »Peripherie-Staatsanleihen profitieren nicht vom PSPP«, Aus der Kapitalmarktforschung, *Börsenzeitung*, 11. Oktober, 7.
- Belke, A. und J. Keil (2013), »Niedrigzinsfalle: Die Gefahr der finanziellen Repression«, *DIW Vierteljahreshefte zur Wirtschaftsforschung* 82(2), 113–125.
- Bhattarai, S. und C. J. Neely (2016), »An Analysis of the Literature on International Unconventional Monetary Policy«, Working Paper 2016-021C, Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis.
- Woodford, M. (2012), »Methods of policy accommodation at the interest-rate lower bound«, revised draft of a paper presented at the Federal Reserve Bank of Kansas City Symposium on »The Changing Policy Landscape«, Jackson Hole, Wyoming, 31. August 2012.

Martin T. Braml und Marina Steininger

Verschenkter Wohlstand? Handelseffekte der chinesischen Yuan-Abwertung

Die jüngste Abwertung der chinesischen Währung als Folge des andauernden Handelsstreits mit den USA hat auch Auswirkungen auf Europa. Dieser Beitrag untersucht unter Annahme einer Normalreaktion der chinesischen Leistungsbilanz die Handelseffekte einer 10%igen und 20%igen Yuan-Abwertung im Rahmen des ifo-Handelsmodells. Neben gewöhnlichen Handelsumlenkungseffekten profitieren Deutschland und Europa im sino-amerikanischen Handelsstreit auch über einen zweiten Kanal: die Abwertung des Yuan, die chinesische Waren für hiesige Konsumenten verbilligt. In einem realistischen Szenario erwarten wir für die deutsche Volkswirtschaft Realeinkommensgewinne i.H.v. 413 bis 499 Mio. Euro. Für die restliche EU (ohne Deutschland) belaufen sich die Einkommenszuwächse auf 1,9 bis 2,8 Mrd. Euro. Die Abwertung geht mit Einkommensverlusten für die chinesische Volkswirtschaft einher und senkt gleichzeitig die Kosten des Handelsstreits für die USA.

Der seit der Wahl Donald Trumps zum US-Präsidenten andauernde Handelskonflikt zwischen den USA und der VR China erreicht mit der Abwertung der chinesischen Währung Renminbi-Yuan¹ am 5. August 2019 eine neue Dimension. Während die chinesische Zentralbank die Abwertung mit gewöhnlichen Marktbewegungen, ausgelöst durch neu von den USA angekündigte Zölle, erklärte, erneuerte Präsident Trump seine Anschuldigung der »Währungsmanipulation« gegenüber China (vgl. *Xinhua* 2019).² Die Abwertung wurde gemeinhin als Antwort auf die angekündigten US-Zölle auf sämtliche chinesische Importe interpretiert (vgl. *Bloomberg* 2019).

YUAN- ABWERTUNG ALS FORTFÜHRUNG DES HANDELSKRIEGS?

Der Frage der Währungsmanipulation soll im Folgenden nicht weiter nachgegangen werden; es ist jedenfalls zu konstatieren, dass der Yuan seit Beginn des Jahres 2018 drei Phasen der Abwertung erlebte (vgl. Abb. 1): Zwischen Juni und August 2018, Anfang Mai 2019 und in der ersten Augushälfte 2019. Insbesondere den beiden sprunghaften Abwertungen im Jahr 2019 gingen jeweils Ankündigungen neuer US-Importzölle auf chinesische Waren voraus, wie ein Vergleich mit dem Handelskrieg-Zeitstrahl des Peterson

Institutes zeigt (vgl. Bown und Kolb 2019). Ferner weisen Marktbeobachter darauf hin, dass die chinesische Zentralbank zuletzt den Yuan-Kurs mit Stützungskäufen sogar verteuerte, was dem Vorwurf der Unterbewertung diametral entgegensteht (vgl. *WirtschaftsWoche* 2019). Auch der IWF sieht keine Anzeichen für eine Währungsmanipulation im Sinne eines künstlich niedrig gehaltenen Wechselkurses (vgl. Daniel und Yan 2019).

Abbildung 2 zeigt die bilateralen Leistungsbilanzpositionen der USA mit China. Das hohe US-Defizit in Höhe von etwa 2% der Wirtschaftsleistung ist nicht nur Stein des Anstoßes für das Entstehen des Handelskriegs seitens der USA; es spiegelt auch wider, in welchem Maße beide Seiten zu Zollgegenschlägen ausholen können. Das Güterhandelsdefizit der USA i.H.v. rund 400 Mrd. US-Dollar im Jahr 2018 bedeutet, dass die USA in dieser Höhe mehr chinesische Waren mit Sonderzöllen belegen können als umgekehrt. Aus diesem Grund ist es naheliegend, dass China die Yuan-Abwertung als Druckmittel im Handelsstreit in Ermangelung anderer Alternativen einsetzt. Der *Economist* spricht hierbei verweisend auf den preußischen Militärtheoretiker Carl von Clausewitz von einer »Fortführung der Handelspolitik unter Einbeziehung anderer Mittel« (*The Economist* 2019). Der aktuelle Kurs von 7,1 Yuan je Dollar ist jedenfalls rund 13% niedriger als das Zweijahreshoch im Frühjahr 2018. Damit können über den Wechselkurskanal Zollaufschläge dergestalt kompensiert werden, dass chinesische Waren auf dem

¹ Im Folgenden der Einfachheit halber »Yuan« bezeichnet.

² Siehe folgenden Tweet vom 5. August 2019: <https://twitter.com/realdonaldtrump/status/1158350120649408513>, aufgerufen am 17. September 2019.

Abb. 1
Wechselkurs CNY/US-Dollar
2018–2019



^a Wechselkurs, wöchentlich.
Quelle: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2019; Darstellung der Autoren. © ifo Institut

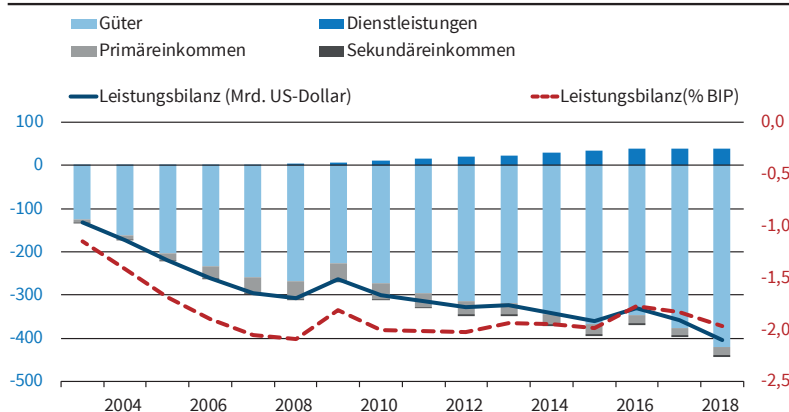
US-Markt trotz zusätzlicher Zollbelastung nicht ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit verlieren. Der Preis für das Halten von Marktanteilen ist allerdings hoch, denn eine direkt proportionale Abwertung des Yuan zu US-Sonderzöllen bedeutet, dass die Zollinzidenz vollständig bei chinesischen Produzenten und nicht bei amerikanischen Konsumenten liegt. Eine höhere Zollinzidenz für China finden auch Zoller-Rydzek und Felbermayr (2018), quantifiziert durch ein reales Handelsmodell, wohingegen Amiti et al. (2019) und Fajgelbaum et al. (2019) empirisch vor allem steigende US-Konsumentenpreise und damit eine heimische Zollinzidenz nachweisen. Alle drei Untersuchungen beziehen sich aber auf einen Zeitraum vor 2019 bzw. lassen den Wechselkurskanal unberücksichtigt. Abgesehen von der wohlfahrtstheoretischen Betrachtung könnte durch die Yuan-Abwertung ein weiteres Auseinanderklaffen der US-Handelsbilanz mit China – abhängig von den jeweiligen Import-Nachfrage- und Export-Angebotselastizitäten – bewirken. Dieser nicht intendierte Nebeneffekt der US-Handels-

politik entbehrt nicht jeder Ironie, ist doch das Ziel gerade die Verringerung des bilateralen Defizits. Der offensichtliche Unterschied zwischen Zollaufschlägen und simultanen Währungsabwertungen besteht allerdings darin, dass letztere *erga omnes*, also gegenüber allen Handelspartnern, wirken, während die US-Zölle unter Missachtung des WTO-rechtlich verankerten Meistbegünstigungsgrundsatzes *inter partes*, also nur gegenüber China, gelten. Damit geht einher, dass China seine Terms-of-Trade gegenüber der gesamten Welt verschlechtert. Diese Effekte des sino-amerikanischen Handelskonflikts für Drittstaaten gehen über die Dimension gewöhnlicher Handelsumlenkungen hinaus und sind Gegenstand nachfolgender Überlegungen und Berechnungen.

REAKTION DER CHINESISCHEN LEISTUNGSBILANZ

Der Saldo der chinesischen Leistungsbilanz ist über die vergangene Dekade stark gefallen (vgl. Abb. 3). Der Überschuss von 10% gemessen an der Wirtschaftsleistung fiel auf 0,4% im Jahr 2018. Somit ist sie aktuell beinahe ausgeglichen. Der IWF prognostiziert sogar Leistungsbilanzdefizite für die nahe Zukunft. Üblicherweise wird angenommen, dass Handelspolitik (z.B. Zölle) den Saldo der Leistungsbilanz weitestgehend unberührt lässt, da mit ihr keine Veränderung der nationalen Spar- und Investitionsentscheidungen einhergeht.³ Die Dinge liegen etwas anders bei den Effekten der Wechselkurspolitik. Unter Gültigkeit der Marshall-Lerner-Bedingung führt beispielsweise eine Währungsabwertung bei ausgeglichener Leistungsbilanz *ceteris paribus* zu einer Erhöhung des Leistungsbilanzsaldos (J-Kurven-Effekt). Dies wird auch als Normalreaktion der Leistungsbilanz bezeichnet (vgl. Borchert 1975). Eine Reaktion der Leistungsbilanz auf den Wechselkurs ist überdies ein empirisches Faktum (vgl. Cline 2010; Golstein und Lardy

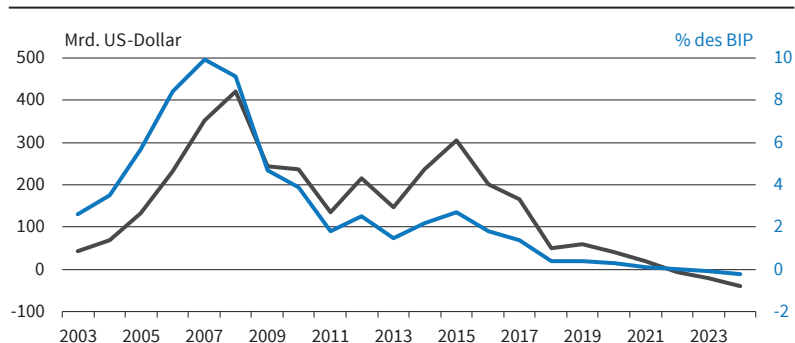
Abb. 2
USA-China Leistungsbilanzsaldo und Teilbilanzen
2003–2018



Anmerkung: Werte in Mrd. US-Dollar, gestrichelte Linie bezieht sich auf rechte Ordinate (% des BIP).
Quelle: U.S. Bureau of Economic Analysis, 2019; Darstellung der Autoren. © ifo Institut

³ Gleichwohl können sich bilaterale Leistungsbilanzpositionen verschieben. Diese Verzerrung geht vor allem mit einer asymmetrischen Zollpolitik einher, d.h. wenn zwischen verschiedenen Handelspartnern diskriminiert wird.

Abb. 3
Leistungsbilanzsaldo der VR China
2003–2024^a



^a Werte ab 2019 wurden prognostiziert.
Quelle: IWF World Economic Outlook, 2019.

© ifo Institut

2008; Ren et al. 2018), auch wenn der dahinterstehenden Elastizitätenansatz theorieseitig kritisiert wird (vgl. McKinnon und Schnabl 2009). Eine Veränderung der Leistungsbilanz tritt auch nur dann ein, solange eine nominelle Abwertung mit einer realen Abwertung einhergeht. Dies ist unter Annahme starrer Preise zumindest kurzfristig gegeben. Daher ist eine Erhöhung der chinesischen Leistungsbilanz mindestens kurzfristig eine zu erwartende Folge der Yuan-Abwertung. Im besonderen Falle Chinas scheint aber eine politische Steuerung der Leistungsbilanz auch für den mittelfristigen Zeithorizont durchaus nicht unplausibel. Projekte wie die »Belt & Road Initiative« (auch »Neue Seidenstraße«) erfordern zur Finanzierung dauerhafte Leistungsbilanzüberschüsse, ohne die kein Nettoauslandsvermögen aufgebaut werden kann. Zudem hält die chinesische Regierung die entsprechenden Mittel in der Hand: Kapitalverkehrskontrollen und ein hoher Staatsanteil mit entsprechenden Möglichkeiten zum Staatssparen. Deshalb wollen wir im Folgenden die Auswirkungen einer mittelfristigen Erhöhung der Leistungsbilanz simulieren.

HANDELSEFFEKTE EINES DAUERHAFTEN ANSTIEGS DER CHINESISCHEN LEISTUNGSBILANZ

Mit dem ifo-Handelsmodell⁴ werden die Effekte einer exogenen Veränderung der chinesischen Leistungsbilanz in einem statischen allgemeinen Gleichgewichtsmodell quantifiziert. Der Anstieg der chinesischen Leistungsbilanz um 3,25% bzw. 6,5% des BIP entspricht einer realen Abwertung des Yuan um 10% (Szenario 1a) bzw. 20% (Szenario 1b).⁵ Da die Summe aller Leistungsbilanzsalden null ergeben muss, werden die Leistungsbilanzsalden aller übrigen Länder BIP-gewichtet in gleicher absoluter Höhe der Leistungsbilanzenerhöhung Chinas reduziert. Diese Szenarien simulieren allein die ange-

⁴ Für eine detaillierte Beschreibung des Modells, siehe Aichele et al. (2016); Caliendo und Parro (2015).

⁵ Dies entspricht den mittleren Leistungsbilanz-Wechselkurselastizitäten von Cline (2010) und Golstein und Larry (2008).

nommene Abwertung gegenüber dem Ausgangslevel ohne weitere Anpassungen. Die Szenarien 2a und 2b erweitern die angenommenen Abwertungen um die Effekte eines eskalierenden Zollkriegs zwischen China und den USA.⁶ Szenario 3 dient dem Vergleich mit früheren Ergebnissen und simuliert einen eskalierenden Zollkrieg zwischen China und USA ohne Yuan-Abwertung.⁷

Tabelle 1 zeigt die Veränderung des Realeinkommens⁸ in den betroffenen

Ländern und Regionen. Die ökonomischen Kosten der Abwertung allein belaufen sich für die chinesische Volkswirtschaft auf 4,2 bzw. 8,4 Mrd. Euro, je nach Höhe der Abwertung. Alle anderen Länder profitieren, und zwar aggregiert mit 2,4 bzw. 5,4 Mrd. Euro. Per saldo übersteigen die Verluste die Gewinne, was auf eine abnehmende globale Produktionseffizienz deutet. Die Währungsabwertung ist also ein Negativsummenspiel. Interessant ist, dass die USA bei der 10%igen Abwertung mehr profitieren als die gesamte restliche Welt einschließlich der EU zusammen. Dieses Muster ändert sich bei einer 20%igen Abwertung. Dann erreichen die absoluten Realeinkommensgewinne der EU etwa 85% des amerikanischen Niveaus. Die Vorzeichen dieser Veränderungen sind plausibel, da sich das reale Austauschverhältnis zwischen ausländischen und heimisch produzierten Waren bei einer realen Abwertung zu Ungunsten Chinas verschlechtert.

Wie Szenario 3 zeigt, finden sich für Deutschland und Europa Realeinkommensgewinne, solange sich China und die USA nur gegenseitig mit Zöllen belegen. Diese resultieren aus Handelsumlenkungen – gestiegene Nachfrage nach europäischen Produkten in China und USA sowie höheres Angebot chinesischer und amerikanischer Produkte in Europa. Die Szenarien 2a und 2b kombinieren nun die Effekte der Abwertung (1a und 1b) mit denen des Zollkriegs. In diesem Fall kosten Sonderzölle, und die Abwertung China aggregiert einen Einkommensverlust i.H.v. 29,2 Mrd. bzw. 33,7 Euro, während die Bundesrepublik 413 bzw. 499 Mio. Euro an Realeinkommenszuwächsen verbucht. Die USA können ihre Verluste durch einen eskalierenden Zollkrieg (Szenario 3) erst bei einer Abwertung des Yuan um

⁶ 25% Schutzzoll auf US-Importe aus China, im Wert von 250 Mrd. US-Dollar + 10% Schutzzoll auf US-Importe aus China, im Wert von 300 Mrd. US-Dollar. China reagiert mit Gegenmaßnahmen und führt einen 10%igen Schutzzoll auf US-Güter ein. Für weitere Simulationen, siehe Felbermayr und Steininger (2019).

⁷ Siehe ifo-Pressemitteilung vom 13. August 2019 (verfügbar unter: <https://www.ifo.de/node/44814>, aufgerufen am 18. September 2019). Geringfügige Unterschiede bestehen in den zugrundeliegenden BIP-Daten. Diese wurden für diese Arbeit aktualisiert.

⁸ Definiert als Summe der inländischen Wertschöpfung, Zolleinnahmen und ausländischen Transfers.

Tab. 1

Realeinkommensveränderungen, unterschiedliche Szenarien, in Mio. Euro

	Yuan-Abwertung		Yuan-Abwertung + USA-China-Zollkrieg		USA-China-Zollkrieg
	1a	1b	2a	2b	
China	- 4 235	- 8 440	- 29 267	- 33 786	- 24 621
Deutschland	15	147	413	499	348
Restliche EU	505	1 520	1 944	2 816	1 404
Restliche Welt	461	2 208	5 675	6 513	5 130
USA	1 418	1 969	-397	476	- 1 593

Anmerkung: Das Realeinkommen bildet die Summe aus aggregierter inländischer Wertschöpfung, Zolleinnahmen und ausländischen Transfers. Szenario 1a/1b simulieren eine 10%/20%ige Yuan Abwertung, Szenario 2a/2b einen zusätzlich eskalierenden Zollkrieg (vgl. Fußnote 6) und Szenario 3 einen bloßen Zollkrieg zwischen den USA und China ohne Abwertung.

Quelle: ifo-Simulationen und Weltbank (2019).

20% in einen Wohlfahrtsgewinn drehen. Die 10%ige Yuan-Abwertung lässt den amerikanischen Einkommensverlust zwar abschmelzen, er bleibt allerdings unverändert negativ.

Aus handelspolitischer Sicht lässt sich also festhalten, dass eine – ob bewusst oder unbewusst herbeigeführte – Abwertung des Yuan mit entsprechenden Konsequenzen auf die chinesische Leistungsbilanz zu keinerlei Wohlfahrtssteigerung in der Volksrepublik führt. Das Gegenteil ist der Fall, denn das Verbilligen der Exporte stellt einen Wohlstandstransfer an das Ausland dar. Anders als in einem rein über Zölle geführten Handelsstreit, bei dem das Erheben von Gegenzöllen die dominante Strategie als Antwort auf einseitig erhobene Zölle darstellen, finden sich keine positiven Effekte einer Währungsabwertung bzw. einer Erhöhung des Leistungsbilanzsaldos. Der damit verbundene Wohlstandstransfer an das gesamte Ausland verringert die Kosten des Handelskonflikts für die USA bzw. erhöht den Nutzen von unbeteiligten Drittstaaten wie der EU.

Ein weiteres Motiv für die Abwertung könnte sein, das Niveau an Produktion und damit auch an Beschäftigung in China zu erhalten. Als friktionsloses Modell, das damit per Annahme zu Vollbeschäftigung führt, kann das ifo-Handelsmodell keine Beschäftigungseffekte simulieren. Entgegen der weitläufigen Meinung allerdings, wonach Leistungsbilanzüberschüsse ceteris paribus zu höherer Beschäftigung führen, finden Braml, Felbermayr und Wilbert (2018) empirisch einen negativen Zusammenhang zwischen Beschäftigung und Leistungsbilanzsaldo.⁹

SCHLUSSEBEMERKUNG

Wie sich zeigt, profitieren Deutschland und die EU bei einem eskalierenden Handelskonflikt zwischen den USA und China nicht nur in Form von Handelsumlenkungseffekten, sondern noch zusätzlich über eine Abwertung des Yuan. Wenngleich der

⁹ Die Korrelation in dem geschätzten Modell mit länderfixen Effekten deuten sogar in die gegenteilige Richtung. Somit sinkt die Arbeitslosigkeit mit dem Leistungsbilanzsaldo.

Handelskonflikt unzweifelhaft Schäden durch gestiegene Unsicherheit und politische Risiken erzeugt, kann aus wohlfahrtstheoretischen Überlegungen heraus sogar ein ökonomischer Vorteil entstehen.¹⁰ Der Wechselkurskanal, der in dieser Studie durch die Erhöhung des Leistungsbilanzüberschusses Chinas approximiert wurde und mittels dessen chinesische Produkte für deutsche Verbraucher und Produzenten günstiger werden, wiegt folglich nachfragedämpfende Effekte durch die Verteuerung deutscher und europäischer Produkte in China mehr als auf.

LITERATUR

Aichele, R., G. Felbermayr und I. Heiland (2016), »Going Deep: The Trade and Welfare Effects of TTIP Revised«, ifo Working Paper 219.

Amiti, M., S. J. Redding und D. Weinstein, D. (2019). The Impact of the 2018 Trade War on US Prices and Welfare, CEPR Discussion Paper Series, (13564).

Bloomberg (2018), »China Warming to Idea of Yuan as Trade War Weapon, Analysts Say«, *bloomberg.com*, 5. August, verfügbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-08-05/china-warming-to-idea-of-yuan-as-trade-war-weapon-analysts-say>, aufgerufen am 18. September 2019.

Borchert, M. (1975), »Die Marshall-Lerner-Bedingung«, *Wirtschaftswissenschaftliches Studium* – WiSt 4(8), 391–393.

Bown, C. P. und M. Kobl (2019), »Trump's Trade War Timeline: An Up-to-Date Guide«, *Trade and Investment Policy Watch Blog*, updated am 23. August, verfügbar unter: <https://www.pie.com/sites/default/files/documents/trump-trade-war-timeline.pdf>.

Braml, M. T., G. J. Felbermayr und L. Wilbert (2018), »Exportieren Länder mit Leistungsbilanzüberschuss Arbeitslosigkeit?«, *ifo Schnelldienst* 71(16), 20–25.

Caliendo, L. und F. Parro (2015), »Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA«, *Review of Economic Studies* 82(1), 1–44.

Cline, W. R. (2010), *Renminbi Undervaluation, China's Surplus, and the US Trade Deficit*, Policy Briefs PB10-20, Peterson Institute for International Economics, Washington DC.

Daniel, J. und T Yan (2019), »Transcript of Press Call on the Publication of the 2019 China Article IV Staff Report«, International Monetary Fund, *www.imf.org*, 13. August, verfügbar unter: <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/08/13/tr08092019-transcript-of-the-press-conference-on-china-article-iv-consultations-report>, aufgerufen am 18. September 2019.

Fajgelbaum, P. D., P. K. Goldberg, P. J. Kennedy und A. K. Khandelwal (2019), »The Return to Protectionism«, NBER Working Paper Series, (25638)

Felbermayr, G. und M. Steininger (2019). *Trump's trade attack on China – who laughs last?*, EconPol Policy Brief 13, Februar.

Goldstein, M. und N. R. Lardy (2008), »China's Exchange Rate Policy: An Overview of Some Key Issues«, in: M. Goldstein und N. R. Lardy (Hrsg), *Debating China's Exchange Rate Policy*, Peterson Institute for International Economics, Washington DC, 1–75.

McKinnon, R. und G. Schnabl (2009), »China's financial conundrum and global imbalances«, BIS Working Papers 277, Bank for International Settlements, Basel.

Ren, Y., Y. Xiaomin und Z. Wanru (2018), »The Effects of RMB Internationalization on Balance of Payments in China«, *Advances in Social Science, Education and Humanities Research* 223, 170–178.

The Economist (2019), »The trade war escalates, and the fog of war descends«, *www.economist.com*, 8. August, verfügbar unter:

¹⁰ Die Simulationen beinhalten keine Einschätzung der durch die Yuan-Abwertung erhöhten Unsicherheiten und politischen Risiken.

<https://www.economist.com/finance-and-economics/2019/08/08/the-trade-war-escalates-and-the-fog-of-war-descends>, aufgerufen am 18. September.

WirtschaftsWoche (2019), »Yuan fällt an Auslandsbörsen auf Rekordtief«, *wiwo.de*, 6. August, verfügbar unter: <https://www.wiwo.de/finanzen/boerse/devise-yuan-faellt-an-auslandsboersen-auf-rekordtief/24874994.html>, aufgerufen am 18. September 2019.

Xinhua (2019), »Economic Watch: China confident of keeping yuan stable«, *Xinhuanet*, 6. August, verfügbar unter: http://www.xinhuanet.com/english/2019-08/06/c_138286016.htm, aufgerufen am 17. September 2019.

Zoller-Rydzek, B. und G. J. Felbermayr (2018), *Who Is Paying for the Trade War with China*, EconPol Policy Brief 11, Februar.

Lutz Bornmann und Klaus Wohlrabe

Die Normierung von Zitaten in der Volkswirtschaftslehre

Zitate spielen eine wichtige Rolle bei der Beurteilung der Qualität von Artikeln und Zeitschriften sowie der Leistungen von Forschern. Das Zitierverhalten in der Wissenschaft ist jedoch sehr unterschiedlich in den verschiedenen Disziplinen. So erhalten zum Beispiel Artikel in der Physik durchschnittlich mehr Zitate als in der Psychologie. Auch innerhalb der Volkswirtschaftslehre unterscheidet sich das Zitierverhalten. So werden zum Beispiel Artikel aus der Finanzwirtschaft doppelt so häufig zitiert als Artikel aus dem Bereich Außenhandel. Um einen fairen Vergleich zwischen Artikeln, Zeitschriften und Autoren zu gewährleisten, sollten die Zitate deshalb normiert, d.h. vergleichbar gemacht werden. Der vorliegende Artikel stellt zwei häufig verwendete Verfahren für eine solche Normierung vor und wendet sie auf einen Datensatz von knapp 200 000 Artikeln an, die in 294 volkswirtschaftlichen Fachzeitschriften veröffentlicht worden sind. Mit Hilfe dieses Datensatzes und der vorgestellten Verfahren wird ein neues Ranking von Zeitschriften in der Volkswirtschaftslehre präsentiert.

WARUM SOLLTEN ZITATE NORMIERT WERDEN?

Die Evaluierung von Forschung ist ein Kennzeichen der modernen Wissenschaft. Erst durch deren Evaluation kann herausragende Forschung identifiziert und gewürdigt werden. Insbesondere die quantitative Bewertung von Wissenschaft (mit Hilfe der Bibliometrie) gewinnt immer mehr an Bedeutung. Dies gilt für die Vermessung von Wissenschaftlern, Fachzeitschriften, Universitäten, Forschungseinrichtungen und Ländern. Der älteste und immer noch sehr häufig angewendete Indikator in der Bibliometrie ist der sogenannte *Journal Impact Factor* (JIF), der von *Clarivate Analytics* jährlich veröffentlicht wird.

Zitate gelten als Proxy für Forschungsqualität. Sie sind Bestandteil vieler bibliometrischer Maße, wie dem JIF. Diese Maße werden zunehmend als Basis für Förderungsentscheidungen, Einstellungen von Wissenschaftlern oder Entfristungen von Arbeitsverträgen von Wissenschaftlern verwendet. Der Vergleich von Zitaten über verschiedene Disziplinen und die Zeit kann allerdings irreführend sein. Dafür gibt es vier Gründe (vgl. Abramo et al. 2011; Waltman und Eck 2013):

- Unterschiedliche Anzahl indexierter Zeitschriften in bibliometrischen Datenbanken,
- unterschiedliches Zitier- und Kooperationsverhalten,
- unterschiedliche Produktionsfunktionen,
- unterschiedliche Anzahl von aktiven Forschern.

Es ist das Ziel der Normierung von Zitaten, Indikatoren zu erhalten, die nicht durch die Zeit und die Disziplin beeinflusst sind (vgl. Waltman 2016). Es wird in der Bibliometrie generell empfohlen, normierte bibliometrische Indikatoren an Stelle von reinen Zitationen zu verwenden (vgl. Hicks et al. 2015; Wilson et al. 2015).

DATEN UND DESKRIPTIVE STATISTIKEN

Grundlage für jede Normierung ist ein disziplinäres Klassifizierungssystem. Eine sehr allgemeine disziplinäre Einteilung kann z. B. in Mathematik, Physik und Medizin erfolgen. Diese ist natürlich sehr grob, da auch innerhalb der Disziplinen Unterschiede im Publikations- und Zitierverhalten (in den Subdisziplinen) existieren.

In der Volkswirtschaftslehre haben sich die sogenannten *Journal of Economic Literature* (JEL) Codes etabliert. Diese wurden entwickelt, um einzelnen Artikeln Themen zuzuordnen. Damit kann z.B. eine themenspezifische Literatursuche in Datenbanken durchgeführt werden. Eine große Mehrheit der Zeitschriften bittet die Autoren, ihre Artikel mit entsprechenden JEL-Codes zu versehen. Einen detaillierten Überblick über die Geschichte der JEL-Codes findet sich in Cherrier (2017). In der gegenwärtigen Form (seit 1991) sind die JEL-Codes in der Form als »Exx« aufgebaut, d.h. einem Großbuchstaben und zwei Ziffern. Die Buchstaben charakterisieren die Hauptkategorien und die Ziffern die weiteren Spe-

Tab. 1

Liste der JEL-Codes

JEL-Code	Englische Bezeichnung	Deutsche Übersetzung
A	General Economics and Teaching	Allgemeine Volkswirtschaftslehre und Lehre
B	History of Economic Thought, Methodology, and Heterodox Approaches	Ideengeschichte, Methodik und heterodoxe Ansätze
C	Mathematical and Quantitative Methods	Mathematische und quantitative Verfahren
D	Microeconomics	Mikroökonomie
E	Macroeconomics and Monetary Economics	Makroökonomie und monetäre Ökonomik
F	International Economics	Internationale Volkswirtschaftslehre
G	Financial Economics	Finanzwirtschaft
H	Public Economics	Finanzwissenschaft
I	Health, Education, and Welfare	Gesundheit, Bildung und Wohlfahrt
J	Labour and Demographic Economics	Arbeit und Demographie
K	Law and Economics	Recht und Volkswirtschaftslehre
L	Industrial Organization	Industrieökonomie
M	Business Administration and Business Economics; Marketing; Accounting; Personnel Economics	Betriebswirtschaftslehre, Marketing, Buchhaltung und Personalwirtschaft
N	Economic History	Ökonomische Geschichte
O	Economic Development, Innovation, Technological Change, and Growth	Ökonomische Entwicklung, Innovation, technischer Wandel und Wachstum
P	Economic Systems	Ökonomische Systeme
Q	Agricultural and Natural Resource Economics; Environmental and Ecological Economics	Landwirtschaft und natürliche Ressourcen, VWL der Umwelt und Ökologie
R	Urban, Rural, Regional, Real Estate, and Transportation Economics	Regionalwissenschaft, Immobilien- und Transportwirtschaft
Y	Miscellaneous Categories	Sonstige Kategorien
Z	Other Special Topics	Andere Spezialthemen

Quelle: American Economic Association, Übersetzung der Autoren.

zialisierungen. In Tabelle 1 sind die 20 Originalkategorien der JEL-Codes und deren Übersetzung in Deutsch aufgezeigt.

In der vorliegenden Studie wurden mit Hilfe der JEL-Codes normierte Zitatwerte berechnet, die dazu verwendet wurden, ein Ranking von Zeitschriften in der Volkswirtschaftslehre zu erstellen. Die bibliometrischen Daten für die Analyse wurden aus dem *Web of Science* (WoS) von *Clavariate Analytics* heruntergeladen. Dabei wurden alle Artikel der WoS-Kategorie »Economics«, die zwischen 1991 und 2013 publiziert wurden, berücksichtigt. An jeden Artikel wurden die JEL-Codes aus EconLit sowie RePEc (*Research Papers in Economics*, vgl. Zimmermann 2013) angefügt. Insgesamt konnten rund 192 000 Artikel, die in 294 verschiedenen Zeitschriften publiziert wurden, berücksichtigt werden. Die JEL-Codes Y und Z wurden nicht in unserer Analyse berücksichtigt. In Tabelle 2 sind einige deskriptive Statistiken zu den Daten im Zeitablauf dargestellt. Es ist deutlich zu erkennen, dass sowohl die Anzahl

der registrierten Zeitschriften in WoS sowie die Anzahl der Artikel im Zeitablauf deutlich zugenommen haben. Die Anzahl der Zitate hat zunächst zugenommen, was vor allem auf die gestiegene Anzahl der Artikel zurückzuführen ist, und erreichte für Artikel aus dem Jahr 2005 ihren Höhepunkt. Danach nehmen die Zitate wieder ab, da die jüngeren Artikel noch nicht so viel Zeit wie die älteren Artikel hatten, entsprechend viele Zitate zu erhalten. Auch die Anzahl der JEL-Codes hat zugenommen; dies gilt entsprechend für die Anzahl der JEL-Codes pro Artikel: von 1,86 im Jahr 1991 auf 3,66 im Jahr 2013. Über den gesamten Datensatz sind es knapp drei JEL-Codes pro Artikel. Knapp 12% der Artikel in unserem Datensatz haben keine Zitate erhalten.

DAS ZITIERVERHALTEN ÜBER DIE FACHBEREICHE DER VOLKSWIRTSCHAFTSLEHRE

In Tabelle 3 sind die Zitierhäufigkeiten für die verschiedenen JEL-Codes über die Zeit dargestellt. Es

Tab. 2

Deskriptive Statistiken

Jahr	Anzahl der Zeitschriften	Anzahl der Artikel	Anzahl der Zitate	Anteil der Artikel ohne Zitate (in %)	Anzahl der JEL-Codes
1991	108	4 181	120 856	12,10	7 748
1995	134	5 145	149 439	10,10	9 076
2000	165	6548	174 807	8,20	15 140
2005	192	8 013	181 045	7,30	22 497
2010	293	13 474	139 462	13,20	43 649
2013	294	15 901	69 641	22,40	58 228
1991–2013	294	192 425	3 506 995	11,80	534 911

Quelle: WoS; EconLit; RePEc; Berechnungen der Autoren.

Tab. 3

Durchschnittliche Anzahl der Zitate pro JEL-Code und Publikationsjahr

JEL-Code	1991	1995	2000	2005	2010	2013
A	15,2	8,7	16,3	15,7	5,3	2,9
B	4,7	7,9	11,6	7,4	5,4	1,9
C	49,5	54,6	28	25,3	10,8	4,3
D	35,4	28,3	26,5	21,1	9,4	4
E	23,9	19,9	23,8	18,9	7,3	3,7
F	17,2	25,8	18,8	18,6	8,3	3,5
G	46,4	36,7	43,1	27,8	12,8	4,9
H	18,8	19	21,4	17,2	8,6	4
I	35,1	37,3	32,4	28,6	12,1	4,7
J	31,9	26,2	25,3	21,8	9,6	4
K	37,7	22,1	29,3	16,4	6,5	3,2
L	18,8	30,6	22,6	22,5	10,1	4,5
M	25,6	38,7	41,4	35,7	14	5,4
N	13	12,2	15	17,1	8,3	3,7
O	37,3	38	32,2	22,5	10,5	4,1
P	11,2	15,4	16,4	20,1	9,1	3,9
Q	20,4	26	26	26,4	14,7	6,6
R	35,5	24,9	22,4	24,8	13,3	5,6

Quelle: Web of Science; Berechnungen der Autoren.

zeigen sich deutliche Unterschiede zwischen den JEL-Codes. So werden Artikel aus dem Bereich Finanzwirtschaft (JEL-Code: G) aus dem Jahr 1991 durchschnittlich rund 46-mal zitiert. Artikel im Bereich Ökonomische Systeme (JEL-Code: P) nur rund elfmal. Das Ranking der verschiedenen JEL-Codes ändert sich über die Zeit. Generell gilt, dass mathematische und ökonometrische Artikel (JEL-Code: C) vergleichsweise häufig zitiert werden. Das liegt wahrscheinlich daran, dass die entwickelten Methoden in anderen Bereichen der Volkswirtschaftslehre angewendet werden. Am unteren Ende der Zitierhäufigkeiten befinden sich Artikel aus den Bereichen Allgemeine Volkswirtschaftslehre und Lehre (JEL-Code: A) und Ideengeschichte (JEL-Code: B) sowie Ökonomische Geschichte (JEL-Code: N) und Systeme (JEL-Code: P). Die durchschnittliche Anzahl der Zitate nimmt bei jedem JEL-Code im Zeitverlauf ab, weil das Zitierfenster immer kürzer wird.

METHODEN ZUR NORMIERUNG VON ZITATEN

Einer der am häufigsten verwendeten Ansätze für die Normierung von Zitaten ist der *Normalized Citation Score* (NCS). Beim NCS wird die Anzahl der Zitate eines bestimmten Artikels durch die erwartete Anzahl der Zitate in der entsprechenden Disziplin (hier: einem JEL-Codes) im gegebenen Jahr geteilt (vgl. Mingers und Leydesdorff 2015; Waltman 2016). Ein NCS größer als 1

zeigt an, dass der Artikel überdurchschnittlich häufig in der entsprechenden Disziplin zitiert wird und vice versa. Bornmann und Wohlrabe (2019) führen detailliert aus, wie der NCS berechnet wird, insbesondere unter Berücksichtigung der Tatsache, dass einem Artikel häufig mehrere JEL-Codes zugeordnet werden.

Sandström (2014) gibt folgende Bewertungsskala für den NCS an:

- $NCS \leq 0,6$: signifikant unterhalb des internationalen Durchschnitts (ungenügend),
- $0,6 < NCS \leq 1,2$: internationaler Durchschnitt (gut),
- $1,2 < NCS \leq 1,6$: signifikant oberhalb des internationalen Durchschnitts (sehr gut),
- $1,6 < NCS \leq 2,2$: Forschungsexzellenz (exzellent),
- $NCS > 2,2$: herausragende Wirkung (herausragend).

In Tabelle 4 ist die Verteilung der Artikel in unserem Datensatz über die Bewertungsskala dargestellt. Der Großteil der Artikel ist in der schlechtesten Kategorie vertreten, d.h., sie weisen einen NCS kleiner als 0,6 auf. Etwa 10% gehören zu den herausragenden Artikeln mit einem NCS größer als 2,2.

Abbildung 1 zeigt den Zusammenhang zwischen NCSs und Zitaten. Der Zusammenhang ist positiv und substanzial (Korrelation: 0,88), d.h., viel zitierte Artikel haben tendenziell einen hohen NCS. Ein Blick in die Daten zeigt jedoch, dass dies nicht immer gilt, d.h., auch mit vergleichsweise wenigen Zitaten kann

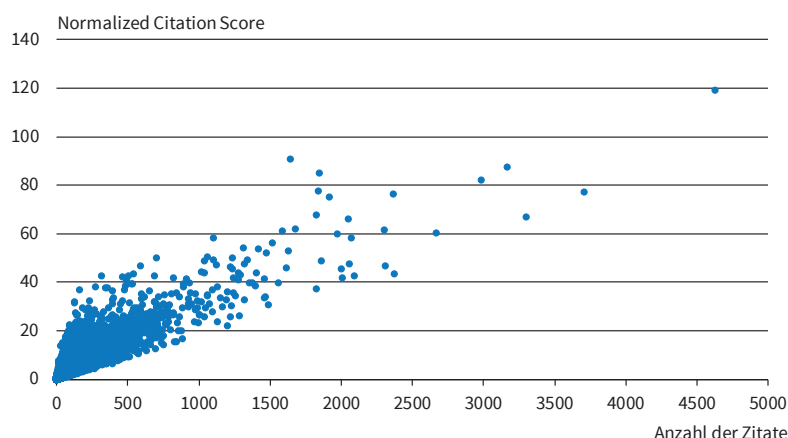
Tab. 4

Verteilung der NCS

NCS	0 – 0,6	0,6 – 1,2	1,2 – 1,6	1,6 – 2,2	> 2,2	Summe
Absolut	115 889	34 043	11 438	10 226	20 830	192 426
Prozent	60,2	17,7	5,9	5,3	10,8	100

Quelle: Web of Science; Berechnungen der Autoren.

Abb. 1
Normalized Citations Scores versus Anzahl der Zitate



Quelle: Web of Science, Berechnungen der Autoren.

© ifo Institut

ein NCS größer als 1 erreicht werden. Bornmann und Wohlrabe (2019) geben dafür einige Beispiele an.

Die NCSs für ein Publikationsset können aggregiert werden, indem beispielsweise der Mittelwert gebildet wird. Der daraus resultierende *Mean Normalized Citation Score* (MNCS) kann z.B. für ein Universitätsranking oder den Vergleich von Ländern verwendet werden.

Ein Problem des MNCS (und auch des NCS) ist, dass er durch Ausreißer, also hoch zitierte Artikel, verzerrt sein kann. Generell ist bekannt, dass Verteilungen von Zitaten schief sind (vgl. Seglen 1992; Bornmann und Leydesdorff 2017). Der Mittelwert ist deshalb als Maß für die zentrale Tendenz kaum geeignet. In der Bibliometrie haben sich deshalb perzentilbasierte Indikatoren etabliert. Dabei wird geprüft, ob ein Artikel in einem Jahr zu den x% meist zitierten Artikeln in einer bestimmten Disziplin (hier: JEL-Code) gehört. Die Prozentzahl kann zwar vom Anwender frei bestimmt werden, zumeist werden aber die 10% meist zitier-

ten verwendet. $P_{top\ 10\%}$ ist die Anzahl und $PP_{top\ 10\%}$ ist der Anteil der Artikel einer Einheit (beispielsweise einer Zeitschrift), die zu den 10% meist zitierten Artikeln gehören.

EIN NEUES ZEITSCHRIFTENRANKING

Bornmann und Wohlrabe (2019) verwenden $PP_{top\ 10\%}$ um ein Zeitschriftenranking in der Volkswirtschaftslehre zu erstellen. In Tabelle 5 sind die 17 Zeitschriften aufgelistet, die – laut Bornmann und Wohlrabe (2019) – zu den meist zitierten Zeitschriften gehö-

ren. Zu jedem $PP_{top\ 10\%}$ wird auch das entsprechende Konfidenzintervall angegeben. Mit einem $PP_{top\ 10\%}$ von 70,5% liegt das *Quarterly Journal of Economics* (QJE) mit deutlichem Abstand auf Platz 1. Das QJE ist nicht nur in dieser Studie auf Platz 1, sondern ist auch in anderen Rankings sehr hoch platziert (siehe dazu die Rankings von Bornmann et al. 2017; 2018). Ein $PP_{top\ 10\%}$ von 70,5% bedeutet, dass 70,5% aller Artikel in dieser Zeitschrift zu den 10% meist zitierten Artikeln in dem jeweiligen Jahr und JEL-Code gehören. In Tabelle 5 sind die sogenannten Top-5-Zeitschriften in der Volkswirtschaftslehre fett gedruckt (vgl. Card und DellaVigna 2013). Es zeigt sich, dass zwar alle Top-5-Zeitschriften in der Liste vertreten sind, sie allerdings nicht die fünf höchst zitierten Zeitschriften sind (was man erwarten könnte). In Bornmann und Wohlrabe (2019) ist die komplette Liste der Zeitschriften in der Volkswirtschaftslehre im Anhang angegeben. Im Vergleich zu anderen Rankings zeigen sich mehr oder weniger große Unterschiede. Durch die Normierung von Zitaten kann sich die Bewer-

Tab. 5
Zeitschriftenranking auf Basis des $PP_{top\ 10\%}$

Rang	Zeitschrift	$PP_{top\ 10\%}$	Konfidenzintervall	
1	Quarterly Journal of Economics	70,5	67,5	73,3
2	<i>Journal of Economic Literature</i>	63,7	59,0	68,2
3	Journal of Political Economy	52,2	49,0	55,3
4	American Economic Review	49,8	47,7	51,8
5	<i>American Economic Journal-Applied Economics</i>	49,4	42,4	56,5
6	<i>American Economic Journal-Macroeconomics</i>	46,6	38,7	54,6
7	<i>Journal of Finance</i>	45,2	42,4	48,1
8	<i>Journal of Economic Perspectives</i>	44,0	41,1	47,0
9	Econometrica	43,2	40,5	45,9
10	<i>Journal of Financial Economics</i>	39,8	37,4	42,2
11	<i>Review of Financial Studies</i>	37,5	34,2	40,8
12	<i>Annual Review of Economics</i>	37,1	28,7	46,3
13	<i>Transportation Research Part B-Methodological</i>	37,1	32,9	41,4
14	Review of Economic Studies	35,2	32,3	38,3
15	<i>American Economic Journal-Economic Policy</i>	33,2	26,3	40,9
16	<i>Journal of Economic Growth</i>	31,4	25,2	38,2
17	<i>Review of Environmental Economics and Policy</i>	30,8	23,0	39,8

Quelle: Web of Science, Berechnungen der Autoren.

tung einer Zeitschrift demnach deutlich ändern. So ist z.B. das *Journal of Economic Theory* im Meta-Ranking von Bornmann et al. (2018) auf Platz 20 gelistet (das Meta-Ranking fasst eine Vielzahl von verschiedenen Rankings in einem Ranking zusammen). Auf Basis des $PP_{top\ 10\%}$ ist die Zeitschrift auf Rang 86. Umgekehrt ist *Transportation Research Part B-Methodological* in Tabelle 5 auf Platz 13 gelistet, während es im Meta-Ranking auf Platz 44 geführt wird.

FAZIT

Die Normierung von Zitaten stellt einen Standard in der Bibliometrie dar. Normierte Zitate werden für das Leiden-Ranking (siehe <https://www.leidenranking.com>) und das *Times Higher Education Ranking* (siehe <https://www.timeshighereducation.com/world-university-rankings>) verwendet. Eine professionelle Studie in der Bibliometrie ist ohne die Verwendung von normierten Indikatoren kaum noch denkbar. In der Volkswirtschaftslehre hat sich – im Gegensatz zu diesem generellen Trend – die Verwendung der normierten Indikatoren noch nicht durchgesetzt. Die Bibliometrie hat zwar einen hohen Stellenwert in der Forschungsbewertung in der Volkswirtschaftslehre, eine Orientierung an diesem Standard findet allerdings nicht statt. Wir hoffen, mit unseren Publikationen zur Normierung in der Volkswirtschaftslehre die verschiedenen Methoden bekannt zu machen.

LITERATUR

- Abramo, G., T. Cicero und C. A. D'Angelo (2011), »Assessing the varying level of impact measurement accuracy as a function of the citation window length«, *Journal of Informetrics* 5(4), 659–667.
- Bornmann, L., A. Butz und K. Wohlrabe (2017), »Ein Meta-Ranking volkswirtschaftlicher Fachzeitschriften«, *ifo Schnelldienst* 70(16), 40–42.
- Bornmann, L., A. Butz und K. Wohlrabe (2018a), »What are the top five journals in economics? A new meta-ranking«, *Applied Economics* 50(6), 659–675.
- Bornmann, L. und L. Leydesdorff (2017), »Skewness of citation impact data and covariates of citation distributions: A large-scale empirical analysis based on web of science data«, *Journal of Informetrics* 11(1), 164–175.
- Bornmann, L. und K. Wohlrabe (2019), »Normalisation of citation impact in economics«, *Scientometrics* 120(2), 841–884.
- Card, D. und S. DellaVigna (2013), »Nine facts about top journals in economics«, *Journal of Economic Literature* 51(1), 144–161.
- Cherrier, B. (2017), »Classifying economics: A history of JEL codes«, *Journal of Economic Literature* 55(2), 545–579.
- Hicks, D., P. Wouters, L. Waltman, S. de Rijcke und I. Rafols (2015), »Bibliometrics: The Leiden manifesto for research metrics«, *Nature* 520(7548), 429–431.
- Mingers, J. und L. Leydesdorff (2015), »A review of theory and practice in scientometrics«, *European Journal of Operational Research* 246(1), 1–19.
- Sandström, U. (2014), *Bibliometric evaluation of SEPA-funded large research programs 2003–2013*, Swedish Environmental Protection Agency, Stockholm.
- Seglen, P. O. (1992), »The skewness of science«, *Journal of the American Society for Information Science* 43(9), 628–638.
- Waltman, L. (2016), »A review of the literature on citation impact indicators«, *Journal of Informetrics* 10(2), 365–391.
- Waltman, L. und N. J. van Eck (2013), »A systematic empirical comparison of different approaches for normalizing citation impact indicators«, *Journal of Informetrics* 7(4), 833–849.
- Wilson, D. S. und J. M. Gowdy (2013), »Evolution as a general theoretical framework for economics and public policy«, *Journal of Economic Behavior & Organization* 90, S3–S10.
- Zimmermann, C. (2013), »Academic rankings with RePEc«, *Econometrics* 1(3), 249–280.

Przemyslaw Brandt, Sabine Rumscheidt, Klaus Wohlrabe und Kai Hoberg

Der Einfluss von Logistik auf unternehmerische Tätigkeiten

Ergebnisse aus der ifo Konjunkturumfrage

Sichere, effiziente und innovative Logistikdienstleistungen gelten als Grundvoraussetzungen für das erfolgreiche unternehmerische Handeln in einer Vielzahl von Industrien. Die Logistikindustrie äußert oft die Problematik eines hohen Kostendrucks bei gleichzeitig hoher Nachfrage und begrenzt verfügbaren Ressourcen. Besonders in Zeiten der starken Konjunktur dürften damit Probleme mit extern erbrachten Logistikdienstleistungen direkte Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit von Unternehmen haben. Die Ergebnisse der ifo Konjunkturumfrage zeigen, dass nur ein kleiner Teil der Kunden von Logistikdienstleistern starke Auswirkungen auf die Geschäftslage durch fehlende Verfügbarkeit, zu hohe Preise, Unpünktlichkeit oder mangelnder Qualität der genutzten Logistikdienstleistungen wahrnimmt. Ein großer Teil der Befragten spürte überhaupt keine Beeinträchtigung der Geschäftstätigkeit aufgrund von Problemen bei Logistikdienstleistungen. Die Ergebnisse deuten an, dass der Großhandel stärker betroffen ist als der Einzelhandel und das Verarbeitenden Gewerbe.

DIE LOGISTIKBRANCHE IN DEUTSCHLAND

Die Logistikbranche gilt mit mehr als 3 Mio. Arbeitnehmern und einem Umsatz von rund 267 Mrd. Euro im Jahr 2017 als einer der größten Wirtschaftszweige in Deutschland nach der Automobilwirtschaft und dem Handel. In der Branche sind über 60 000 Unternehmen aktiv. Sie ist überwiegend mittelständisch geprägt und steht trotz der lang anhaltenden Erfolgsgeschichte vor einer Vielzahl von Herausforderungen. Der intensive Wettbewerb sorgt für geringe Margen und führt zu einem stetigen Kostendruck. Gleichzeitig ist die Nachfrage nach Logistikdienstleistungen – insbesondere durch die längeren Wertschöpfungsketten und den Trend zum Outsourcing – in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. Dies führt zu vielerlei Ressourcenengpässen, die sich besonders im Hinblick auf vorhandene Lagerflächen, hochqualifizierte Supply Chain Manager und flexible Lkw-Fahrer bemerkbar macht. Dazu kommt, dass die Kundenerwartungen in Bezug auf Servicequalität, Innovationen und Preise den Logistikdienstleistern oft nur sehr begrenzt Handlungsspielräume einräumen.

LOGISTIK UND UNTERNEHMERISCHE TÄTIGKEITEN IN DER IFO-UMFRAGE

Vierteljährlich werden die an der Konjunkturumfrage teilnehmenden Firmen nach einer Behinde-

rung der Geschäftstätigkeit befragt – im Bauhauptgewerbe werden die Firmen monatlich hierzu befragt. Neben der Frage, ob eine Beeinträchtigung vorliegt, wird auch nach verschiedenen Aspekten gefragt, die zu dieser Beeinträchtigung führen. Unter anderem kann hierbei aus Faktoren wie Fach- und Arbeitskräftemangel sowie unzureichender Kapazitäten und Nachfrage gewählt werden. Allerdings findet hier keine explizite Betrachtung von Drittleistungen statt. Sollten diese Leistungen nicht oder nicht korrekt ausgeführt werden, so wird dies die Geschäftstätigkeit beeinflussen. Insbesondere Probleme bei Logistikdienstleistungen dürften sich erheblich auswirken, da die komplette Lieferkette von funktionierenden Lieferstrukturen abhängig ist. Wie stark bei den an der Konjunkturumfrage teilnehmenden Firmen eben jene Probleme auf die Geschäftstätigkeit durchschlagen, hat das ifo Institut in Zusammenarbeit mit der Kühne Logistics University im Rahmen einer Sonderfrage im Juni 2019 beleuchtet. Zu diesem Zeitpunkt kühlte sich die deutsche Konjunktur nach einem langen Aufschwung schon etwas ab (vgl. Wollmershäuser et al. 2019). Jedoch sahen sich weiterhin Unternehmen in ihrer Geschäftstätigkeit behindert. So berichtet im dritten Quartal 2019 jedes zweite Unternehmen in der Industrie (51%) von einer Behinderung der Geschäftstätigkeit. Neben dem zuletzt häufiger genannten Auftragsmangel war ein Haupttreiber Fachkräftemangel. Diese Zahlen deuten darauf hin, dass viele Unternehmen gern

ihre Geschäftstätigkeit ausgeweitet hätten, auch in einer konjunkturell schwächeren Phase.

Den Teilnehmern aus dem Verarbeitenden Gewerbe und dem Handel wurde folgende Sonderfrage gestellt:

»Wie stark wurde Ihre Geschäftstätigkeit in den letzten 12 Monaten durch folgende Faktoren von Logistikdienstleistungen behindert?«.

Hierbei wurden die Faktoren Verfügbarkeit, Preise, Pünktlichkeit und Qualität abgefragt und die Stärke der Behinderung auf einer fünfstufigen Skala eingeordnet (überhaupt nicht, sehr wenig, wenig, stark, sehr stark). Im Handel wurde darüber hinaus die gleiche Frage gestellt, die sich nur auf online vertriebene Waren bezieht und Probleme bei der Kundenbelieferung abfragt:

»Wenn Sie Ihre Ware auch online vertreiben: Wie stark wurde Ihre Geschäftstätigkeit in den letzten 12 Monaten durch folgende Faktoren von Logistikdienstleistungen für die Kundenbelieferung behindert?«

Die Antwortoptionen sowie die Skalen waren identisch und wurden lediglich um die Angabe »Warenverkauf erfolgt ausschließlich stationär« erweitert.

ERGEBNISSE

Insgesamt beantworteten die Sonderfrage etwa 3 750 Umfrageteilnehmer. Davon können 54% der Teilnehmer dem Verarbeitenden Gewerbe und 46% dem Handel zugeordnet werden. Letztere verteilen sich zur Hälfte je auf den Groß- sowie auf den Einzelhandel. Um eine bessere Übersicht und Vergleichbarkeit der Ergebnisse zu ermöglichen, werden aus den Antworten Mittelwert gebildet. Hierfür wird aufsteigend ein Wert von 0 für »überhaupt nicht« bis 4 für »sehr stark« zugeordnet.

Tabelle 1 zeigt die prozentuale Verteilung der Antworten

Tab. 1

Behinderung der Geschäftstätigkeit durch Logistikfaktoren, Verteilung in %

		Betroffenheit				
		überhaupt nicht	sehr wenig	wenig	stark	sehr stark
Verfügbarkeit	VG + HAN	29	25	27	15	3
	VG	31	25	27	14	3
	GH	24	24	29	19	4
	EH	31	25	26	15	4
Preise	VG + HAN	24	23	31	18	4
	VG	24	23	32	17	4
	GH	18	23	32	22	6
	EH	31	24	28	15	2
Pünktlichkeit	VG + HAN	20	25	33	17	4
	VG	21	26	34	16	4
	GH	15	25	34	20	6
	EH	24	23	31	17	4
Qualität	VG + HAN	26	28	33	11	3
	VG	25	28	35	10	2
	GH	21	27	35	14	3
	EH	31	28	25	13	3

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

ten für das Verarbeitende Gewerbe, den Groß- und den Einzelhandel. Abbildung 1 stellt die jeweiligen Mittelwerte dar.

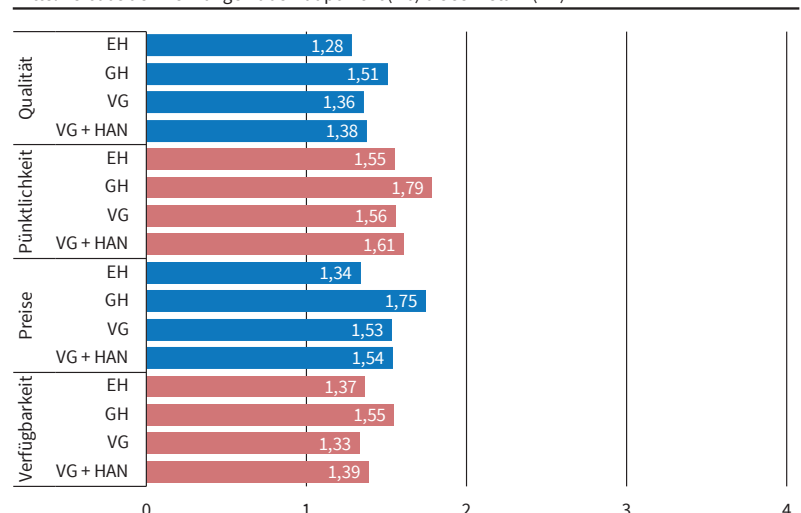
Generell lässt sich sagen, dass die Ergebnisse über den Handel und die Industrie hinweg sehr homogen sind. Zwei Drittel der Befragten werden hinsichtlich der abgefragten Logistikfaktoren überhaupt nicht oder (sehr) wenig in ihrer Geschäftstätigkeit behindert. Am stärksten heben sich die Bereiche Preise und Pünktlichkeit hervor. Die Qualität von Logistikdienstleistungen stellt die geringste Sorge dar.

Innerhalb der Branchen berichtet der Großhandel stets häufiger über Geschäftsbehinderung als Firmen aus dem Verarbeitenden Gewerbe und dem Einzelhandel. So geben 27% der Großhandelsfirmen eine (sehr) starke Belastung durch die Preise der Logistikdienstleister an, dagegen spielt das

Abb. 1

Behinderung der Geschäftstätigkeit durch Logistikdienstleistungen

Mittelwert aus den Nennungen überhaupt nicht (= 0) bis sehr stark (= 4)



Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Thema für 31% der Einzelhändler überhaupt keine Rolle.

Der Faktor Pünktlichkeit erreicht mit 1,61 insgesamt den höchsten Mittelwert. Auch hier hebt sich der Großhandel deutlich hervor: Knapp über ein Viertel der Branchenteilnehmer gibt an (sehr) stark durch Unpünktlichkeit betroffen zu sein. Im Verarbeitenden Gewerbe trifft dies auf jeden fünften zu.

Dagegen ist die Quote der von Logistikdienstleistungen überhaupt nicht negativ betroffenen Firmen im Einzelhandel am höchsten, lediglich bei der Verfügbarkeit liegen das Verarbeitende Gewerbe und der Einzelhandel gleichauf.

LOGISTIKPROBLEME BEI DER KUNDENBELIEFERUNG

Neben dem Empfang der eigenen Bestellungen spielt im Handel auch der Versand an die Kunden angesichts der Veränderungen am Markt eine zunehmend bedeutende Rolle. In den letzten Jahren ist die Zahl der Groß- und Einzelhändler, die ihre Waren auch online vertreiben, gestiegen. In der aktuellen Umfrage gaben 42% der befragten Großhändler an, dass sie ihre Waren online vertreiben. Im Einzelhandel lag die Quote bei 39%. Diese Teilnehmer wurden zu den selben Faktoren von Logistikdienstleistungen befragt, diesmal im Hinblick auf den Onlinehandel. Im Großhandel haben damit auf die vier Fragen zwischen 346 und 339 Teilnehmer geantwortet, im Einzelhandel zwischen 336 und 330. Die prozentuale Verteilung der Ergebnisse und die berechneten Mittelwerte sind Tabelle 2 sowie Abbildung 2 dargestellt.

Insgesamt zeigt sich, dass die abgefragten Faktoren von Logistikdienstleistungen beim Onlinehandel eine weniger große Belastung darstellen als für den stationären Handel. Mit Ausnahme der Qualität liegt der Anteil der Großhändler, die sich stark oder sehr stark in ihrer Geschäftstätigkeit behindert fühlen, unter dem Wert für den stationären Handel. Im Einzelhandel stellt der Faktor Preise dagegen ein etwas größeres Hemmnis dar (vgl. Tab. 2).

Tab. 2 **Behinderung der Geschäftstätigkeit durch Logistikfaktoren beim Warenversand, Verteilung in %**

		Betroffenheit				
		überhaupt nicht	sehr wenig	wenig	stark	sehr stark
Verfügbarkeit	GH	32	28	26	10	3
	EH	39	28	22	9	2
Preise	GH	26	25	27	15	7
	EH	31	24	25	14	6
Pünktlichkeit	GH	24	23	32	13	8
	EH	30	22	29	16	3
Qualität	GH	30	27	26	12	6
	EH	33	26	26	11	4

Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

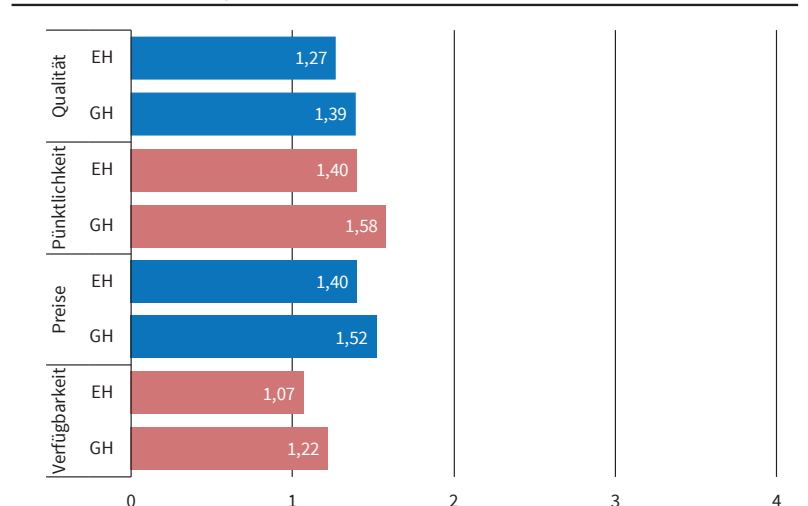
FAZIT

Die Ergebnisse zeigen, dass das Ausmaß möglicher Probleme mit der Logistik über die verschiedenen Sektoren sehr ähnlich verteilt ist. Qualität, Pünktlichkeit, Preise und die Verfügbarkeit von Logistikdienstleistern behindern die Geschäftstätigkeit bei etwa 70% der befragten Unternehmen wenig oder gar nicht. Von merklichen Probleme berichteten nur wenige Unternehmen. Zukünftige Forschung sollte untersuchen, ob und wie Logistikdienstleistungen entlang des Konjunkturzyklus eine entscheidende Rolle für die Unternehmen spielen. Zudem stellt sich die Frage, wie der Zusammenhang zwischen der Logistikbranche und der restlichen Wirtschaft ist. Verläuft ihre Entwicklung gleich, oder gibt es einen Vorlauf bei der Logistikbranche?

LITERATUR

Wollmershäuser, T., M. Göttert, C. Grimme, C. Krolage, S. Lautenbacher, R. Lehmann, S. Link, W. Nierhaus, A.-C. Rathje, M. Reif, A.-P. Sandqvist, R. Sauer, M. Stöckli, K. Wohlrabe und A. Wolf (2019), »ifo Konjunkturprognose Sommer 2019: Deutsche Konjunktur ohne Schwung«, ifo Schnelldienst 72(12), 25–78.

Abb. 2 **Behinderung der Geschäftstätigkeit durch Logistikdienstleistungen (online)**
Mittelwert aus den Nennungen überhaupt nicht (= 0) bis sehr stark (= 4)



Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Przemyslaw Brandt

Konjunkturumfrage im Fokus: Architektur- und Ingenieurbüros – das EuGH Urteil zur HOAI trübt die Geschäftsaussichten ein

Am 4. Juli 2019 verkündete der Europäische Gerichtshof (EuGH) sein Urteil zur Honorarordnung für Architekten und Ingenieure (HOAI). Die HOAI legt in Deutschland die Höchst- und die Mindesthonorare für von Architekten und Ingenieuren erbrachten Planungsleistungen fest. Die HOAI soll auf diese Weise die Qualität bei Planungsleistungen sicherstellen, da sie Preisunterbietungen eindämmt. Die festgeschriebenen Mindest- und Höchst-honorare verstoßen nach der Ansicht des EuGH gegen geltendes europäisches Recht (vgl. EuGH 2019). Es stellt sich nun die Frage, ob dieses Urteil bereits Auswirkungen auf die Geschäftstätigkeit von Architekten und Ingenieure hatte.

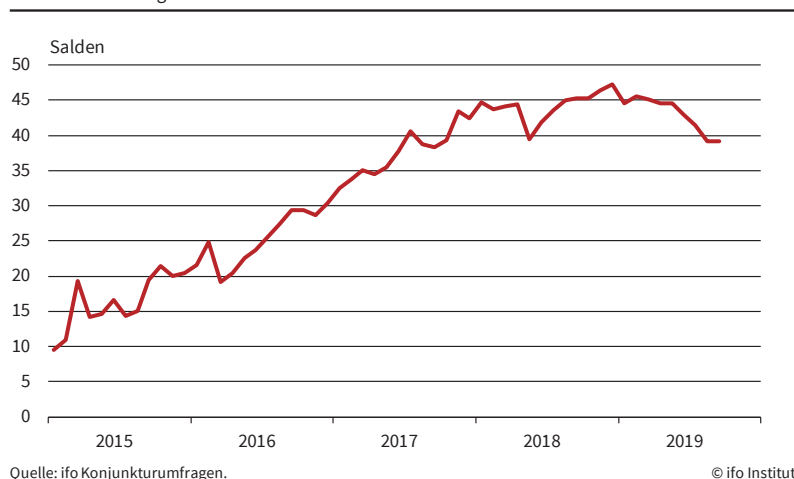
Bei einem Blick auf die Umfragewerte von an der Konjunkturumfrage teilnehmenden Architektur- und Ingenieurbüros ist zu erkennen, dass insbesondere bei den Fragen bezüglich zukünftigen Entwicklungen und Planungen weniger optimistische Urteile getroffen wurden. Die aktuelle Geschäftslage wurde nach wie vor und vielerorts als gut eingestuft – auch die Auftragslage war den Angaben zufolge im Juli noch äußerst günstig (vgl. Abb. 1). Gleichzeitig blickten die Firmen im Juli erstmals seit 2014 mit Skepsis auf die Entwicklungen in den kommenden Monaten (vgl. Abb. 2). Die Umsatzerwartungen gaben ebenfalls nach, und es soll weniger zusätzliches Personal eingestellt werden. Die Preise für angebotene Planungsleistungen sollen weniger stark steigen als noch in den Monaten vor Juli 2019 vorgesehen (vgl. Abb.3).

Die Umfrageergebnisse lassen einen bereits jetzt festzustellenden Einfluss des EuGH-Urteils zur HOAI auf Architektur- und Ingenieurbüros vermuten. Da allerdings noch nicht abzusehen ist, welche tatsächlichen Auswirkungen das EuGH-Urteil haben wird, bleibt abzuwarten, ob die Erwartungen der Firmen zukünftig an der tatsächlichen Geschäftslage ablesbar sein werden.

Der Rückgang der Umfragewerte fällt zwar in einen Zeitraum von generell zurückgehenden Umfragewerten, und hier insbesondere der

Zukunftserwartungen und Planungen. Auch Architektur- und Ingenieurbüros sind von diesem Rückgang betroffen, allerdings wiesen sie einen besonders deutlichen Rückgang der Indikatoren im Juli auf. Beispielsweise ist der Wert zu den Geschäftserwartungen im Juli um gut 11 Saldenpunkte zurückgegangen. Lediglich zu Beginn der Weltwirtschaftskrise im November 2008 war ein noch stärkerer Rückgang zu beobachten. Im Gegensatz zum Rückgang 2008 verschlechterten sich die Geschäftserwartungen für die gesamte Dienstleistungsbranche im Juli 2019 deutlich weniger stark. Die ifo Konjunkturprognose vom Sommer (vgl. Wollmershäuser et al. 2019) weist den Wohnungsbau als Stütze der deutschen Konjunktur aus. Die Nachfrage nach Planungsleistungen dürfte bei anhaltend hoher Bautätigkeit den bereits sehr

Abb. 1
Auftragsbestand
Architektur- und Ingenieurbüros



hohen Auftragsbestand bei den Architektur- und Ingenieurbüros sicherstellen. Dies lässt darauf schließen, dass punktuell die Branche betreffende Faktoren den (stärkeren) Rückgang der Erwartungsvariablen verursachen. Das EuGH-Urteil wäre hier ein möglicher und äußerst plausibler Einflussfaktor.

Das Bundesministerium des Innern, für Bau und Heimat (BMI) hat am 5. August 2019 auf die Unsicherheit der Firmen reagiert und versichert, dass Planungsleistungen, die vor der Urteilsverkündung am 4. Juli 2019 vereinbart wurden, auch weiterhin ihre Gültigkeit beibehalten. Bei neueren Ausschreibungen darf entsprechend des EuGH-Urteils ein unter den Mindest- oder über den Höchst Honoraren liegender Preis nicht mehr als Ausschlusskriterium dienen (vgl. BMI 2019). Gleichzeitig verweist das BMI darauf, dass nach wie vor der Leistungswettbewerb als gesetzliches Leitbild dient und bei einem Verdacht auf ein ungewöhnlich niedriges Angebot Prüfungen nach § 60 VgV (Verordnung über die Vergabe öffentlicher Aufträge) vorsieht. Dieser Schritt des BMI dürfte die

Unsicherheit zwar etwas geschmälert haben, allerdings wird erst eine Novellierung der HOAI Gewissheit bieten.

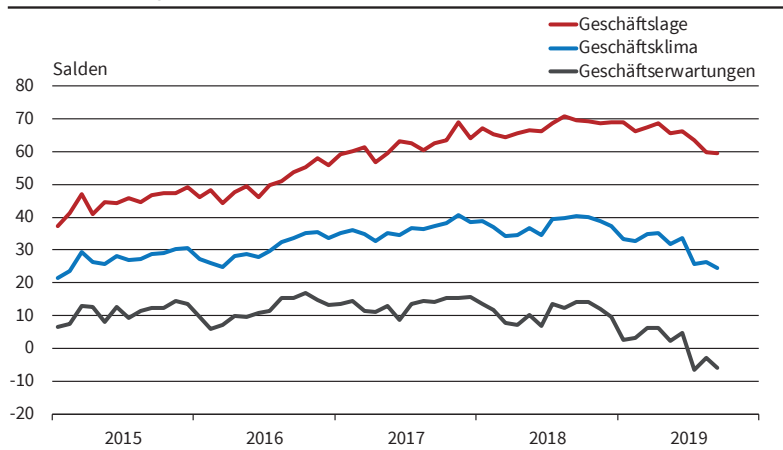
LITERATUR

BMI (2019), *Urteil des Europäischen Gerichtshofs vom 4. Juli 2019 (C-377/17)*, verfügbar unter: https://www.bak.de/w/iles/bak/03berufspraxis/hoai/erlass-bmi-vom-5.8.2019_anwendung-hoai-aufgrund-eugh-urteil-4-juli-2019.pdf, Stand: 5. August 2019, aufgerufen am 19. September 2019.

EuGH (2019), »Vertragsverletzung – Dienstleistungen im Binnenmarkt – Richtlinie 2006/123/EG – Art. 15 – Art. 49 AEUV – Niederlassungsfreiheit – Honorare für Architekten und Ingenieure für Planungsleistungen – Mindest- und Höchstsätze«, verfügbar unter: <http://curia.europa.eu/juris/document/document.jsf?text=&docid=215785&pageIndex=0&doclang=de&mode=req&dir=&occ=first&part=1&cid=1203054>, Stand: 4. Juli 2019, aufgerufen am 19. September 2019.

Wollmershäuser, T., M. Göttert, C. Grimme, C. Krolage, S. Lautenbacher, R. Lehmann, S. Link, W. Nierhaus, A.-C. Rathje, M. Reif, A.-P. Sandqvist, R. Šauer, M. Stöckli, K. Wohlrabe und A. Wolf (2019), »ifo Konjunkturprognose Sommer 2019: Deutsche Konjunktur ohne Schwung«, *ifo Schnelldienst* 72(12), 25–78.

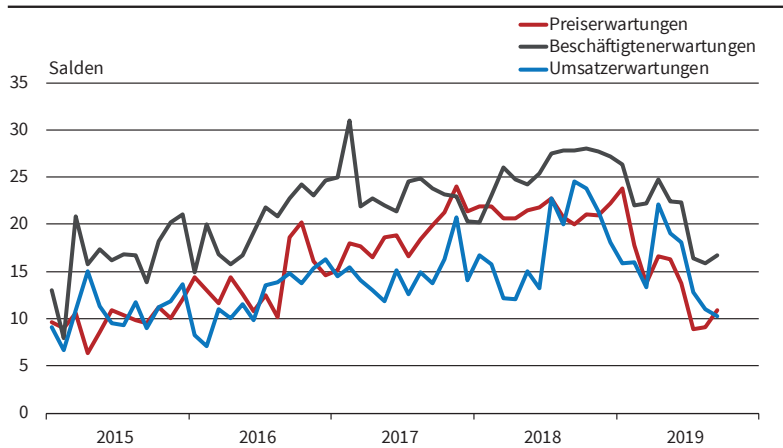
Abb. 2
ifo Geschäftsklima
Architektur- und Ingenieurbüros



Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Abb. 3
Erwartungsvariablen
Architektur- und Ingenieurbüros



Quelle: ifo Konjunkturumfragen.

© ifo Institut

Magnus Reif und Arno Städtler

Schwächeres Wachstum der Ausrüstungsinvestitionen

Der auf der Geschäftslage und den Geschäftserwartungen der Leasinggesellschaften basierende Investitionsindikator, den das ifo Institut und der Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen gemeinsam ermitteln, signalisiert für das Jahr 2019 einen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen von nominal 1,7%, nach einem Anstieg um 5,0% im Vorjahr. Für das kommende Jahr ist mit einem Wachstum von 1,6% zu rechnen.

Die deutsche Wirtschaftsleistung hat sich zuletzt etwas abgeschwächt, wie das Statistische Bundesamt (Destatis) kürzlich mitteilte. Nach ersten Berechnungen war das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im 2. Quartal 2019 – preis-, saison- und kalenderbereinigt – um 0,1% niedriger als in den ersten drei Monaten des Jahres. Zu Jahresbeginn hatte es noch einen Anstieg von 0,4% zum Vorquartal gegeben.

Positive Impulse kamen im Vorquartalsvergleich (preis-, saison- und kalenderbereinigt) aus dem Inland. Die privaten Haushalte steigerten ihre Konsumausgaben um 0,1%, die staatlichen Konsumausgaben waren um 0,5% höher als im Vorquartal. Auch die Investitionen legten zu: In Bauten wurde 0,6% mehr investiert als im 1. Quartal 2018. Die Investitionen in Ausrüstungen stiegen um 0,6%, und in sonstige Anlagen wurde 1,0% mehr investiert als im Vorquartal. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass diese ausschließlich auf eine massive Ausweitung (+45%) der staatlichen Investitionen in Maschinen, Geräte und Fahrzeuge zurückzuführen ist. Die Investitionen der privaten Unternehmen gingen im selben Zeitraum um gut 2,4% zurück. Darüber hinaus waren auch die Bauinvestitionen im 2. Quartal rückläufig (– 1,0%). Dies dürfte jedoch maßgeblich durch die milde Witterung zu Beginn des Jahres beeinflusst sein. Diese führte zu einem starken Anstieg der Bauinvestitionen im 1. Quartal (+ 2,5%).

Im Vorjahresvergleich stagnierte das reale BIP. Bereinigt um den Kalendereffekt ergibt sich ein Anstieg um 0,4%, da im 2. Quartal 2019 ein Arbeitstag weniger zur Verfügung stand als ein Jahr zuvor. Im 1. Quartal 2019 hatte das reale BIP um 0,8% (kalenderbereinigt: 0,9%) höher gelegen als im Vorjahresquartal. Aus dem Inland kamen im 2. Quartal 2019 gemischte Signale: Die privaten Konsumausgaben stiegen real um 1,5%, die staatlichen Konsumausgaben um 1,9%. Die Investitionsdynamik ließ allerdings etwas nach: In Ausrüstungen – darunter

fallen hauptsächlich Maschinen und Geräte sowie Fahrzeuge – wurde real 1,5% (nominal: + 2,5%) mehr investiert als im 2. Quartal 2018. Dieser Anstieg war auch durch einen kräftigen Zuwachs der öffentlichen Ausrüstungsinvestitionen bedingt. Die Bauinvestitionen stiegen um 2,2%, wobei insbesondere in den Bau von Wohnungen mehr investiert wurde als ein Jahr zuvor. Insgesamt stieg die inländische Verwendung um 1,3%. Die Außenwirtschaft bremste auch im Vorjahresvergleich das Wirtschaftswachstum: Vorläufigen Berechnungen zufolge gingen die realen Exporte um 0,8% zurück, und damit so stark wie seit sechs Jahren nicht mehr.

In jeweiligen Preisen gerechnet war das BIP im 2. Quartal 2019 um 2,1% höher als im Vergleichszeitraum von 2018, die Ausrüstungsinvestitionen übertrafen also diesen Zuwachs erneut, nachdem die Investitionsquote für Ausrüstungen von 2012 bis 2016 rückläufig war (vgl. Statistisches Bundesamt 2019a).

GEWERBLICHE FAHRZEUGZULASSUNGEN WEITER IM PLUS

Obwohl Fachleute für das Jahr 2019 ursprünglich mit einem leichten Zulassungsminus bei Pkw rechneten, zeigte sich die Automobilkonjunktur zu Jahresbeginn 2019 noch stabil. Die Pkw-Zulassungen legten im 1. Quartal um 0,2% zu, die gewerblichen Zulassungen die zu den Investitionen zählen, sogar um 4,4%. Die Nutzfahrzeuge verzeichneten im 1. Quartal ein beachtliches Zulassungsplus von 17%, das in dieser Höhe auch im 2. Quartal gehalten werden konnte, und führten damit die steile Aufwärtsbewegung der letzten Monate unvermindert fort. Die gewerblichen Pkw-Käufe nahmen mit + 3,3% etwas weniger stark zu als zuvor (vgl. Kraftfahrt-Bundesamt 2019).

Den Trendumfragen des Bundesverbandes Deutscher Leasing-Unternehmen (BDL) zufolge ist der

Anschaffungswert des Neugeschäfts seiner Mitglieder mit Mobilien im 2. Quartal 2019 gegenüber dem Vorjahresquartal kräftig gestiegen (+8,1%), für das erste Halbjahr ergibt sich dadurch ein Wachstum von nominal 11,4%. Damit konnte sich die hohe Wachstumsdynamik halten und die Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Ausrüstungsinvestitionen deutlich übertreffen, was auch auf das lebhafte Neugeschäft mit Straßenfahrzeugen zurückzuführen war. Einen Zuwachs gab es zuletzt bei Pkw und Kombi, Bussen, Lkw und Anhängern, Büromaschinen/EDV, Immateriellen Wirtschaftsgütern sowie bei Luft-Schienen- und Wasserfahrzeugen, einen Rückgang hingegen bei Produktionsmaschinen sowie Sonstigen Ausrüstungen (vgl. BDL 2019).

INVESTITIONSINDIKATOR SIGNALISIERT SCHWÄCHEREN ZUWACHS DER AUSRÜSTUNGsinVESTITIONEN

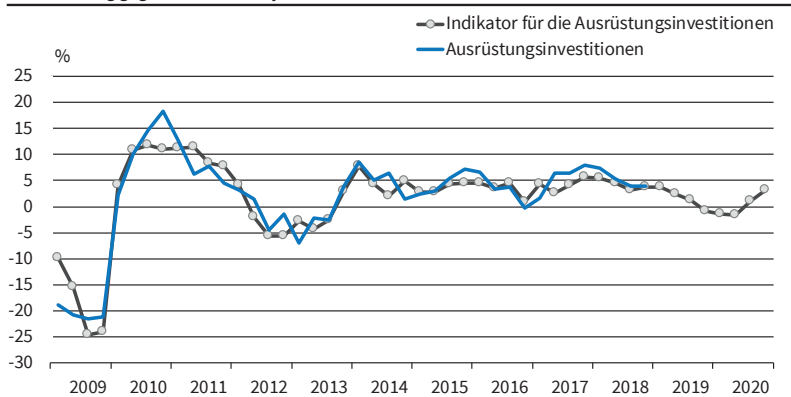
Der auf den Geschäftslage- und Geschäftserwartungen der Leasinggesellschaften basierende Investitionsindikator, den das ifo Institut und der Bundesverband Deutscher Leasing-Unternehmen gemeinsam ermitteln, signalisiert für das Jahr 2019 einen Anstieg der Ausrüstungsinvestitionen von nominal 1,7%, nach einem Anstieg um 5,0% im Vorjahr. Auch für das kommende Jahr ist nochmals mit Wachstum in dieser Größenordnung zu rechnen (+ 1,6%).

Dabei ist zu beachten, dass sich die Ermittlung des Indikators ab 2017 methodisch von denen früherer Berechnungen unterscheidet. So wird der Indikator von nun an mittels der seit längerem erfolgreich am ifo Institut eingesetzten Prognosemethodik vorgenommen. Diese bietet die Möglichkeit, die Ergebnisse der Befragung der Leasinggesellschaften mit weiteren Indikatoren zu kombinieren, um eine bessere Abschätzung der zukünftigen Entwicklung vorzunehmen.¹

Überdies basiert die Berechnung auf einer geänderten Abgrenzung des Investitionsbegriffs, der nun allein auf die Ausrüstungsinvestitionen abstellt und die Sonstigen Anlagen nicht mehr berücksichtigt. Diese Anpassung wurde notwendig, da die anlässlich der vorletzten Generalrevision der VGR erheblich revidierten Investitionszahlen einen merklichen Einfluss auf die Entwicklung des Aggregats haben.

¹ Detaillierte Informationen zur Methode finden Sie in Carstensen et al. (2009) sowie Fobbe und Lehmann (2016).

Abb. 1
Investitionsindikator
Veränderung gegenüber dem Vorjahr



Berechnungsstand: 13. September 2019.

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

© ifo Institut

Ursächlich für die weitere Zunahme der Ausrüstungsinvestitionen, trotz der deutlich schwächeren wirtschaftlichen Entwicklung und der Rezession in der Industrie, dürften auch die vielen Investitionsprojekte sein, die gegenwärtig technologischen Herausforderungen geschuldet sind. So vor allem die forcierte Entwicklung alternativer Antriebssysteme in der Automobilindustrie und auch die weitere Digitalisierung in der gesamten Wirtschaft. Überdies sind trotz der zuletzt rückläufigen Wirtschaftsleistung die Kapazitäten der Unternehmen noch leicht überdurchschnittlich ausgelastet.

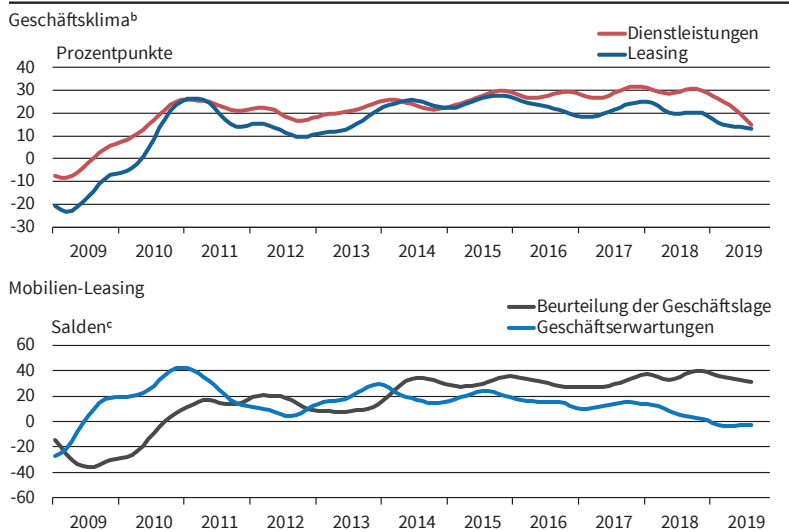
2019: GERINGERES WACHSTUMSTEMPO DER AUSRÜSTUNGsinVESTITIONEN

Nach dem Schrumpfen der Wirtschaft im zweiten Vierteljahr um 0,1% rechnet das ifo Institut mit ebenfalls - 0,1% im 3. Quartal. Somit würde Deutschland in eine technische Rezession abgleiten. Eine leichte Erholung im 4. Quartal und die starken plus 0,4% aus dem ersten Vierteljahr dürften dann plus 0,5% für das Gesamtjahr bedeuten.

Dieser Abschwung wurde durch eine Reihe welt-politischer Ereignisse ausgelöst, die eine über Jahrzehnte gewachsene, globale Wirtschaftsordnung in Frage stellen. Auch für das kommende Jahr wurde der Ausblick dunkler: Statt bislang 1,7% erwartet das ifo Institut jetzt nur noch 1,2% Wachstum, bereinigt um die vielen Arbeitstage sogar nur 0,8%. Für 2021 werden jetzt erstmals 1,4% veranschlagt (vgl. Wollmershäuser 2019).

Die konjunkturelle Entwicklung zeigt sich gespalten. Das exportorientierte Verarbeitende Gewerbe, in dem knapp ein Viertel der Wertschöpfung erwirtschaftet wird, steckt in einer Rezession. Gleichzeitig verzeichnen die binnenorientierten Dienstleister und die Bauwirtschaft teilweise kräftige Zuwächse. Getragen wird die Konjunktur von

Abb. 2
Unternehmensnahe Dienstleister und Leasing
Werte saisonbereinigt^a und geglättet



^a Mit X-13ARIMA-SEATS.

^b Durchschnitt der Salden aus den Prozentsätzen der positiven und der negativen Meldungen zu den Größen "Geschäftslage" und "Geschäftserwartungen".

^c Differenz aus den Prozentanteilen der positiven und negativen Firmenmeldungen.

Quelle: ifo Konjunkturumfragen Dienstleistungen, Berechnungsstand: 26. August 2019.

© ifo Institut

den privaten Konsumausgaben, die 2019 um 1,3% und 2020 um 1,1% zunehmen. Aber auch die Investitionen steigen mit 2,6% und 2,0% noch ordentlich. Dazu tragen vor allem die Bauinvestitionen mit einer Zunahme um 3,9% und 2,7% bei, während die Ausrüstungen nur noch um 0,7% und 0,4% zulegen.

Auch die umfragebasierten Indikatoren deuten aktuell auf ein deutlich nachlassendes Wachstumstempo hin: Der Abwärtstrend beim ifo Geschäftsklima setzt sich fort. Der ifo Geschäftsklimaindex ist im August von 95,8 auf 94,3 Punkte gefallen. Das ist der niedrigste Wert seit November 2012. Die Unternehmen schätzten ihre aktuelle Lage erneut deutlich schlechter ein. Auch mit Blick auf die kommenden Monate nahm der Pessimismus zu. Die Anzeichen für eine Rezession in Deutschland verdichteten sich. Im Verarbeitenden Gewerbe ist der Rückgang des Geschäftsklimaindikatoren nicht aufzuhalten. Die Zufriedenheit mit der aktuellen Lage hat erneut abgenommen. Die Erwartungen rutschten tiefer in den negativen Bereich. Ein ähnlicher Pessimismus unter den Industriefirmen war zuletzt im Krisenjahr 2009 zu beobachten. Bei keiner der deutschen Schlüsselindustrien zeigten sich Lichtblicke (vgl. Fuest 2019a).

Auch das ifo Weltwirtschaftsklima hat sich eingetrübt. Der Indikator fiel im 3. Quartal von -2,4 auf -10,1 Punkte. Sowohl die Lagebeurteilung als auch die Erwartungen verschlechterten sich deutlich. Die Verschärfung des Handelskonflikts belastet die Weltkonjunktur beträchtlich. Die Experten erwarten ein deutlich schwächeres Wachstum des Welt Handels. Die Handelserwartungen liegen auf dem niedrigsten Niveau seit Ausbruch des Handelskon-

flikts im vergangenen Jahr. Die Befragten erwarten zudem einen schwächeren privaten Konsum, eine niedrigere Investitionstätigkeit und rückläufige kurz- und langfristige Zinsen (vgl. Fuest 2019b).

VORSICHTIGERE PERSONALDISPOSITIONEN

Es ist auch zu berücksichtigen, dass die Wirtschaft – teilweise im Gegensatz zu den Anlageinvestitionen – von Jahr zu Jahr deutlich mehr in die Gewinnung neuer Mitarbeiter und in die Qualifizierung des vorhandenen Personals investiert. Allerdings werden die Investitionen in Humankapital (wie z.B. innerbetriebliche Weiterbildung) 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. Dies gilt insbesondere im Hinblick auf die Herausforderungen im Rahmen der Maßnahmen, die unter dem Stichwort »Industrie 4.0« beschrieben werden.

Die Zahl der Beschäftigten in Deutschland steigt scheinbar unaufhaltsam, und viele Stellen können gar nicht besetzt werden. Im April 2019 waren etwas über 45 Mio. Personen mit Wohnort in Deutschland erwerbstätig. Gegenüber dem Vorjahr nahm die Zahl der Erwerbstätigen um 1,1% zu (+ 488 000 Personen). Die Erwerbslosenzahl war sowohl gegenüber dem Vorjahresmonat als auch gegenüber dem Vormonat rückläufig. Im April 2019 waren 1,38 Mio. Personen erwerbslos, 135 000 weniger als ein Jahr zuvor (vgl. Statistisches Bundesamt 2019b). Damit ist die Beschäftigung so hoch wie nie seit der Wiedervereinigung. Der Arbeitsmarkt zeigt sich damit deutlich robuster gegenüber der Konjunkturschwäche als in früheren Jahren. Die Konjunkturschwäche hat ihre Spuren gleichwohl mittlerweile auch auf dem Arbeitsmarkt hinterlassen. Während die Beschäftigung in der Industrie bereits seit dem Frühjahr sinkt, kam der bislang kräftige Zuwachs bei den privaten Dienstleistern und im Baugewerbe im Sommer zum Erliegen. Die Arbeitslosigkeit steigt bereits den vierten Monat in Folge, und der Anteil der Unternehmen, die Kurzarbeit angemeldet haben, hat deutlich zugenommen. Für 2020 erwartet das ifo Institut einen Anstieg der Arbeitslosenzahlen auf 2,313 Millionen, von 2,275 in diesem Jahr. Die Zahl der Beschäftigten soll allerdings

weiter langsam zunehmen, von 45,2 Millionen über 45,4 auf 45,5 Millionen im Jahre 2021.

Die deutschen Unternehmen werden aktuell zurückhaltender bei der Mitarbeitersuche, und die Einstellungsbereitschaft nimmt weiter ab. Die Personalabteilungen in deutschen Unternehmen schreiben immer weniger neue Stellen aus. Das ifo Beschäftigungsbarometer ist im August auf 98,1 Punkte gefallen, nach 99,5 Punkten im Juli. Im Dienstleistungssektor ist das Barometer deutlich gefallen. Einen vergleichbar starken Rückgang gab es zuletzt im Dezember 2007. Die Dienstleister fallen als Beschäftigungsmotor nach und nach aus. Die Rezession in der Industrie schlägt sich nun mit Verzögerung auch bei den Dienstleistern nieder. Auch im Baugewerbe sank das Barometer. Hier sind jedoch weiterhin Neueinstellungen geplant. Im Handel bleibt das Beschäftigungsniveau konstant. Im Verarbeitenden Gewerbe ist das Barometer zwar gestiegen. Jedoch sind die Unternehmen, die Personal eher abbauen wollen, weiter in der Mehrzahl (vgl. Wohlrabe 2019).

Nach dem positiven ersten Halbjahr konnte die Automobilkonjunktur auch im Juli und August nochmals zulegen: Mit 313 748 Neuzulassungen gab es das zweithöchste August-Ergebnis aller Zeiten. Der geringe Rückgang (-0,8%) gegenüber dem stark überzeichneten Vorjahresmonat (+24,7%) ist bemerkenswert, weil der diesjährige August auch einen Arbeitstag weniger hatte. Kumuliert stiegen die Neuzulassungen um 0,9%. Schon im August 2018 gab es vor der Einführung der ersten Stufe von WLTP (Worldwide Harmonized Light-Duty Vehicles Test Procedure) Rekordwerte aufgrund vorgezogener Neuzulassungen. Die aktuelle Entwicklung ist ein Indiz dafür, dass auch die diesjährige WLTP-Umstellung zu vorgezogenen Neuzulassungen geführt hat. Der VDIK (Verband der Internationalen Kraftfahrzeughersteller) folgert daher, dass der überraschend starke August die Prognose erlaube, dass der Markt bis zum Jahresende über Vorjahr bleibt. Offenbar investieren die Unternehmen trotz der anhaltend kraftlosen Konjunktur nach wie vor recht umfangreich in ihre Fahrzeugflotten und stützen so weiterhin die Investitionskonjunktur.

Nachholbedarf besteht auch angesichts des hohen Durchschnittsalters der Flotte weiterhin, denn das Alter der Pkw im deutschen Flottenbestand steigt seit Jahren an und betrug zu Jahresbeginn 2019 im Durchschnitt 9,5 Jahre (2018: 9,4 Jahre).

Die, wenn auch schwächere, Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität und der florierende Onlinehandel sprechen jedenfalls für eine weiter steigende Nachfrage nach Nutzfahrzeugen.

Falls die Neuzulassungen von gewerblichen Straßenfahrzeugen 2019 das Vorjahresniveau erreichen, sollten die Leasinggesellschaften zumindest in ähnlicher Größenordnung zulegen können wie die gesamtwirtschaftlichen Ausrüstungsinvestitionen, eventuell auch stärker. Das ifo Geschäftsklima für die Leasingbranche ist seit November 2018 rückläufig, mit rund 31 Saldenpunkten aber immer noch auf einem komfortablen Niveau. Die Abschwächung ist vor allem auf die zunehmend weniger optimistischen Erwartungen zurückzuführen. Die hohe Abhängigkeit der Leasingbranche vom Fahrzeugmarkt führt angesichts der noch passablen Automobilkonjunktur zu einer vorsichtig optimistischen Einschätzung des Jahresergebnisses.

Der Leasingverband (BDL) erklärte, dass er auf der Basis der aktuellen Prognosen für die Ausrüstungsinvestitionen, im Jahr 2019 mit einem Plus im Neugeschäft von 3 bis 4% rechnet. Wachstumsmöglichkeiten sieht der BDL auch in der Digitalisierung: Eine Studie im Auftrag der KfW belege, dass Leasing nach dem Cashflow die zweithäufigste Finanzierungsform für Digitalisierungsprojekte sei.

Insgesamt gibt es also Chancen für eine weitere Geschäftsbelebung für die Leasinggesellschaften im Jahr 2019.

LITERATUR

BDL (2019), »Trendmeldung 2. Quartal 2019«, Ergebnisse, Juli.

Fuest, C. (2019a), »ifo Geschäftsklima fällt«, Ergebnisse der ifo Konjunkturumfragen im August 2019, 26. August, verfügbar unter: <https://www.ifo.de/sites/default/files/2019-08/ku-2019-08-pm-gesch%C3%A4ftsklima-DT.pdf>.

Fuest, C. (2019b), »ifo Weltwirtschaftsklima verschlechtert«, Ergebnisse des ifo World Economic Survey (WES) vom 3. Quartal 2019, 12. August, verfügbar unter: https://www.ifo.de/sites/default/files/2019-08/WES_Welt_dt_III_19.pdf.

Kraftfahrt-Bundesamt (2019), »Fahrzeugzulassungen im August 2019«, Pressemitteilung Nr. 20, 4. September, verfügbar unter: https://www.kba.de/DE/Presse/Pressemitteilungen/2019/Fahrzeugzulassungen/pm20_2019_n_08_19_pm_komplett.html.

Statistisches Bundesamt (2019a), »Ausführliche Ergebnisse zur Wirtschaftsleistung im 2. Quartal 2019«, Pressemitteilung Nr. 327, 29. August.

Statistisches Bundesamt (2019b), »Stabiler Anstieg der Erwerbstätigkeit im 1. Quartal 2019«, Pressemitteilung Nr. 165, 30. April.

Wohlrabe, K. (2019), »ifo Beschäftigungsbarometer weiter im Sinkflug«, Pressemitteilung, 28. August., verfügbar unter: <https://www.ifo.de/sites/default/files/2019-08/empl-d-201908.pdf>.

Wollmershäuser, T. (2019), »ifo Konjunkturprognose Herbst 2019 – Deutscher Wirtschaft droht Rezession«, ifo *Schnelldienst* 72(17), 63–72.

Petra Ritzer-Angerer

Digitalisierung des Finanzsektors

HERAUSFORDERUNGEN DURCH FINTECHS UND DIGITALE GLOBALPLAYER

Die Digitalisierung trifft den Finanzsektor in einer schwierigen Lage und auf besonders schwere Weise. Traditionelle Bankgeschäftsmodelle werden anhaltend kritisiert, dauerhafte Niedrigzinsen erschweren das Erwirtschaften von Gewinnen und die Finanzkrise ist auch nach zehn Jahren noch nicht überwunden. Das Bankgeschäft lässt sich weitgehend elektronisch abbilden, weshalb der Finanzsektor schon immer besonders eng mit der Digitalisierung verbunden war (sog. »Early Adopter« von IT, Alt und Puchmann 2016, S. 217). Neu ist jedoch die Herausforderung des Finanzsektors durch neue Marktakteure wie Fintechs und auch von Facebook als eines der größten digitalen Unternehmen. Das gleichzeitige Auftreten dieser Entwicklungen stellt Banken und Finanzdienstleister vor eine noch größere Herausforderung durch den digitalen Wandel als andere Wirtschaftszweige. Es wandelt sich nicht nur ihr Geschäftsmodell tiefgreifend, sie laufen zumindest in bestimmten Geschäftsfeldern bereits Gefahr, vom Markt gedrängt zu werden. Dieser Beitrag stellt Daten zu dieser Entwicklung zusammen und gibt einen Überblick über Prognosen verschiedener Akteure und Beobachter.

FinTechs sind flexible, innovative Unternehmen, die mit digitaler Technologie gesteuerten Geschäftsmodellen auf den Markt drängen. Bereits jetzt gehen Banken daher Kooperationen mit Fintechs ein oder lassen sich bei der Entwicklung eigener Ideen von deren Modellen inspirieren. Bislang wurden diese häufig kleinen Start-ups nicht für eine ernsthafte Konkurrenz für die etablierten Geschäftsbanken gehalten. Als Facebook allerdings Anfang Juni 2019 bekannt gab, an einer neuen Währung, genannt Libra, zu arbeiten, wurde vielerorts aufgehört (vgl. Balz 2019a; 2019b; Eichler und Thum 2019; Nienhaus 2019; *The Economist* 2019). Facebook gehört zu den sechs Firmen mit dem weltweit höchsten Marktwert 2018 (vgl. Fuest 2018), stellt einen der führenden Globalplayer der digitalen Welt dar und verfügt über ein riesiges Netzwerk mit entsprechender Marktmacht und hohem Kundenpotenzial.

VORANSCHREITEN DER NEUEN TECHNOLOGIEN IM FINANZSEKTOR

Technologische Fortschritte waren bereits zur Jahrtausendwende die treibende Kraft hinter einer Konsolidierungswelle im Finanzsektor, die aus Verschmelzungen, Aufkäufen und Kooperationen bestand (vgl. OECD 2001). Insbesondere die enormen Entwicklungen in der Telekommunikationstechnologie sind seither für die Finanzdienstleistungsbranche von entscheidender Bedeutung. Der Einsatz der Distributed-Ledger-Technik (Blockchain), dessen innovatives Potenzial aus der manipulationssicheren Dokumentation von Transaktionen resultiert, sowie Big Data sind bereits weitgehend realisiert. Einen Überblick über den aktuellen Stand des Einsatzes digitaler Technologien im Finanzsektor gibt Tabelle 1. Die dort genannten digitalen Technologien üben entweder bereits einen signifikanten Einfluss auf den Finanzdienstleistungsmarkt aus oder haben das Potenzial, zukünftig einen solchen auszuüben. Die einzelnen Technologien werden in Tabelle 1 den unterschiedlichen Kategorien angebotener Finanzdienstleistungen zugeordnet. Es wird deutlich, dass einige Technologien bereits weitreichende Anwendung finden, wohingegen andere erst am Anfang ihres Einsatzes stehen und aktuell erst für einzelne Finanzdienstleistungen herangezogen werden.

Für Fintechs existiert (noch) keine rechtliche Definition, der Finanzstabilitätsrat hat sie wie folgt definiert: Fintechs sind »technologiegestützte Innovationen im Finanzdienstleistungssektor, die neue Geschäftsmodelle, Anwendungen, Prozesse oder Produkte hervorbringen und die Finanzmärkte und -institute sowie die Art und Weise, wie Finanzdienstleistungen erbracht werden, beeinflussen könnten« (BaFin 2018b, S. 55). Die BaFin definiert Fintechs in einer Studie als »im Markt aktive, vergleichsweise junge, technologieorientierte, kleinere Anbieter, die selektive Funktionen an der Kundenschnittstelle oder in einem Kernprozess für eines oder mehrere Produkte anbieten (teilweise in Kooperation mit einem oder mehreren Incumbents« [das sind traditionelle Unternehmen der Branche]) (vgl. BaFin 2018a, S. 64).

Tab. 1

Der Einsatz neuer Technologien im Finanzsektor

Finanzdienstleistung \ Digitale Technologie	Bezahl-service	Beratung, Vermittlung, Planung	Investment Handel	Kredit	Versicherung	Sicherheiten	Operative Transaktionen für Kunden	Kommunikation
Blockchain	X	X	X	X	X	X	X	X
Big Data		X	X	X	X	X	X	X
Internet der Dinge					X			X
Cloud Computing				X			X	
Künstliche Intelligenz		X	X		X			X
Biometrie					X	X		
Virtual Reality/ Augmented Reality		X	X					X

Quelle: OECD (2018), Financial markets, insurance and private pensions: Digitalisation and finance.

Die Konkurrenz durch Fintechs wird von Banken und Finanzdienstleistern als stark wahrgenommen. Jedes zehnte Institut befand sich bereits 2017 in einem Fusionsprozess oder beabsichtigte zumindest, einen solchen zu beginnen (vgl. BaFin 2017, S. 75). Lediglich jede vierte etablierte Bank verfügt über eine Digitalstrategie, wie sie branchenfremden Wettbewerbern begegnen will (vgl. Accenture 2019). Die Entwicklung der Fintechs hat sich in den letzten beiden Jahren vervielfältigt: Das Investitionsvolumen in Fintechs hat eine rasante Entwicklung genommen, wobei 2018 ein besonders beeindruckender Sprung nach oben gelang und sich das Investitionsvolumen um den Faktor 2,2 mehr als verdoppelt hat (vgl. Abb. 1).

Ein so hohes Investitionsvolumen können Banken mit weniger guter Ertragslage nicht auf gleichem Niveau realisieren, ihnen droht damit ein weiteres Zurückfallen hinter der Konkurrenz. Dabei sind die Investitionen nicht auf Nordamerika, Westeuropa und die wohlhabenden Staaten Südostasiens begrenzt, FinTech-Strukturen entwickeln sich auch in Gebieten, wo man sie eventuell nicht erwarten würde, wie zum Beispiel in den afrikanischen Ländern südlich der Sahara oder auch im Mittleren Osten (vgl. Yermack 2018). Etwa die Hälfte des Investitionsvolumens 2018 (54,5 Mrd. US-Dollar, vgl. Abb. 1) entfällt auf Nord-, Mittel- und Südamerika, davon 52,5 allein auf USA, ca. 34,2 Mrd. US-Dollar auf Europa und immerhin 22,7 Mrd. US-Dollar auf Asien. Auf Europa entfiel damit weniger als ein Drittel des weltweiten Investitionsvolumens (vgl. KPMG 2019, S. 43). Unter den Investoren sind nicht nur etablierte Banken, auch global agierende Technologieunternehmen sind aktiv, wobei der hohe Anteil von Unternehmen unter den Investoren die Fintech-Branche stärkt (vgl. KPMG 2019, S. 7).

Fintechs werden in drei Gruppen aufgeteilt: *Challenger Banks* (das sind kleine Retailbanken

mit selektiven Finanzdienstleistungsangeboten), *Non-bank Payment Institutions* (das sind Zahlungsdienstleister außerhalb des Bankensektors) und *Big Tech Companies*¹. Der Marktanteil dieser neuen Akteure auf dem Markt für Finanzdienstleistungen betrug im Oktober 2018 schon 33% bezogen auf den Umsatz. Dabei hat die Zahl der Institutionen in zwölf Jahren (von 2005 bis 2017) um 20% abgenommen (vgl. *Fintech News Switzerland* 2018). Betrachtet man die aktuell am Markt aktiven Akteure, so beträgt der Anteil der neuen Institutionen (d.h. Markteintritt nach 2005) laut einer Studie 17% (vgl. Accenture 2018).

ENTWICKLUNG DIGITALER ZAHLUNGSMITTEL

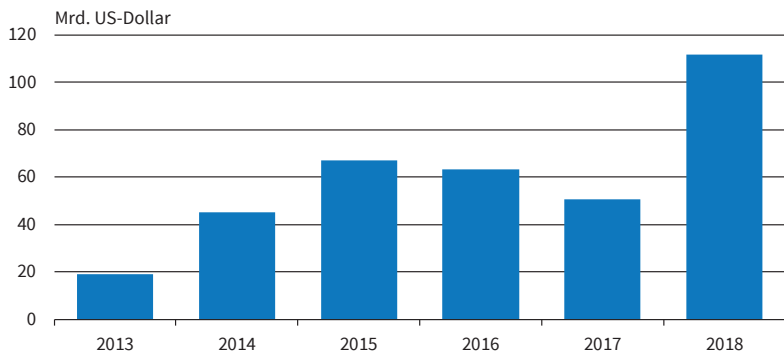
Kryptowährungen basieren auf kryptografischen Werkzeugen wie Blockchains und digitalen Signaturen. Kryptografie bezeichnete ursprünglich die Wissenschaft der Verschlüsselung von Informationen. Heute umfasst der Begriff die gesamte Thematik der Informationssicherheit, beinhaltet also Konzeption, Definition und Konstruktion von gegen Manipulation und ungewollten Zugriff geschützter Informationssysteme.

Kryptowährungen sind dezentral organisierte Buchungssysteme. Überweisungen werden kryptografisch legitimiert und über ein Netz gleichberechtigter Rechner (Peer-to-Peer-System) abgewickelt. Blockchain (bzw. im Deutschen Blockkette) bezeichnet die jederzeit erweiterbare Kette von Datensätzen (sog. »Blöcke«), die mittels kryptografischer Verfahren miteinander verbunden sind. Jeder Block enthält dabei typischerweise einen kryptografisch sicheren Hash (Streuwert) des vorhergehenden Blocks, einen Zeitstempel und Transaktionsdaten (vgl. Narayanan et al. 2016). Im Grundsatz entspricht

¹ Die sog. Big Four Tech Companies sind Google, Amazon, Facebook, Apple. Gelegentlich wird auch Microsoft genannt. Mit Libra forciert Facebook nun seine Aktivitäten im Finanzdienstleistungssektor.

Abb. 1

Weltweites Investitionsvolumen in Fintechs



Quelle: Pitchbook, Data.

© ifo Institut

die Technik dem Versenden einer E-Mail, da es keine Intermediäre mehr braucht, die auf beiden Seiten für das nötige Vertrauen sorgen, so dass Geschäfte abgewickelt werden können. Darin liegt das Innovationspotenzial. Daneben ist auch kein zentrales Clearing der Geldbewegungen mehr nötig wie im konventionellen Bankensystem.

Bitcoin war vor zehn Jahren die erste Kryptowährung. Mittlerweile listet die Website coinmarketcap.com mit Stand 1. Juli 2019 ca. 2 300 Kryptowährungen mit einer Gesamtmarktkapitalisierung von ca. 300 Mrd. US-Dollar, wovon 181 Mrd. US-Dollar (60,33%) allein auf Bitcoin entfallen. Damit ist Bitcoin das weltweit führende digitale Zahlungsmittel. Das Bemerkenswerte an der Entwicklung dieser digitalen Zahlungsmittel ist, dass nicht nur Geschäftsbanken und ihr Geschäftsmodell herausgefordert sind. Hier könnte sogar das hoheitliche Privileg der Zentralbanken, Banknoten auszugeben und die Geldmenge zu regeln, Preisstabilität zu gewährleisten sowie Wirtschafts- und Währungspolitik zu realisieren, in Frage gestellt werden.

Geld wird über seine Funktion als Zahlungsmittel definiert, d.h., der tatsächliche Gebrauch entscheidet in einer Volkswirtschaft über die Eigenschaft als Geld (vgl. Balz und Paulick 2019; Vollmer 2019). Was Geld ist, entscheidet damit letztlich die Mehrheit der Endverbraucher. Darin liegt eine gewisse Gefahr, denn wenn die Mehrheit der Endverbraucher ihre Zahlungsgewohnheiten ändert, kann eine Zahlungsform die Funktion von Geld übernehmen, die weniger streng reguliert ist und sich auch nicht zur Sicherung von Preisstabilität oder zur Steuerung im Sinne einer Wirtschafts- und Währungspolitik einsetzen lässt.

Zahlungen über Bitcoin sind seit Jahren möglich,

allerdings hat sich das Zahlungsvolumen nicht genauso rasant weiter nach oben entwickelt wie in den fünf Jahren zwischen 2012 und 2017, in denen ein Zuwachs von 385% realisiert wurde. Ab September 2017 sinkt der Betrag an Bitcoins, den führende Handelsunternehmen erhalten haben (vgl. Abb. 2).

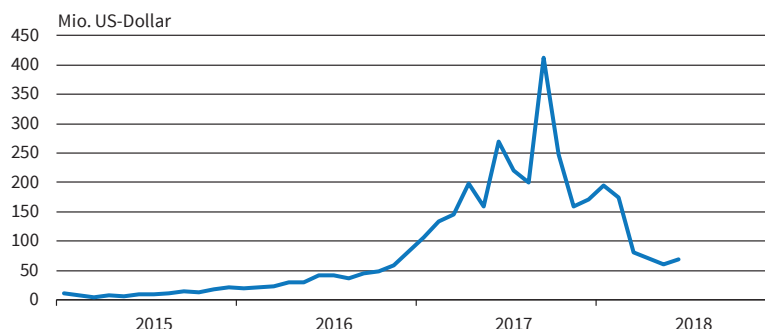
Angesichts der anfangs so positiven Entwicklung wurde Bitcoin als wichtigste kryptografische Währung weniger für Zahlungen als

zu Spekulationszwecken eingesetzt. Die Kursentwicklung von Kryptowährungen wird dabei erheblich von ihrem jeweiligen Einsatz als Zahlungsmittel beeinflusst. Zahlungsmittel, deren Einsatz stagniert oder sogar zurückgeht, werden nicht mehr fortlaufend höher bewertet. Umgekehrt führen die enormen Kursschwankungen bzw. die fehlende Preisstabilität von Kryptowährungen dazu, dass ihr Einsatz als Zahlungsmittel zurückgeht. Dies ist der Nachteil von Bitcoin und anderer Zahlungsmittel, deren Kaufkraft allein von Angebot und Nachfrage abhängt (vgl. Mayer 2019, S. 5). Aufgrund der dadurch bedingten Wechselwirkung, aber auch aufgrund der gestiegenen Kosten von Bitcoin-Transaktionen verursacht durch komplexere Validierung, blieb der Markt für Kryptowährungen trotz zunächst enormer Wachstumsraten und extrem hoher Erwartungen bislang verhältnismäßig klein.

Genau deshalb sieht die Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde ESMA (*European Securities and Markets Authority*) in den Kryptowährungen bislang kein Risiko für das Finanzsystem. Der Markt dafür sei schlicht zu klein, da sich die Marktkapitalisierung aller relevanten Kryptowährungen (gemessen als das Produkt aller Kurse mit der jeweiligen Umlaufmenge) – auf ca. 122 Mrd. US-Dollar beläuft, was der

Abb. 2

Erhaltener Bitcoin-Betrag von führenden Handelsunternehmen^a



^a Das Jahr wird auf den Juli geschrieben.
Quelle: Chainanalysis, Studie August 2018.

© ifo Institut

Bilanzsumme einer kleineren Bank entspricht. Dem schloss sich Bundesbank-Vorstandsmitglied Burkhard Balz in einer Stellungnahme vom 10. Juli 2019 an: Weder für die Finanzbranche noch für den Geldmarkt stellen Kryptowährungen derzeit ein Risiko dar, was aber nicht bedeute, dass sich die Lage nicht bald schon ändern könne, da »durch Regulierungslücken und zu unausgereifte Branchenstandards« in Zukunft durchaus Probleme auftreten könnten (Balz 2019a). Auch die Europäische Zentralbank (EZB) sieht mit Verweis auf den geringen Wert der Kryptowährungen derzeit keine Gefahr für die Preisstabilität, allerdings wird auch hier das unbedingt nötige, kontinuierliche und sehr sorgfältige Monitoring der Entwicklung betont (EZB 2019, S. 22).

Facebooks Internetwährung Libra soll zum einen dafür eingesetzt werden, Einkäufe im Internet zu bezahlen und sich zum anderen an Menschen richten, die über Landesgrenzen hinweg Geld überweisen wollen. Diese beiden Einsatzmöglichkeiten wurden auch stets bei der Begründung der Vorteilhaftigkeit der bereits bestehenden Kryptowährungen genannt. Libra soll als Schweizer Stiftung organisiert werden. Es handelt sich aber um ein globales Zahlungsmittel. Libra hat ein *Stable-Coin-Konzept*, d.h., es ist eine voll durch Vermögenswerte gedeckte Kryptowährung mit dem Vorteil, dass die Kaufkraft so stabil ist wie der Wert, der unterlegt ist. Laut Ankündigung von Facebook-Gründer Mark Zuckerberg soll man bereits ab 2020 die neue Internet-Währung mit stabilen Währungen wie dem US-Dollar oder Euro kaufen können. Als »zugelassenen Blockchain« soll Libra schon in naher Zukunft in der Lage sein, eine sehr große Anzahl von Transaktionen in kurzer Zeit abzuwickeln, so dass die Bedienung von Milliarden von Konten kein Problem darstellt (vgl. Mayer 2019, S. 5).

Libras Potenzial als Angreifer und seine Wirkung auf andere Wettbewerber wird deutlich stärker eingeschätzt als die der bisherigen Marktneulinge (vgl. Balz 2019a). Als Vorteile werden die Möglichkeit für kostengünstige internationale Geldtransfers, der Einsatz als stabiles Wertaufbewahrungsinstrument und die Nutzung als Bepreisungseinheit für globale Handelsplattformen genannt (vgl. Mayer 2019, S. 5). Die Zentralbanken wollen sich aber nicht von dem Hype um digitale Währungen anstecken lassen und verweisen darauf, dass digitales Zentralbankgeld²

einzig und allein vom Rat der Europäischen Zentralbank erlaubt werden könne (vgl. Balz 2019a).

Für den G-7-Gipfel wurde eine Stellungnahme vorbereitet, an der auch die Deutsche Bundesbank mitgearbeitet hat (Balz 2019a). Am 17. Juli 2019 wurden wesentliche Inhalte dieser Stellungnahme publik (vgl. *Zeit online* 2019): Deutschland, Frankreich und sogar die USA³ warnen darin zusammen mit anderen Wirtschaftsmächten vor dem Facebook-Geld. Die Finanzminister und Zentralbanken der Industriemächte fordern aufgrund »schwerer Bedenken« gegen die Libra schnelles Handeln. Nach dem deutschen Finanzminister Olaf Scholz sei die Vereinfachung transnationaler Zahlungen auch durch die heutigen Zentralbanken realisierbar, es sei daher nicht nötig, »eine neue zusätzliche Währung zu etablieren, die der demokratischen Kontrolle nicht unterliege« (*Zeit online* 2019). Auch der französische Finanzminister stellte klar, dass es nicht gewollt sei, »dass Privatunternehmen die Möglichkeit haben, eine souveräne Währung zu schaffen« (*Zeit online* 2019) und dass die Libra die Anforderungen im Sinne strenger Regelungen und Verpflichtungen nicht erfülle.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Libra vor allem in Bezug auf Regulierung, Aufsicht und Kontrolle – in einem Wort Governance – eine Herausforderung darstellt. Genannt werden Probleme in Bezug auf die Bekämpfung der Geldwäsche und der Terrorismusfinanzierung (Balz 2019a). Tatsächlich liegen die großen ökonomischen Herausforderungen aber in den Bereichen Geldpolitik und Staatsfinanzierung. Die Idee von Libra in Form der Schaffung einer globalen, dezentralisierten Währung bringt es mit sich, dass die offiziellen nationalen Währungen immer seltener verwendet werden und die Aufgaben nationaler Geldpolitik, auf die spezifischen Konjunkturzyklen eines Landes zu reagieren und die Inflation zu steuern, praktisch bedeutungslos werden könnten (vgl. Eichler und Thum 2019, S. 22). Dazu kommt, dass die Finanzierung von Staatsschulden schwieriger wird, wenn nationale Zentralbanken weniger einheimische Währung in Umlauf bringen und im Bedarfsfall zurückkaufen können, und auch die Finanzstabilität könnte in Gefahr geraten, wenn traditionelle Banken durch die Libra-Konkurrenz in existentielle Bedrohung geraten (vgl. Eichler und Thum 2019, S. 22).

DIE ZUKUNFT DES FINANZSEKTORS

Unter dem Titel »Finanzsektor 4.0 – die Zukunft aktiv gestalten« haben sich viele Finanzdienstleister auf

² Zentralbankgeld kann grundsätzlich nicht nur in Form von Banknoten und Notenbankguthaben, sondern auch in digitaler Form ausgegeben werden. Die US-amerikanische und die kanadische Notenbank haben die Ausgabe digitaler Zahlungsmedien bereits vorgeschlagen. Mit digitalen Zahlungsmedien bereits experimentiert haben die Zentralbank in Uruguay (»e-Peso«) und die Schwedische Riksbank (»e-Krona«), beide haben aber noch nicht endgültig über deren Einführung entschieden (vgl. Vollmer 2019). Im Gegensatz zu solch national begrenztem digitalem Zentralbankgeld erfolgt bei Libra die Guthabensicherung nicht hardware-basiert auf einem Mobiltelefon, sondern mit Hilfe der Blockchain-Technologie, was Libra zu einer Kryptowährung macht (vgl. Demary und Demary 2019).

³ Das Heimatland von Facebook sind die USA. Dennoch vertreten die USA nicht die Interessen von Facebook, sondern die Kritik an Libra wird – im Gegenteil – sogar besonders aggressiv vorgetragen. Im Kongress gab es mit dem »Keep Big Tech out of Finance Act« eine Gesetzesinitiative mit dem Ziel, großen Internetkonzernen einen Markteintritt in die Finanzindustrie zu verwehren (vgl. Eichler und Thum 2019).

dem »Financial Services Summit« am 21. März 2019 in Frankfurt am Main über die aktuellen Herausforderungen ihrer Branche ausgetauscht. Dabei wurden fünf mögliche Leitbilder für die Branche skizziert und diskutiert: die »bessere« Bank, die »neue« Bank, die »fragmentierte« Bank, die »unsichtbare« Bank und die Disintermediation (vgl. Dombret 2019). Es wird Zeit, eindeutige strategische Entscheidungen darüber zu treffen, wo und wie der einzelne Finanzdienstleister in einem veränderten digitalen Marktumfeld erfolgreich konkurrieren können will.⁴

Eine Studie von Roland Berger kommt zu dem Ergebnis, dass die digitale Reife im Bankensektor zwar zunähme, aber dass die Branche im Vergleich zu den digitalen Vorreitern nicht substantiell aufhole (Berger 2018). Die Banken seien zu beschäftigt, das eigene Geschäftsmodell zu digitalisieren, »als dass sie selbst zum Innovationstreiber ihrer Branche werden könnten« (Berger 2018, S. 5). Es werde daher nicht allen Banken gelingen, sich an der Kundenschnittstelle zu profilieren, worauf sich ein Großteil der Institute fokussiere, indem die Transformation in ein Plattform-Geschäftsmodell angestrebt werde (vgl. Berger 2018, S. 8). Nach dem Fintech-Hype komme jetzt eine Phase der pragmatischen Zusammenarbeit, wobei kulturelle und technologische Legacy-Hürden zu überwinden seien und überdies unterschiedliche Umsetzungsmodelle gleichzeitig angewendet werden müssen (vgl. Berger 2018, S. 11 ff.)

Banken und Finanzdienstleister seien demnach auch heute noch einer Welt strategisch verhaftet, »in der sie sich für keine besondere Rolle hinsichtlich Kundenzugang oder Produktangebot entscheiden müssten« und in der »eine strategische Differenzierung (...) in dieser Hinsicht nicht erforderlich« sowie »eine möglichst universelle Aufstellung mit maximaler Wertschöpfungsbreite und -tiefe« für viele Banken selbstverständlich war. Für den zukünftigen Erfolg einer Bank sei es aber entscheidend, sich der Gefahr unkoordinierter digitaler Aktivitäten durch Fortschreibung überholter Geschäftsmodelle bewusst zu werden, sich für eine strategische Positionierung bewusst zu entscheiden und diese mit voller Energie umzusetzen (vgl. Berger 2018, S. 21).

Die Kritik, es werde an institutionellen Denkweisen, Prozessen und Strukturen festgehalten, wodurch die digitale Transformation zum Mythos werde, wird auch von Analysten formuliert. Es werde daher bis 2030 volle 80% der traditionellen Finanzdienstleister nicht mehr am Markt geben, wurde zum Beispiel von Gartner prognostiziert. Besondere

Gefahren für etablierte Finanzdienstleister bestünden deshalb, weil »die Zukunft der Finanzdienstleistungsbranche zunehmend ohne »Ballast« funktionieren würde und nur wenige materielle Assets erforderlich wären, um eine Präsenz aufzubauen oder aufrechtzuerhalten«, was die Branche »besonders anfällig für Disruption durch digitale Mitbewerber« mache (vgl. Gartner 2019).

FAZIT

»Banken haben das Schicksal in ihrer Hand«, ist das Ergebnis der Schweizer Bankiervereinigung als Kommentar zu der IFZ FinTech-Studie 2019 (vgl. Ankenbrand, Dietrich und Ieri 2019), die die traditionellen Banken vor der »Wahl zwischen Geschäftsanpassung und Bedeutungslosigkeit« sehen und in Bezug auf die Schweizer Banken feststellen: »Ausreden gibt es keine, denn die Rahmenbedingungen für die Anwendung von Zukunftstechnologien in der Schweiz sind ausgezeichnet« (SwissBanking 2019). Deutschland liegt im europäischen Vergleich nach Spanien, der Schweiz und Großbritannien auf Platz 4 im Voranschreiten der Digitalisierung von Banken (gemäß Digital Banking Index von Oliver Wyman 2019).

Die Regulierung und Entwicklung funktionierender Corporate-Governance-Systeme für Kryptowährungen sind neuartige Herausforderungen, die erst am Anfang stehen (vgl. Zachariadis, Hileman und Scott 2019). Dieses Thema ist Teil der wissenschaftlichen Erforschung dezentral organisierter Peer-to-Peer-Systeme (P2P-Systeme). Für dieses sehr junge Forschungsgebiet wird noch diskutiert, ob Selbstregulierung eine Regulierung von außen ersetzen kann (vgl. Cohen und Sundararajan 2015). Für die Frage einer möglichen externen Regulierung von Blockchains (vgl. Yermack 2017) und anderer Peer-to-Peer-Systeme werden verschiedene Optionen diskutiert. Hier sind noch sehr viele Fragen offen.

Die Digitalisierung stellt eine einzigartige Herausforderung für den Finanzsektor dar, und es bleiben nur noch wenige Jahre, sich strategisch zu positionieren und diese Strategie dann auch konsequent und schnell erfolgreich umzusetzen. Es bleibt abzuwarten, wie gut dies den einzelnen, teilweise sehr traditionellen Instituten gelingen wird.

LITERATUR

Accenture (2018), »Digitale Player kosten traditionelle Banken ein Drittel des Wachstums in Europa«, Pressemitteilung, 29. November, verfügbar unter: <https://newsroom.accenture.de/de/news/digitale-player-kosten-traditionelle-banken-ein-drittel-des-wachstums-in-europa.htm>, aufgerufen am 12. Juli 2019.

Accenture (2019), »Innovation durch Fintech, Die Zukunft durch neue Technologien und Geschäftsideen gestalten«, verfügbar unter: <https://www.accenture.com/de-de/insight-innovation-durch-fintech>, aufgerufen am 12. Juli 2019.

Alt, R. und T. Puchmann (2016), *Digitalisierung der Finanzindustrie, Grundlagen der Fintech-Evolution*, Springer, Berlin.

⁴ Zumindest wie Kunden durch die Möglichkeiten der neuen Technologien begeistert werden können, scheint man sich einig zu sein: Durch den Einsatz von Künstlicher Intelligenz und Chatbots werde laut einer Studie von Econsultancy von bereits 36% der Anbieter von Financial Services versucht, Kunden zu begeistern, und weitere 41% wollen angeblich im nächsten Jahr auch in diese neuen Technologien einsteigen (vgl. Econsultancy 2019).

- Ankenbrand, T., A. Dietrich und D. Bieri (2019), *IFZ FinTech Study 2019: An Overview of Swiss FinTech*, IFZ Studie Hochschule Luzern, verfügbar unter: https://blog.hslu.ch/retailbanking/files/2019/03/IFZ-FinTech-Study-2019_Schweiz.pdf, aufgerufen am 16. Juli 2019.
- BaFin (2017), *Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2017*, BaFin-Publikation, verfügbar unter https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Jahresbericht/jahresbericht_node.html, aufgerufen am 4. Juli 2019.
- BaFin (2018a), *Big Data trifft auf künstliche Intelligenz, Fintech-Studie*, verfügbar unter: https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/dl_bdai_studie.pdf?sessionid=F070B7CA90C2A03D0C0F3D437363A3F2.1_cid298?__blob=publicationFile&v=9, aufgerufen am 16. Juli 2019.
- BaFin (2018b), *Jahresbericht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 2018*, BaFin-Publikation, verfügbar unter: https://www.bafin.de/DE/PublikationenDaten/Jahresbericht/jahresbericht_node.html, aufgerufen am 4. Juli 2019.
- Balz, B. (2019a), »Digital transformation – a central bank perspective«, 2nd EBF Cloud Banking Conference, Rede am 9. Juli 2019, Brüssel, verfügbar unter <https://www.bundesbank.de/en/press/speeches/digital-transformation-a-central-bank-perspective-800868>, aufgerufen am 11. Juli 2019.
- Balz, B. (2019b), »Die Aufsicht muss ein Auge auf Libra haben«, Interview von Burkhard Balz, *Börsen-Zeitung*, 12. Juli, verfügbar unter: <https://www.bundesbank.de/de/presse/interviews/-die-aufsicht-muss-ein-auge-auf-libra-haben--801960>, aufgerufen am 15. Juli 2019.
- Balz, B. und J. Paulick (2019), »Private Zahlungsmittel und die Rolle der Zentralbanken im digitalen Zeitalter«, *ifo Schnelldienst* 72(17), 13–16.
- Berger, R. (2018), »Halten Finanzdienstleister Schritt mit der Digitalisierung?«, *Roland Berger Focus*, 3. Europäischer Retail Banking Survey – Ergebnisse und Handlungsempfehlungen, verfügbar unter: https://www.rolandberger.com/publications/publication_pdf/roland_berger_retail_banking_survey_de.pdf, aufgerufen am 17. September 2019.
- Chainanalysis (2018), »Olga Kharif, Bloomberg-Blog«, 1. August, über *Chainanalysis study*, verfügbar unter: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2018-08-01/bitcoin-s-use-in-commerce-keeps-falling-even-as-volatility-eases>, aufgerufen am 16. Juli 2019.
- Cohen, M. und A. Sundararajan (2015), »Self-Regulation and Innovation in the Peer-to-Peer Sharing Economy«, *University of Chicago Law Review Online* 82(1), 116–133.
- Demary, M. und V. Demary (2019), »Kryptowährungen – alles anders mit Libra?«, *ifo Schnelldienst* 72(17), 17–19.
- Dombret, A. (2019), Zitat zu den »fünf möglichen Szenarien für die Bankenbranche«, verfügbar unter: <https://www.it-finanzmagazin.de/finanzsektor-zukunft-banken-versicherer-mut-daten-87383/>, aufgerufen am 16. Juli 2019.
- Econsultancy (2019), »Digital Trends 2019: Financial Services in Focus«, *DT-Report 2019*, verfügbar unter <https://www.adobe.com/content/dam/acom/uk/modal-offers/2019/DT-Report-2019/Econsultancy-2019-Digital-Trends-Financial-Services.pdf>, aufgerufen am 16. Juli 2019.
- Eichler, S. und M. Thum (2019), »Libra – Totengräberin für gescheiterte Währungen, Herausforderung für gute Regulierung«, *ifo Schnelldienst* 72(17), 20–23.
- ESMA (2019), »Advice, Initial Coin Offerings and Crypto-Assets«, *ESMA-Publikation*, verfügbar unter https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma50-157-1391_crypto_advice.pdf, aufgerufen am 11. Juli 2019.
- EZB (2019), »Crypto-Assets: Implications for financial stability, monetary policy, and payments and market infrastructures«, *ECB Crypto-Assets Task Force, Occasional Paper Series*, Nr. 223, Mai 2019, verfügbar unter <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op223~3ce14e986c.en.pdf>, aufgerufen am 16. Juli 2019.
- Fintech News Switzerland (2018), »Fintech now takes up 33% of revenue share in financial services«, 22. Oktober, verfügbar unter <http://fintech-news.ch/fintech/fintech-disruption-banks-at-risk/23072/>, aufgerufen am 12. Juli 2019.
- Fuest, C. (2018), »Digitalisierung und Steuerpolitik«, *ifo Schnelldienst* 71(14), 21–25.
- Gartner (2019), David Furlonger (Gartner Vize-Präsident und Analyst), Rede auf dem *Gartner Symposium/ITxpo* am 29. Oktober 2018, Gold Coast, Australia, Ausschnitte verfügbar unter: <https://www.gartner.com/en/newsroom/press-releases/2018-10-29-gartner-says-digitalization-will-make-most-heritage-financial-firms-irrelevant-by-2030>, aufgerufen am 16. Juli 2019.
- KPMG (2019), *The Pulse of Fintech 2018, Biannual global analysis of investment in fintech*, KPMG-Publikation, verfügbar unter: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/xx/pdf/2019/02/the-pulse-of-fintech-2018.pdf>, aufgerufen am 16. Juli 2019.
- Mayer, T. (2019), »Besseres Geld durch Digitalisierung«, *ifo Schnelldienst* 72(17), 3–6.
- Narayanan, A., J. Bonneau, E. Felten, A. Miller und S. Goldfeder (2016), *Bitcoin and cryptocurrency technologies: a comprehensive introduction*, Princeton University Press, Princeton.
- Nienhaus, L. (2019), »Operation Größenwahn«, *Die Zeit*, 27. Juni, 21.
- OECD (2001), *Report on Consolidation in the Financial Sector*, OECD-Publikation, verfügbar unter: <https://www.bis.org/publ/gten05.pdf>, aufgerufen am 16. Juli 2019.
- OECD (2018), *Financial Markets, insurance and Private Pensions: Digitalisation and Finance*, OECD-Publikation, verfügbar unter: <http://www.oecd.org/finance/Financial-markets-insurance-pensions-digitalisation-and-finance.pdf>, aufgerufen am 16. Juli 2019.
- SwissBanking (2019), »Banken haben das Schicksal in ihrer Hand«, Blog, 1. April, verfügbar unter: https://www.swissbanking.org/de/services/blog/banken-haben-das-schicksal-in-ihrer-hand?utm_source=Swiss-Banking+Abonnement+%28DE%29&utm_campaign=6e7f60843a-Blog_Campaign&utm_medium=email&utm_term=0_d641d111e6-6e7f60843a-437733497, aufgerufen am 16. Juli 2019.
- The Economist* (2019), »Facebook's weird new currency«, 22. Juni, Leaders S. 9 (»Click here to buy Libra«), Business S. 49f. (»Coin flip«) und Business S. 51f. (»Liberalised finance«).
- Vollmer, U. (2019), »Geldpolitik 4.0 – Brauchen wir digitales Zentralbankgeld?«, *Wirtschaftliche Freiheit*, 30. Juni, verfügbar unter: <http://wirtschaftlichefreiheit.de/wordpress/?p=25458>, aufgerufen am 13. September 2019.
- Wyman, O. (2019), »Deutsche Banken verlieren bei Digitalisierung an Boden – Spanien bleibt Spitzenreiter«, Pressemitteilung, 29. März, verfügbar unter: https://www.oliverwyman.de/content/dam/oliver-wyman/v2-de/media/2019/Pressemitteilungen/20190328_PM_OliverWyman_DigitalBankingIndex.pdf, aufgerufen am 17. September 2019.
- Yermack, S. (2017), »Corporate Governance and Blockchains«, *Review of Finance* 21(1), 7–13.
- Yermack, S. (2018), »FinTech in Sub-Saharan Africa: What Has Worked Well, and What Hasn't«, NBER Working Paper No. 25007, September, verfügbar unter: <https://www.nber.org/papers/w25007>, aufgerufen am 11. September 2019.
- Zachariadis, M., G. Hileman und S. V. Scott (2019), »Governance and control in distributed ledgers: Understanding the challenges facing blockchain technology in financial services«, *Information and Organization* 29(2), 105–117.
- Zeit online* (2019), »Große Wirtschaftsmächte warnen vor Facebook-Geld Libra«, Pressemitteilung, 17. Juli, verfügbar unter: <https://www.zeit.de/news/2019-07/17/g7-staaten-haben-schwere-bedenken-gegen-facebooks-libra>, aufgerufen am 19. Juli 2019.

Klaus Wohlrabe

ifo Konjunkturumfragen September 2019 auf einen Blick:

Der Abschwung macht eine Pause

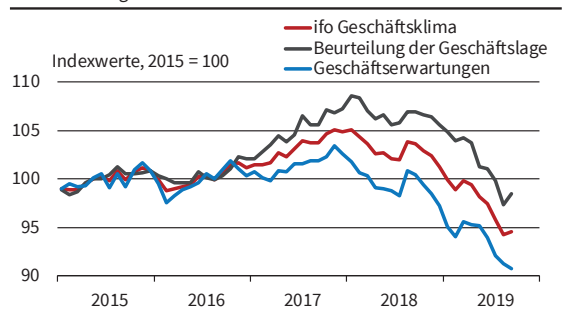
Die Stimmung in den deutschen Unternehmen hat sich leicht verbessert. Der ifo Geschäftsklimaindex ist im September von 94,3 auf 94,6 Punkte gestiegen. Der Anstieg war einer besseren Einschätzung der aktuellen Lage geschuldet. Der Ausblick auf die kommenden Monate verschlechterte sich jedoch erneut. Der Abschwung macht eine Pause.

Im Verarbeitenden Gewerbe kennt das Geschäftsklima nur eine Richtung: abwärts. Die Unternehmen waren erneut mit den laufenden Geschäften weniger zufrieden. Ihre Erwartungen für die kommenden Monate blieben pessimistisch. Die aktuelle Nachfrageentwicklung und die Produktionspläne versprechen keine Besserung in den kommenden Monaten. Im Dienstleistungssektor hat sich das Geschäftsklima nach dem Rückschlag im Vormonat deutlich

erholt. Die Dienstleister waren mit ihrer aktuellen Geschäftslage merklich zufriedener. Auch der Ausblick auf das kommende halbe Jahr hellte sich wieder auf. Im Handel hat das Geschäftsklima erneut nachgegeben. Die aktuelle Lage wurde von den Händlern etwas weniger gut eingeschätzt. Zudem erwarten sie eine weitere Verschlechterung der Geschäfte in den nächsten Monaten. Im Bauhauptgewerbe ist der Geschäftsklimaindikator gestiegen. Dies war auf optimistischere Erwartungen der Baufirmen zurückzuführen. Die Unternehmen schätzten ihre Lage immer noch sehr gut ein, aber nicht mehr ganz so gut wie im Vormonat.

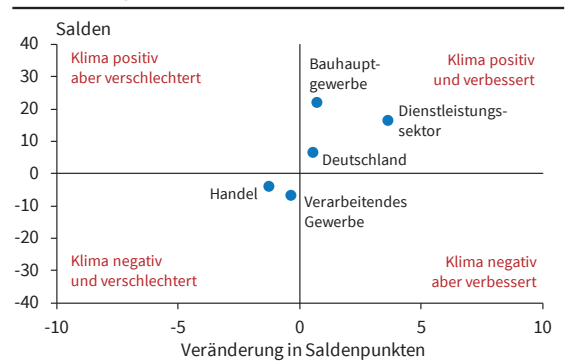
Die Personalabteilungen in deutschen Unternehmen schreiben wieder mehr Stellen aus. Das Beschäftigungsbarometer ist im September auf

Abb. 1
ifo Geschäftsklima Deutschland^a
Saisonbereinigt



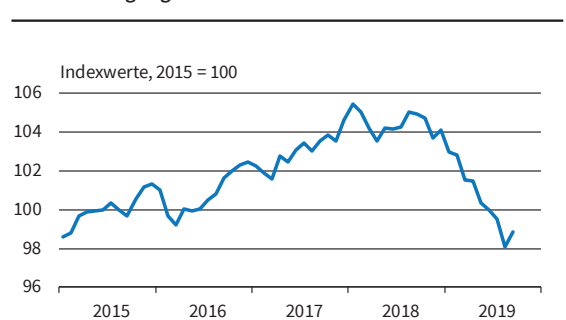
^a Verarbeitendes Gewerbe, Dienstleistungssektor, Handel und Bauhauptgewerbe.
Quelle: ifo Konjunkturumfragen, September 2019. © ifo Institut

Abb. 2
ifo Geschäftsklima nach Wirtschaftsbereichen
Saisonbereinigt



Quelle: ifo Konjunkturumfragen, September 2019. © ifo Institut

Abb. 3
ifo Beschäftigungsbarometer^a



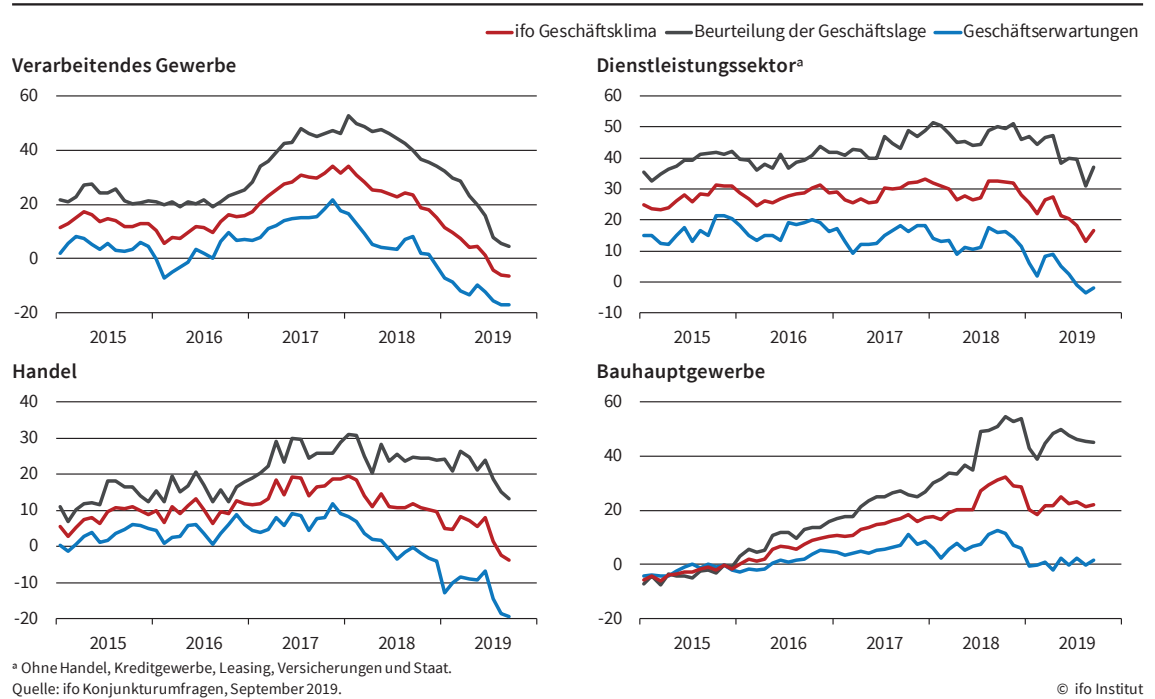
^a Verarbeitendes Gewerbe, Dienstleistungssektor, Handel und Bauhauptgewerbe.
Quelle: ifo Konjunkturumfragen, September 2019. © ifo Institut

Abb. 4
Exportorerwartungen im Verarbeitenden Gewerbe



^a Aus den Prozentsätzen der Meldungen über zu- und abnehmende Exportgeschäfte.
Quelle: ifo Konjunkturumfragen, September 2019. © ifo Institut

Abb. 5
ifo Geschäftsklima nach Wirtschaftsbereichen
 Salden, saisonbereinigt



98,9 Punkte gestiegen, nach 98,1 Punkten im August. Die Dynamik auf dem Arbeitsmarkt bleibt jedoch weiterhin schwach ausgeprägt. Der Treiber des Anstiegs waren die Dienstleister. Vor allem Hotels und Gaststätten wollen mehr Personal einstellen. Aber auch Unternehmensberater sind vermehrt gesucht. In der Industrie werden dagegen weiter Stellen abgebaut. Unter den wichtigsten deutschen Industriebranchen gibt es bei der Beschäftigtenentwicklung keinen Lichtblick. Im Handel bleibt die Beschäftigtenzahl stabil. Der Bauboom sorgt weiter dafür, dass ständig Bauarbeiter gesucht werden.

Die Stimmung unter den deutschen Exporteuren hat sich merklich eingetrübt. Die ifo Exporterwartungen der Industrie sind im September auf -5,2 Saldenpunkte gefallen, von -2,3 Saldenpunk-

ten im August. Die leichte Erholung im August war nur von kurzer Dauer. Ein möglicher harter Brexit wirft seine Schatten voraus. Im Moment gibt es von der Weltwirtschaft kaum positive Signale für die deutschen Exporteure. Nachdem die chemische Industrie im August noch merklich optimistisch war, musste sie nun einen deutlichen Dämpfer hinnehmen. Sie erwartet kaum noch Zuwächse beim Exportgeschäft. Ein Grund hierfür war die angespannte Situation im Nahen Osten. Ähnliches gilt für die Branche der Gummi- und Kunststoffwaren. Die Elektrotechnik erwartet sinkende Umsätze im Auslandsgeschäft. Die Exporterwartungen hier waren zuletzt 2009 so pessimistisch. Unter den wenigen Lichtblicken in diesem Monat waren die Textil- und die Getränkehersteller.

ZULETZT ERSCHIENEN



THEMA IM NÄCHSTEN SCHNELLDIENST:

Schnelldienst 21/2019 erscheint am 7. November 2019

Versteigerung der 5G-Lizenzen in Deutschland – ein Meilenstein auf dem Weg in die digitale Zukunft?

