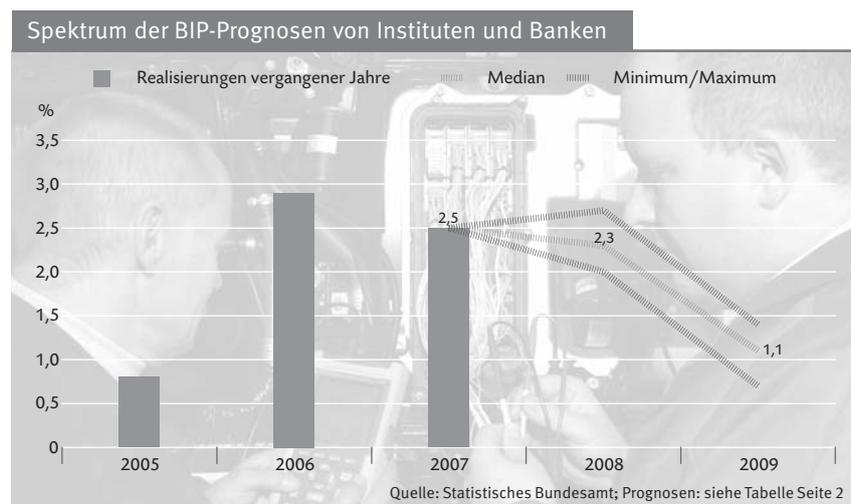


Wie schlimm wird der Abschwung?

Die deutsche Wirtschaft startete mit einem Rekordwachstum in das neue Jahr. Im zweiten Quartal schrumpfte die Wirtschaftsleistung nun erstmals seit knapp vier Jahren wieder. Aktuelle Konjunkturindikatoren zeichnen dazu ein düsteres Bild über die weitere Konjunkturentwicklung. Wie kann es sein, dass die konjunkturelle Lage binnen eines Quartals plötzlich so negativ ausfällt und die Erwartungen nun so pessimistisch sind?



Das preis-, saison- und kalenderbereinigte Bruttoinlandsprodukt ist im zweiten Quartal 2008 um 0,5 v.H. im Vergleich zum Vorquartal zurückgegangen. Dieser Konjunkturunbruch kam allerdings nicht ganz unerwartet, da die wirtschaftliche Entwicklung Anfang des Jahres von offensichtlichen Sondereffekten gekennzeichnet war: Die ungewöhnlich starke Bauaktivität wegen der milden Witterung sowie sehr dynamische Investitionen in Ausrüstungsgüter aufgrund von Nachwirkungen der im letzten Jahr ausgelaufenen Sonderabschreibungsregelungen prägten die außerordentliche Wirtschaftsleistung im ersten Quartal des Jahres. Diese positiven Konjunkturreffekte sind dann im

ersten Halbjahr erwartungsgemäß allmählich ausgelaufen. So gingen insbesondere die realen Bauinvestitionen im zweiten Quartal des Jahres mit einer Quartalsveränderungsrate von -3,5 v.H. zurück und die Ausrüstungsinvestitionen sanken im Vergleich zum Vorquartal um 0,5 v.H. Nach drei Jahren kräftiger Investitionsaktivität ist ein Abkühlen hier allerdings nicht besorgniserregend, sondern eher dem üblichen Konjunkturzyklus zuzuschreiben. Die realen privaten Konsumausgaben drücken nach wie vor die gesamtwirtschaftliche Expansionsrate. Diese sind im zweiten Quartal 2008 zum dritten Mal in Folge rückläufig und spiegeln deutlich die anhaltend schwindende Kaufkraft der Haus-

halte sowie die generelle Verunsicherung der Verbraucher über die weitere Einkommensentwicklung wider. Der Staat hingegen hat seinen realen Verbrauch erneut um 0,3 v.H. erhöht und somit die Binnennachfrage im 2. Quartal gestützt. Positive Impulse kamen vom Außenbeitrag. Zwar verringerten sich die Exporte und Importe im Vergleich zum ersten Quartal, da die Importe mit einer Veränderungsrate von -1,3 v.H. allerdings sehr viel stärker als die Exporte (-0,2 v.H.) abnahmen, errechnet sich dadurch ein positiver Exportüberschuss. Es ist jedoch klar, dass sich in der Außenhandelsstatistik bereits das Übergreifen der Konjunkturschwäche wichtiger Handelspartner Deutschlands niederschlägt. Zusammengefasst zeigen sich somit zwei Effekte in der Konjunkturentwicklung, die den jüngsten Abwärtsrutsch erklären: Eine korrigierende Gegenbewegung sowie eine allgemeine Konjunkturabschwächung im Geleit der weltwirtschaftlichen Entwicklung.

IN DIESER AUSGABE

Wie schlimm wird der Abschwung?	1
Die voraussichtliche Lage in der EWU	3
ZEW-Finanzmarkttest: Ergebnisse der Augustumfrage 2008.	4
Dienstleister der Informationsgesellschaft: Gute konjunkturelle Stimmung bei den wissensintensiven Dienstleistern	5
Implementierung von Geldpolitik und die Federal Funds Rate.	6
Die Olympischen Spiele im Spiegel der Aktienmärkte	8
Einkommensgleichheit und Umverteilung	10
Der GAP-Gesundheitscheck	12

Das Stimmungsbild aktueller Konjunkturindikatoren

Die nicht enden wollende Finanzkrise, weitere Rekordanstiege bei Energiepreisen sowie eine generell schwächelnde Weltwirtschaft haben das Stimmungsbild im Verlauf der ersten Jahreshälfte geprägt. Seit Monaten sinkende Auftragseingänge, eine rückläufige Industrieproduktion sowie anhaltende Verunsicherungen bei Verbrauchern und Unternehmen sind ein deutlicher Beleg für den zunehmenden Konjunkturpessimismus. Etwas Entspannung, aber alles andere als eine konjunkturelle Trendwende, stellen die August-Umfrageergebnisse der ZEW-Konjunkturerwartungen in Aussicht. Diese haben sich um 8,4 Punkte verbessert und liegen nun bei minus 55,5 Punkten nach minus 63,9 Punkten im Juli. Damit liegen sie immer noch deutlich unter ihrem historischen Mittelwert von 28,3 Punkten. Der letzte Rückgang des Bruttoinlandsprodukts hat sich bei der Bewertung der aktuellen konjunkturellen Lage im August sichtlich ausgewirkt. Der entsprechende Indikator ist um 26,2 Punkte auf minus 9,2 Punkte gesunken. Dass sich die Erwartungskomponente allerdings leicht verbessern konnte und somit die Sorge um die Konjunktur gemildert scheint, mag am jüngs-

ten Rückgang des Ölpreises sowie der Abwertung des Euros gegenüber dem US-Dollar liegen. Insgesamt spricht die aktuelle Stimmung der befragten Finanzmarktanalysten aber nicht dafür, die deutsche Wirtschaft bereits am Vorabend einer lang anhaltenden Rezession zu sehen.

Ausblick

Es gibt eine Reihe weiterer Fakten, welche wenig Anlass für Rezessionsängste geben. Die deutsche Wirtschaft hat ein gutes Polster. Die letzten beiden Jahre verliefen mit realen Veränderungs-raten des BIP von 2,9 v.H. und 2,5 v.H. äußerst gut. Der Aufschwung hat sich bis dato in einem anhaltenden Beschäftigungsaufbau und einer Reduktion der Arbeitslosigkeit niederschlagen. Die Unternehmen haben in den vergangenen Jahren Kosten reduziert, neue Absatzmärkte erschlossen, ihre Wettbewerbsfähigkeit ausgebaut und sind in robuster Verfassung. Einige rohstoffintensive Zweige leiden unter dem aktuellen Preisboom bei Roh- und Brennstoffen, allerdings zeigt die Ölpreisentwicklung der letzten Wochen hier bereits wieder eine Entspannung an. Der Bankensektor scheint die Finanzkrise noch nicht ausgestanden zu haben, das gesamte Ausmaß an Abschreibungen und Wert-

berichtigungen könnte in diesem Sektor aber bald vorgenommen sein. Aufgrund des Fehlens eines Immobilienbooms besteht in Deutschland die Gefahr empfindlicher Preiskorrekturen bei Immobilien, wie es beispielsweise in den Vereinigten Staaten, Großbritannien oder Spanien der Fall ist, nicht. Trotz eines schwachen zweiten Quartals war die Entwicklung der Beschäftigung im gleichen Zeitraum aufwärts gerichtet und die Arbeitslosigkeit weiterhin auf dem Rückzug. Eventuell zeigen sich hier bereits Erfolge der Arbeitsmarkt-reformen, die zu einem Rückgang der strukturellen, das heißt der konjunktur-unabhängigen Arbeitslosigkeit geführt haben könnten.

Die weitere Konjunktorentwicklung in Deutschland wird maßgeblich davon abhängen, in welchem Ausmaß die globale Konjunkturschwäche auf die deutsche Wirtschaft übergreift und ob die Verbraucher angesichts einer sich abzeichnenden Erholung bei der Preisentwicklung wieder Vertrauen fassen werden. Die Grafik und Tabelle geben einen Überblick über aktuelle Konjunkturprognosen. Der Median der Prognosen für die Jahresveränderungsrate des realen BIP im Jahr 2008 liegt bei 2,3 v.H. Für das nächste Jahr beläuft sich der entsprechende Wert auf 1,1 v.H.

Dr. Marcus Kappler, kappler@zew.de

Wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland 2007, 2008 und 2009

	Statist. BA	Bundesbank		IWH		DIW		ifo		IfW		Commerzbank	
	2007	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
BIP, real	2,5	2,3	1,4	2,3	1,3	2,7	1,2	2,4	1,0	2,1	1,0	2,0	0,7
Privater Konsum	-0,4	0,9	1,4	0,3	0,8	0,8	1,3	0,5	0,8	0,7	0,4	-0,2	0,8
Konsumausgaben des Staates	2,2	1,4	1,5	1,1	1,0	1,5	1,1	1,6	1,8	1,8	2,0	2,1	1,4
Bruttoanlageinvestitionen	4,3	4,8	2,2	3,7	1,5	5,6	2,6	4,1	0,8	3,7	-0,3	4,1	-0,4
Exporte	7,5	6,7	4,7	6,2	5,0	7,6	5,2	7,0	4,1	7,8	3,3	5,2	3,6
Importe	5,0	6,6	5,7	5,6	5,1	7,1	7,0	5,9	3,6	7,1	2,8	4,4	4,3
Erwerbstätige (in Tsd.)	39.768	-	-	40.274	40.290	40.220	40.335	40.347	40.455	40.245	40.285	40.270	40.280
Veränderung	1,7	1,4	0,4	1,3	0,0	1,1	0,3	1,5	0,3	1,4	0,1	1,3	0,0
Arbeitslose (in Tsd.)	3.776	3.300	3.200	3.212	2.975	3.469	3.525	3.300	3.100	3.253	3.207	3.290	3.170
Arbeitslosenquote	9,0*	7,8*	7,6*	7,5**	7,2**	7,9**	7,9**	7,5**	7,1**	7,8*	7,7*	7,8*	7,7*
Preisindex der Lebenshaltung	2,3	3,0	2,2	3,0	2,5	2,7	2,2	3,1	2,4	2,9	2,6	2,8	2,3
Finanzierungssaldo des Staates in v.H. des BIP	0,0	-	-	0,5	0,3	0,3	0,3	-0,1	0	0,1	0,1	-0,1	-0,6

Mit Ausnahme der Arbeitslosenquote und der Anzahl der Erwerbstätigen und der Arbeitslosen alle Angaben als Veränderung in v.H. gegenüber dem Vorjahr. *Arbeitslosenquote gemessen an allen zivilen Erwerbspersonen. **Arbeitslosenquoten gemessen an den inländischen Erwerbspersonen. Quellen: Bundesbank 20.06.2008, IWH 09.07.2008, DIW 01.07.2008, ifo 24.06.2008, IfW 04.06.2008, Commerzbank 26.08.2008. Stand: 28.08.2008

Die voraussichtliche Lage in der EWU

Die konjunkturelle Dynamik in Europa hat sich im zweiten Quartal 2008 deutlich verlangsamt. Gemäß der Schnellschätzung von Eurostat ist das Bruttoinlandsprodukt im Vergleich zum Vorquartal in der Eurozone um 0,2 v.H. gefallen. Insbesondere Frankreich, Italien und Deutschland trugen mit Veränderungsraten von -0,3 bis -0,5 v.H. negativ zum Gesamtergebnis bei.

Verantwortlich für den Rückgang des BIP ist in erster Linie der stagnierende private Konsum, verursacht durch hohe Verbraucherpreise und schwierige Kreditbedingungen aufgrund des höheren Zinsniveaus für Konsumentenkredite. Ebenso hat die abgenommene internationale Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen aufgrund eines starken Euro sowie die allgemein nachlassende weltweite Nachfrage die Gewinnlage der Unternehmen verschlechtert. Nicht zuletzt haben Korrekturen an den Immobilienmärkten einiger europäischer Länder, insbesondere in Spanien, die Entwicklung des BIP gebremst.

Verschiedene Indikatoren deuten darauf hin, dass die wirtschaftliche Situation bis Ende des Jahres angespannt

bleiben wird. Sowohl die Auftragseingänge der Industrie als auch das Absatzvolumen des Einzelhandels sind deutlich zurückgegangen, während die Preissteigerungsrate auf nach wie vor hohem Niveau verharrt. Dies führt zu einer weiteren Schwächung der Kaufkraft der Haushalte sowie einer daraus resultierenden abnehmenden Binnennachfrage. Die Unternehmen haben dagegen unter einer sinkenden Kapazitätsauslastung sowie einer schlechteren Gewinnlage zu leiden, was zur Folge hat, dass die Unternehmensinvestitionen stagnieren.

Dennoch sollte die negative Entwicklung im zweiten Quartal nicht als beginnende Rezession gewertet werden. War die konjunkturelle Entwicklung im ersten Quartal mit einer Zuwachsrate von 0,7 v.H. des BIP aufgrund von Sondereffekten wie einem milden Winter noch überbewertet, so stellt die negative Veränderungsrate im zweiten Quartal zum Teil eine Korrekturbewegung dar. Konjunkturfachleute gehen deshalb davon aus, dass die Veränderungsrate in den nächsten Monaten zwar auf niedrigem Niveau, aber zumindest positiv sein

wird. Insbesondere der nachlassende Inflationsdruck durch die konjunkturelle Abschwächung sowie der im letzten Monat gesunkenen Ölpreis spielt dabei eine wichtige Rolle. Der so vergrößerte finanzielle Spielraum für die Unternehmen wird die Unternehmensinvestitionen trotz rückläufiger Gewinne stabilisieren. Für den Arbeitsmarkt bedeutet dies, dass zwar der Abbau der Arbeitslosigkeit ins Stocken gerät, aber zumindest mit ansteigenden Arbeitslosenzahlen zu rechnen sein wird.

Die EZB dürfte weiterhin die Inflationsrisiken im Blick haben und die Leitzinsen trotz der zu erwartenden fallenden Preisteuerungsrate unverändert lassen. Mit einer Senkung der Zinsen als Maßnahme zur Stützung der Konjunktur wird erst gerechnet, wenn die Inflationsrate sich der Grenze von 2 v.H. annähert hat. Dies hängt unter anderem davon ab, ob die Gewerkschaften als Antwort auf die hohen Verbraucherpreise hohe Lohnforderungen durchsetzen. Experten gehen aber davon aus, dass eine Zinssenkung für die EZB nicht vor Anfang 2009 in Frage kommen wird.

Andreas Sachs, sachs@zew.de

	EWU		Italien		Spanien		Belgien		Österreich		Irland	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
BIP, real	1,7	2,0	1,0	1,3	1,5	0,5	1,6	1,4	2,3	1,4	-0,4	2,0
Privater Verbrauch	0,8	1,2	1,2	1,7	1,0	0,5	1,2	1,1	1,1	1,2	1,0	2,0
Investitionen	3,1	2,3	2,8	1,6	-0,9	-5,7	5,0	2,2	2,4	1,0	-14,9	4,5
Exporte	3,5	3,0	1,2	2,6	2,2	0,3	2,9	3,3	5,0	4,8	4,8	4,4
Importe	2,9	3,2	2,4	2,9	1,4	-1,8	3,6	3,2	4,3	4,3	2,7	3,0
Verbraucherpreise	3,5	2,1	2,4	2,0	4,4	2,8	4,9	3,1	3,5	2,7	3,5	2,7
Arbeitslosenquote	7,2	7,4	6,2	6,5	9,7	10,7	7,0	7,2	4,8	4,8	5,7	6,5
Beschäftigung	1,0	0,4	0,7	0,4	0,7	0,3	0,9	0,4	1,0	0,6	1,3	0,8

	Niederlande		Frankreich		Finnland		Portugal		Griechenland		GB (nachrichtlich)	
	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009	2008	2009
BIP, real	2,25	1,25	1,6	1,0	3,0	2,5	1,2	1,3	3,5	3,4	1,5	1,4
Privater Verbrauch	1,5	0,5	1,6	1,7	2,4	2,1	1,3	0,7	2,8	2,8	1,9	-0,8
Investitionen	7,25	-2,5	2,1	-0,5	5,6	2,4	1,0	1,2	5,8	6,1	-0,3	0,9
Exporte	4,5	4	4,1	1,3	5,6	4,9	4,4	4,0	5,5	6,0	1,8	6,3
Importe	5,0	2,75	3,8	2,8	6,3	3,8	3,3	2,1	3,5	5,1	0,0	2,0
Verbraucherpreise	2,75	3,5	3,3	2,4	2,9	1,8	3,0	2,5	4,2	3,2	4,1	2,7
Arbeitslosenquote	2,6	2,7	7,5	7,6	6,3	6,0	7,9	7,9	7,7	7,7	5,5	5,8
Beschäftigung	1,4	0,5	1,1	0,3	1,4	0,5	0,6	0,5	1,1	1,1	0,8	0,1

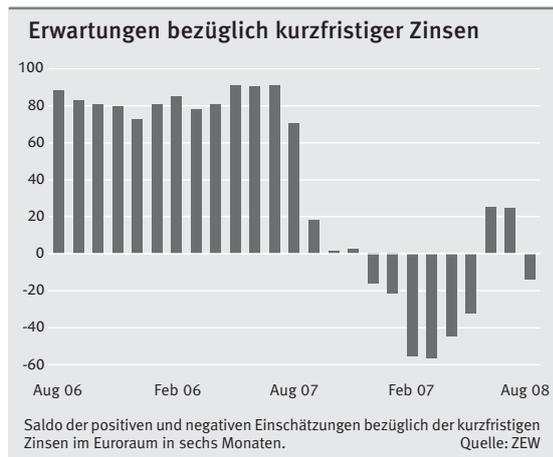
Mit Ausnahme der Arbeitslosenquote alle Angaben als Veränderung in v.H. gegenüber dem Vorjahr. Quellen: Alle: Arbeitslosenquote und Beschäftigung: OECD, Paris. EWU: European Forecasting Network, Mailand. Österreich: Wifo, Wien. Spanien: BBVA, Bilbao. Belgien: IRES, Louvain-la-Neuve. Niederlande: CPB, Den Haag. Finnland: ETLA, Helsinki. Frankreich: BNP Paribas, Paris. Irland: ESRI, Dublin. Italien: Unicredit, Mailand. Portugal: Banco de Portugal, Lissabon. Griechenland: OECD, Paris. GB: NIESR, London. Stand: 17.08.2008

ZEW-FINANZMARKTTTEST

Ergebnisse der Augustumfrage 2008

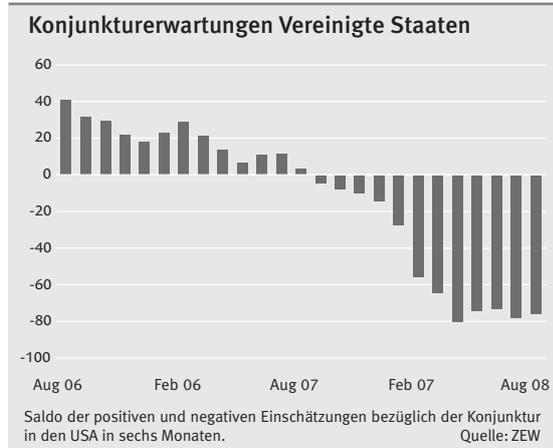
Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 350 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger interna-

tionaler Finanzmarktdaten befragt. Die gesamten Ergebnisse der Umfrage vom 28.07. – 18.08.08 wurden im aktuellen ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 22.08.2008) veröffentlicht.



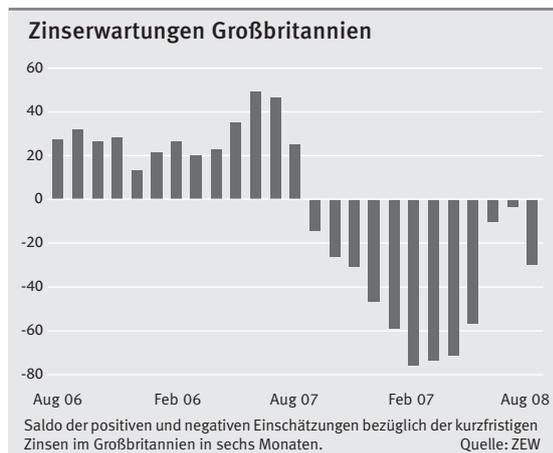
EZB: Verminderter Druck auf die Zentralbank

Die Experten gehen davon aus, dass die EZB die Zinsen künftig konstant lassen oder sie geringfügig senken wird. Die entsprechenden Erwartungen der Finanzmarktexperten sind in diesem Monat um 38,8 Punkte gefallen. Der Grund dürfte vor allem der gefallene Ölpreis sein. Dementsprechend hat der Inflationsdruck etwas nachgelassen und der Saldo der Inflationserwartungen ist im August um 33,5 auf -28,9 Punkte gesunken. Trotzdem dürfte die Inflationsrate, die gegenwärtig bei vier Prozent liegt, in absehbarer Zeit nicht unter die Schwelle von zwei Prozent zurückgehen. Die EZB scheint den Konjunkturrisiken mehr Gewicht zu geben als zum Vormonat. Im geldpolitischen Statement fehlte jedenfalls die bisher verwendete Formulierung, dass im vierten Quartal 2008 mit einem wieder anziehenden Wachstum des Bruttoinlandsprodukts gerechnet werde. *Sandra Schmidt, s.schmidt@zew.de*



Vereinigte Staaten: Bessere Lageeinschätzung

Die Konjunkturaussichten für die USA haben sich in diesem Monat leicht verbessert und die aktuelle Lage wird ebenfalls besser beurteilt als im Vormonat. Anlass zur Hoffnung gibt die Lage am Arbeitsmarkt. So fiel der Arbeitsplatzabbau schwächer aus als erwartet und die Zahlen für das Wachstum im zweiten Quartal haben überrascht. Im zweiten Quartal hat sich das Wachstumstempo gegenüber dem Vorquartal mehr als verdoppelt. Vor allem der Export, der private Konsum und die öffentlichen Ausgaben haben zu diesem Anstieg beigetragen. Dämpfend hat sich allein der Rückgang der Investitionstätigkeit ausgewirkt. Dennoch gehen die Experten zurzeit nicht davon aus, dass die Inflationsrate weiter steigen wird. Die Inflationserwartungen sind im August deutlich gesunken. Dementsprechend hat der Druck auf die Fed, die Zinsen anzuheben, nachgelassen. *Matthias Köhler, koehler@zew.de*



Großbritannien: Zinssenkung erwartet

Der Anteil der Finanzmarktexperten, der sinkende Zinsen erwartet, hat in diesem Monat deutlich zugenommen. Auslöser für den Stimmungswandel ist der Inflationsbericht der Bank of England. Darin geht die Notenbank kurzfristig zwar weiterhin von einem Anstieg der Teuerungsrate aus, mittelfristig wird aber wieder mit einer geringeren Inflation gerechnet, da eine Abschwächung der Konjunktur erwartet wird. Bereits in den vergangenen Monaten haben sich volkswirtschaftliche Daten verschlechtert, was sich in der ungünstigen Beurteilung der aktuellen Konjunkturlage widerspiegelt. Die befragten Experten gehen nicht davon aus, dass sie sich in den kommenden Monaten positiver entwickeln wird. Die Konjunkturerwartungen haben sich im August zwar leicht verbessert, liegen aber trotzdem weiterhin deutlich im negativen Bereich. *Matthias Köhler, koehler@zew.de*

DIENSTLEISTER DER INFORMATIONSGESELLSCHAFT

Gute konjunkturelle Stimmung bei den wissensintensiven Dienstleistern

Im zweiten Quartal 2008 hat sich die konjunkturelle Lage der Unternehmen der Branchen Steuerberatung und Wirtschaftsprüfung, Unternehmensberatung, Architekturbüros, technische Beratung und Planung, Forschung und Entwicklung und Werbung im Vergleich zum ersten Quartal 2008 deutlich verbessert. Der Stimmungsindikator für diese wissensintensiven Dienstleister, der aus deren Geschäftserwartungen auf Sicht von drei Monaten und Einschätzung der aktuellen Geschäftslage berechnet wird, steht im zweiten Quartal 2008 bei 67,7 Punkten und damit 7,1 Punkte höher als im ersten Quartal 2008.

Dies ist das Ergebnis einer Konjunkturumfrage bei Dienstleistern der Informationsgesellschaft, die das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW), Mannheim, in Zusammenarbeit mit dem Verband der Vereine Creditreform, Neuss, im Juni 2008 durchgeführt hat.

Für die positive Entwicklung bei den wissensintensiven Dienstleistern ist vor allem die deutlich verbesserte Umsatz- und Nachfragelage im zweiten Quartal 2008 verantwortlich, welche besonders durch die Unternehmensberater, die Werbefirmen und die Unternehmen der Branche Forschung und Entwicklung getragen wird. Knapp zwei Drittel der

Unternehmensberater berichten von gesteigener Nachfrage und mehr als zwei Drittel von gestiegenen Umsätzen. Von den Werbefirmen geben knapp die Hälfte der Unternehmen im zweiten Quartal 2008 gestiegene Umsätze und mehr als die Hälfte eine gestiegene Nachfrage an. Mehr als die Hälfte der Unternehmen der Branche Forschung und Entwicklung berichtet im zweiten Quartal 2008 von gestiegenen Umsätzen.

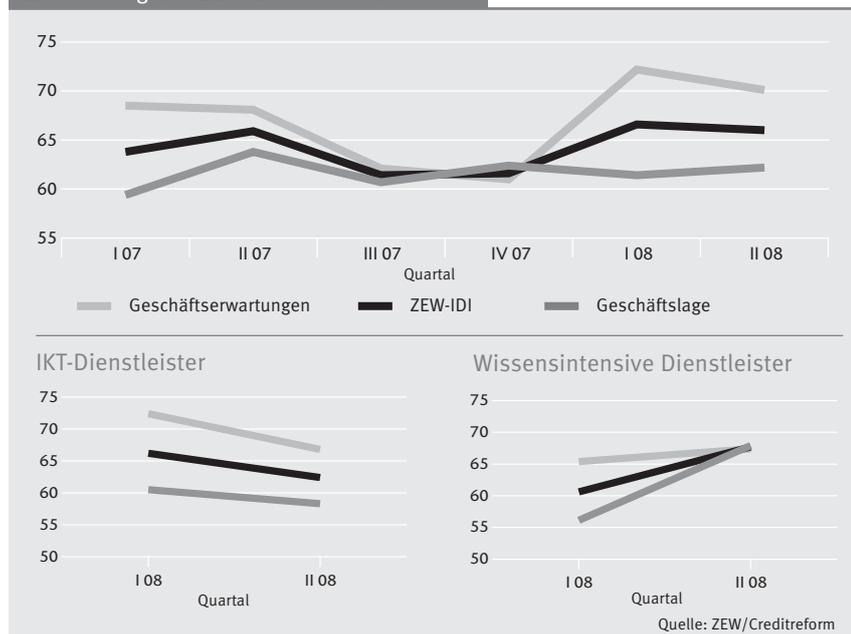
Im Gegensatz zu den wissensintensiven Dienstleistern hat sich die wirtschaftliche Lage der IKT-Dienstleister im zweiten Quartal 2008 verschlechtert. Der entsprechende Stimmungsindikator,

der die Situation von Softwareunternehmen, IT-Diensten sowie des IKT-Handels und der Telekommunikationsdienstleister widerspiegelt, liegt bei 62,4 Punkten und damit 3,8 Punkte unter dem Wert des Vorquartals. Obwohl der aus der Umfrage abgeleitete Stimmungsindikator für die IKT-Dienstleister im zweiten Quartal 2008 gesunken ist, stellt sich die konjunkturelle Lage der Unternehmen der Branche Software und IT-Dienste, IKT-Handel und Telekommunikationsdienstleistungen eher stabil dar. Die Mehrheit der Telekommunikationsdienstleister berichtet von gleichbleibenden Umsätzen und einer gleichbleibenden Nachfrage. Bei den IKT-Händlern und den Unternehmen der Branche Software und IT-Dienste gibt ein Großteil der Unternehmen eine gestiegene Nachfrage an. Für das dritte Quartal 2008 erwarten mehr als die Hälfte der IKT-Händler und Telekommunikationsdienstleister jedoch eine gleichbleibende Nachfrage. Die Unternehmen der Branche Software und IT-Dienste sind da optimistischer, etwa drei Viertel der Unternehmen rechnen mit steigender Nachfrage.

Für den gesamten Wirtschaftszweig Dienstleister der Informationsgesellschaft, der die wissensintensiven sowie die IKT-Dienstleister umfasst, präsentiert sich die konjunkturelle Lage stabil. Der ZEW-IDI, Stimmungsindikator für den gesamten Wirtschaftszweig Dienstleister der Informationsgesellschaft, sinkt im zweiten Quartal 2008 um 0,6 Punkte auf einen Wert von 66 Punkten. Die positiven Erwartungen der Dienstleister aus der Erhebung im Vorquartal haben sich im zweiten Quartal 2008 somit bestätigt. Der Teilindikator, der die Bewertung der aktuellen Geschäftslage wiedergibt, steigt um 0,8 Punkte auf 62,2 Punkte.

Jenny Meyer, meyer@zew.de

Entwicklung des ZEW-IDI von I 07 bis II 08



Implementierung von Geldpolitik und die Federal Funds Rate

Für viele Zentralbanken ist der Interbankenmarkt für Tagesgeld der entscheidende Ausgangspunkt für die Implementierung ihrer geldpolitischen Entscheidungen. Zinssätze für Tagesgeld, wie die Federal Funds Rate in den Vereinigten Staaten, sind das operationale Ziel der Geldpolitik, die das von der Zentralbank gewählte Zinsziel signalisieren. Dieser Artikel stellt dar, wie sich Veränderungen in der Geldpolitik der Federal Reserve (Fed) auf die Dynamik und die Volatilität der Federal Funds Rate ausgewirkt haben.

Die wichtigsten Änderungen in der Umsetzung der Geldpolitik in den Vereinigten Staaten seit Beginn der achtziger Jahre haben sich auf die Kommunikation des Leitzinssatzes und auf die Ausgestaltung des Reservehaltungssystems der Banken bezogen. Die vorliegende empirische Analyse setzt daher bei den Fragen an, welche Bedeutung die verschiedenen Kommunikationsmodalitäten für die Federal Funds Rate (siehe Abbildung) haben und wie die Mindestreserven auf das Verhalten des Zinssatzes für Tagesgeld wirken.

Die Kommunikationspolitik der Fed

Seit den neunziger Jahren haben Zentralbanken zunehmend Wert auf die Kommunikation der geldpolitischen Entscheidungen gelegt. Dies gilt ebenfalls für die Fed, die sichtlich transparenter in der Kommunikation mit der Öffentlichkeit wurde. So war der Zins bis Januar 1994 ein eher implizites Ziel, das nicht direkt nach der geldpolitischen

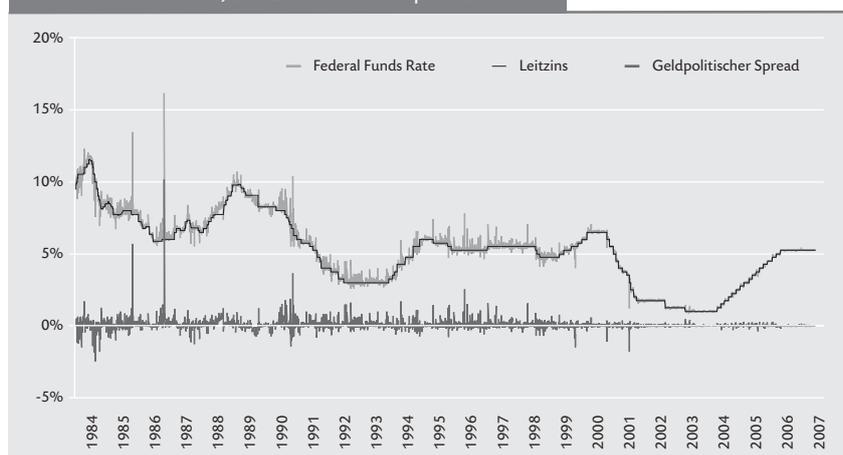
Entscheidung veröffentlicht wurde. Vielmehr wurden die geldpolitischen Statements, in denen die Entscheidung der Fed bekannt gegeben wird, nur mit einigen Wochen Verzögerung veröffentlicht. Die Marktteilnehmer mussten den Zins daher aus den Offenmarktoperationen der Zentralbank schlussfolgern. Seit Februar 1994 hingegen erfolgt die Veröffentlichung der Leitzinsentscheidung direkt nach der geldpolitischen Sitzung. Eine weitere, wichtige Neuerung war im Januar 2000 die Aufnahme eines Risikoausblicks in das geldpolitische Statement. Seitdem beinhalten die geldpolitischen Statements regelmäßig eine Einschätzung, ob die Risiken für die Wirtschaft mehr auf der Seite der Inflation oder auf der konjunkturellen Seite liegen, oder ob sie ausgewogen sind. Obwohl der Risikoausblick nicht als Festlegung hinsichtlich des künftigen geldpolitischen Kurses gemeint ist, wird er von Marktteilnehmern unterstützend für ihre Erwartungsbildung über künftige Zinsschritte genutzt.

Die Reservehaltung der Banken

Im Gegensatz zu den Reservehaltungssystemen der Europäischen Zentralbank oder der Bank of England werden die Reserven in den Vereinigten Staaten nicht verzinst. Daher stellen sie für Banken Kosten dar, die bewirken, dass Banken so geringe Reserven wie möglich halten. Im gegenwärtigen System sind Reserven innerhalb einer Reservehaltungsperiode perfekte Substitute. Wenn Banken mit niedrigen Reserven operieren, kann es ihnen schwer fallen, Liquiditätsschocks zu absorbieren. Um die Effizienz ihres Reservehaltungssystems zu erhöhen, beschloss die Fed daher vor kurzem, ab Oktober 2011 Zinsen auf Reserven zu zahlen. Dies dürfte den Umfang der insgesamt von den Banken gehaltenen Reserven erhöhen.

Die Höhe der Reserven kann die Volatilität der Federal Funds Rate, die aus dem Handel mit Federal Funds – also Reserven – resultiert, vor allem auf zwei Arten beeinflussen. Auf der Nachfrageseite benutzen die Banken ihre Konten bei der Fed nicht nur, um Reserven zu halten, sondern außerdem, um Zahlungen mit anderen Banken zu tätigen. Wenn Banken jedoch ihre Reservehaltung minimieren, indem sie beispielsweise Sweep Account Programme¹ durchführen, könnten die Reserven unter den Betrag fallen, der sich aus dem Transaktionsmotiv ergibt. Infolgedessen könnten Liquiditätsengpässe zu großen Ausschlägen der Federal Funds Rate führen. Auf der Angebotsseite behindert eine geringe Reservehaltung das Liquiditätsmanagement der Fed, da die Nachfrage der Banken aus dem Transaktionsmotiv stärker variiert als die Nachfrage, die sich aus der Notwendigkeit zur Reservehaltung ergibt. Daher sollte die Reservehaltung einen Liquiditätspuffer darstellen, der das

Federal Funds Rate, Leitzins und ihr Spread



¹ Durch Sweep Account Programme sichten Banken ihre Einlagen von reservspflichtigen zu nicht-reservpflichtigen Einlagenklassen um.

Reservemanagement der Banken sowie das Angebot an Reserven seitens der Fed erleichtert. Demzufolge sollten höhere Reserven zu einer geringeren Volatilität der Federal Funds Rate beitragen. Das Niveau der Mindestreserven hat seit 1984 beträchtlich variiert. Insbesondere sind die Reserven in den Jahren 1990 und 1992 aufgrund neuer Reservehaltungsregelungen zurückgegangen. Zudem fielen die Reserven bedingt durch Sweep Account Programme in den Jahren nach 1995 deutlich ab.

Ökonometrisches Modell

Um die Dynamik und die Volatilität der Federal Funds Rate zu modellieren, wird ein EGARCH-Modell als ökonometrische Spezifikation gewählt. Die Dynamik der Federal Funds Rate wird in der Mittelwertgleichung (1) abgebildet.

$$(1) \Delta i_t = f(D_t^K, (i - i^*)_{t-1}, (i3 - i)_{t-1}, \dots) + \sigma_t \varepsilon_t$$

Sie ist als Fehlerkorrekturgleichung spezifiziert, die zwei Korrekturmechanismen enthält: zum einen den Spread zwischen der Federal Funds Rate und dem Leitzins („geldpolitischer Spread“) und zum anderen den Spread zwischen dem Drei-Monats-Zins und der Federal Funds Rate („Zinsspread“). Die Wahl des Leitzinses als Ankerpunkt motiviert sich dadurch, dass die Fed den Leitzins über Offenmarktoperationen am Geldmarkt implementiert. Außerdem überprüfen wir, ob sich die Federal Funds Rate entsprechend der Erwartungshypothese der Zinsstruktur an Zinsen einer dreimonatigen Fristigkeit anpasst. Die Erwartungshypothese besagt, dass sich längerfristige Zinsen aus kurzfristigen Zinsen bis zu diesem Zeitpunkt zusammensetzen, zuzüglich einer Liquiditäts- oder

Risikoprämie. Damit beinhaltet der Drei-Monats-Zins Erwartungen der Marktteilnehmer über künftige Tagesgeldzinssätze. Hat der Markt nun seine Erwartungen über die künftigen Zinsschritte gebildet, stellt der Drei-Monats-Zins die erwarteten, zukünftigen Zinssätze und die Federal Funds Rate passt sich im Laufe der Zeit an, wenn die Erwartungen korrekt waren.

Die möglichen Auswirkungen der veränderten Kommunikationspolitik auf die Dynamik der Federal Funds Rate werden in der Schätzung berücksichtigt. Zunächst wird getestet, ob sich die Anpassungsgeschwindigkeit der Federal Funds Rate an den Leitzins mit der neuen Praxis der Veröffentlichung im Februar 1994 verändert hat. Zu diesem Zweck wird eine unterschiedliche Anpassungsgeschwindigkeit vor und nach Februar 1994 ermöglicht. Wenn die sofortige Publikation des Leitzinses die Wahrnehmung der geldpolitischen Entscheidung erleichtert hat, dürfte die Federal Funds Rate näher am Leitzins liegen und sich deren Anpassung an den geldpolitischen Spread beschleunigt haben.

Die Volatilität der Federal Funds Rate wird in der Varianzgleichung (2) erklärt.

$$(2) \log(\sigma_t^2) = g(D_t^K, rr_t, \dots) + v_t$$

Sie enthält im Wesentlichen zwei Kategorien von erklärenden Variablen. Die erste Kategorie beinhaltet Variablen, die mit der Kommunikation der Fed in Verbindung stehen. Dies sind im Wesentlichen Dummy-Variablen für die geldpolitischen Kommunikationsregime. Die zweite Kategorie bezieht sich auf die Reservehaltung der Banken. Die wichtigste Variable ist in diesem Zusammenhang die gesamte Reservehaltung normiert mit allen Einlagen der Banken.

Empirische Ergebnisse

Der Schätzzeitraum beginnt im März 1984 und endet kurz vor dem Ausbruch der Subprime Krise Anfang August 2007. Die erzielten Ergebnisse zeigen, dass sich die Kontrolle der Fed über die Federal Funds Rate durch eine größere Transparenz verbessert hat. Insbesondere die sofortige Veröffentlichung der geldpolitischen Entscheidungen, die im Februar 1994 eingeführt wurde, hat die Anpassung der Federal Funds Rate an den Leitzinssatz beschleunigt. Wurden noch vor 1994 47 v.H. einer Abweichung vom Zielzinssatz innerhalb eines Tages von der Federal Funds Rate korrigiert, war die Korrektur nach 1994 mit 69 v.H. signifikant höher. Zudem passt sich die Federal Funds Rate an den Drei-Monats-Zins an. Insgesamt legen die Ergebnisse nahe, dass der Leitzins der wichtigere Referenzpunkt ist. Betrachtet man die Varianzgleichung, so zeigt sich, dass eine höhere geldpolitische Transparenz die Federal Funds Rate tendenziell stabilisiert. Während die Änderung im Februar 1994 jedoch nur einen geringen Effekt auf die Volatilität hatte, hat die Aufnahme des Risikoausblicks in das geldpolitische Statement im Januar 2000 deutlich zur Stabilisierung der Federal Funds Rate beigetragen.

Was die Reservehaltung betrifft, bestätigen unsere Ergebnisse die Hypothese, dass relativ hohe Mindestreserven die Federal Funds Rate stabilisieren. Dies bedeutet, dass der abnehmende Trend der Mindestreserven, der insbesondere seit 1995 durch Sweep Account Programme verursacht wurde, die Zinsvolatilität in den Vereinigten Staaten erhöht hat. Es ist zu erwarten, dass die Zinszahlungen auf Reserven, wie sie von der Fed für den Zeitraum ab 2011 vorgesehen werden, die Reservebasis erweitern und folglich die Mindestreserven erhöhen. Daher legen die gewonnenen Ergebnisse nahe, dass die geplante Einführung der verzinnten Reservehaltung die Volatilität der Federal Funds Rate signifikant vermindern wird.

Sandra Schmidt, s.schmidt@zew.de

Literatur:

- Dieter Nautz und Sandra Schmidt, Monetary Policy Implementation and the Federal Funds Rate, ZEW Discussion Paper No. 08-025, 2008.

Bezeichnung der Variablen

i	Federal Funds Rate		
D_k	Dummy Variablen für Kommunikationsregime der Fed	DI: 1984 - 1994 DII: 1994 - 2000 DIII: 2000 - 2007	„Implizites“ Zinsziel Sofortige Veröffentlichung des Zinsziels Risikoausblick
$i - i^*$	Geldpolitischer Spread: Federal Funds Rate – Leitzins		
$i3 - i$	Zinsspread: Drei-Monats-Zins – Federal Funds Rate		
rr	Mindestreserven dividiert durch gesamte Einlagen		

Anmerkung: Als Drei-Monats-Zinsen werden 3-month Treasury Bill Rates verwendet.

Die Olympischen Spiele im Spiegel der Aktienmärkte

Bei sportlichen Großereignissen wie zuletzt den Olympischen Sommerspielen 2008 in Peking wird vielfach über deren wirtschaftliche Auswirkungen diskutiert. Wenn für eine Volkswirtschaft bedeutsame Nachrichten auftreten, lässt sich deren Effekt teilweise an den Reaktionen der Aktienmärkte eines Landes erkennen, da diese die Erwartungen der Investoren für die zukünftige Geschäftstätigkeit der inländischen Unternehmen widerspiegeln. Vor diesem Hintergrund befasst sich ein jüngst erschienenen ZEW-Discussion Paper mit den Aktienmarktreaktionen, die in den vergangenen drei Jahrzehnten auf die Entscheidung über den jeweiligen Austragungsort der Olympischen Spiele folgten. Als Ergebnisse dieser Untersuchung, die sich auf die Event-Studien-Methodik stützt, lässt sich feststellen: Die Aktienmärkte der Gastgeberländer der Olympischen Sommerspiele weisen tendenziell positive abnormale Renditen in den Tagen nach der Ankündigung auf. Bei kleineren Gastgeberländern sind diese tendenziell ausgeprägter als bei größeren.

In der öffentlichen Diskussion wird oft großen Sportereignissen wie etwa den Olympischen Spielen ein merklicher Einfluss auf die wirtschaftliche Entwicklung des Gastgeberlandes beigemessen. So berichteten die Medien bei der jüngsten Olympiade in Peking ausführlich über die umfangreichen Infrastrukturinvestitionen. Zwar deutet eine Umfrage des ZEW unter 300 Finanzmarktexperten im Juli 2008 darauf hin, dass über die nächsten Jahre gesehen ein langfristiger Effekt dieser Investitionen auf die chinesische Volkswirtschaft eher unwahrscheinlich ist. Andererseits erscheint die Vorstellung plausibel, dass zumindest in den Jahren vor Großereignissen die heimischen Unternehmen von den Investitionen profitieren. Um den Zusammenhang zwischen Unternehmensperspektiven und Olympischen Spielen in allgemeiner Perspektive (über das Beispiel Peking hinaus) zu beleuchten, untersucht der vorliegende Beitrag (Dick und Wang, 2008) die Reaktion der Aktienmärkte der Bewerberländer auf die Entscheidung des Internationalen Olympischen Komitees (IOC) über die Gastgeberstadt für die Olympischen Spiele. Der designierte Gastgeber wird im Folgenden als der „Gewinner“ des Bewerbungsprozesses bezeichnet, die unterlegenen Länder als die „Verlierer“. Die Entwicklung an den Aktienmärkten gilt gemeinhin als Sensor für die Zukunftsaussichten der Unternehmen im jeweiligen Land. Analysen mit einer

Event-Studien-Methodik machen es möglich, nicht nur die Aktienmarktentwicklung nach einzelnen Ereignissen im Rahmen von Fallstudien zu untersuchen, sondern statistische Zusammenhänge über verschiedene Beobachtungen hinweg aufzudecken. Dieses Verfahren findet in der Kapitalmarkt- und Unternehmensforschung breite Anwendung. So untersucht zum Beispiel MacKinley (1997) die Aktienkursentwicklung, die auf die Bekanntgabe der Quartalsergebnisse amerikanischer Unternehmen folgt. Während typischerweise bei Event-Studien einzelne Aktien im Mittelpunkt des Interesses stehen, betrachtet dieser Beitrag die Auswirkungen eines Ereignisses auf den gesamten Aktienmarkt eines einzelnen Landes.

In einer ähnlichen Studie untersuchen Mirman und Sharma (2008) den Einfluss der Olympischen Spiele von 1996 bis 2010 auf die Aktienmärkte. Während diese jedoch die Aktienmarktreaktionen der Gewinner- und Verliererländer zum Bekanntgabetermin miteinander vergleichen, testen Dick und Wang die abnormalen Renditen für die Gewinnerländer und Verliererländer separat. Auf diese Weise werden die Marktbewegungen nach der Bekanntgabe der IOC-Entscheidung unter Berücksichtigung der gewöhnlichen Marktaktivität betrachtet. Wegen unterschiedlicher Gewinnwahrscheinlichkeiten (ex ante) der jeweiligen Länder kann sich die Aktienkursentwicklung innerhalb aller Verliererländer stark

unterscheiden. So sollte eine schlechte Nachricht insbesondere bei den Ländern, die ohnehin nicht zum Favoritenkreis gehört haben, zu keinem nennenswerten Effekt führen. Bei den Favoriten sollte dies hingegen anders aussehen. Zur Ermittlung dieser Untergruppe wird die Annahme getroffen, dass die Abstimmungsergebnisse (ex post) bei der IOC-Entscheidung den vorab angenommenen Gewinnwahrscheinlichkeiten nahekommen und die zweitplatzierten der letzten Abstimmungsrunde als Favoriten gegolten haben. Es kann vermutet werden, dass diese Teilgruppe auf negative Nachrichten des IOC stärker reagiert als die Gesamtgruppe der Verlierer. Im Folgenden fassen wir für die Verliererländer nur die Ergebnisse des Beitrags zusammen, die sich auf die unterlegenen Favoriten beziehen.

Methodik und Daten

Zur Beurteilung der Aktienmarktentwicklung unmittelbar nach den IOC-Ankündigungen findet die Event-Studien-Methodik (MacKinlay, 1997) Anwendung. Da in einer Event-Studie abnormale Renditen betrachtet werden, wird von den tatsächlichen Renditen der Teil abgezogen, der – auf Grundlage eines Modells – als „normal“ gilt. Das verwendete „Marktmodell“ führt – übertragen auf die diskutierte Fragestellung – einen Teil der Tagesrenditen des nationalen Aktienmarktes auf seine Korrelation mit dem Weltmarktportfolio zurück. Dick und Wang schätzen die Bestimmungsgrößen dieses Modells für jedes Land für den Zeitraum von 241 bis 41 Tage vor der jeweiligen Bekanntgabe der IOC-Entscheidung. Der Ereigniszeitraum beinhaltet jeweils den Tag, an dem die Märkte von der IOC-Entscheidung erfahren, sowie den nachfolgenden Handelstag („Ereigniszeitraum ($t_1=0, t_2=1$)“) und die nachfolgenden fünf Handelstage („Ereigniszeitraum ($t_1=0, t_2=5$)“). Für den Ereigniszeitraum werden nach dem entsprechend spezifizierten Marktmodell die Tages-

renditen geschätzt; die Differenz der geschätzten und der tatsächlichen Renditen entspricht den abnormalen Renditen AR_{it} . Für jedes einzelne Ereignis bezeichnen CAR_i die über den gesamten Ereigniszeitraum hinweg aufaddierten abnormalen Renditen. Für die Gruppe der Gewinner sowie der ersten Verlierer werden jeweils die durchschnittlichen kumulierten abnormalen Renditen \overline{CAR}

$$\overline{CAR}(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(\tau_1, \tau_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \sum_{t=\tau_1}^{\tau_2} AR_{it}$$

ermittelt. Die Varianz der \overline{CAR} kann aus der Größe der Gruppe (N) und des Ereigniszeitraums sowie aus der Varianz der Residuen des geschätzten Marktmodells berechnet werden. Mit diesen Kennzahlen lässt sich testen, ob die abnormalen Renditen innerhalb des Ereigniszeitraums im Durchschnitt über die Gruppe hinweg verschieden von null sind.

Das Bewerbungs- und Auswahlverfahren mit Abstimmungsergebnissen für die Ausrichtung der Olympischen Spiele kann auf www.olympic.org nachvollzogen werden. Auch wenn das Verfahren teilweise mehrstufig abläuft, finden in der vorliegenden Studie nur diejenigen Länder Berücksichtigung, die zum endgültigen Bekanntgabetermin noch am Wettbewerb teilnehmen. Das Weltmarktportfolio wird durch den MSCI World Index abgebildet, während für die einzelnen Länder in der Stichprobe ein nationaler Aktienindex als Maß für den inländischen Markt genommen wird.

Allerdings ist für die Bekanntgabe 1981 für Schweden ebenso wenig ein Aktienindex verfügbar wie für Jugoslawien (1986 und 1990) und Bulgarien (1986 und 1988), so dass die entsprechenden Länder für diese Ereignisse nicht in die Untersuchung eingeschlossen werden können. Insgesamt liegen der Analyse 15 Olympische Spiele zwischen 1988 und 2014 zu Grunde. Eine weitere Ausdehnung dieser Reihe in die Vergangenheit ist nicht möglich, da es entweder nur einen Bewerber gab (Sommerspiele 1984 und Winterspiele 1980) oder keine Börse im Gewinnerland existierte (Sommerspiele 1980, Winterspiele 1984). Da die IOC-Bekanntgabe typischerweise abends (zu lokaler Zeit) erfolgt, ist der Beginn des Ereigniszeitraums der folgende Handelstag, sofern nicht Zeitzoneneffekte dazu führen, dass die Information die Börse bereits am Bekanntgabetermin erreichen kann.

Ergebnisse

Die Analyse ergibt, dass sowohl für eine gemeinsame Betrachtung von Sommer- und Winterspielen als auch nur für die Sommerspiele im Durchschnitt die Aktienmärkte der Gewinnerländer signifikant positive abnormale Renditen in den Tagen nach der IOC-Bekanntgabe aufweisen. Der Effekt ist allerdings nicht feststellbar, wenn lediglich die Winterolympiaden betrachtet werden. In der Tabelle auf dieser Seite ist zu sehen, dass die Ergebnisse für den Ereigniszeitraum ($\tau_1=0, \tau_2=11$) und den Ereigniszeitraum ($\tau_1=0, \tau_2=51$) gelten.

Die Finanzmärkte erwarten positive Impulse durch die Investitionen in den Jahren vor den Spielen für die heimischen Unternehmen. Da typischerweise das Budget bei den Sommerspielen größer ausfällt als bei den Winterspielen, erklärt dies die erwartete stärkere Reaktion der Aktienmärkte auf die Sommerspiele.

Umgekehrt könnte für die erfolglos kandidierenden Länder argumentiert werden: Vor der Bekanntgabe der IOC-Entscheidung ist ein möglicher Einfluss der Olympischen Spiele bereits (gewichtet mit einer Wahrscheinlichkeit) in den Aktienkursen enthalten. Da es aufgrund der endgültigen Absage des IOC in diesen Ländern nicht zu olympiabedingten öffentlichen Infrastrukturausgaben kommen wird, werden die Investoren die heimischen Unternehmen neu (also vermutlich schlechter) bewerten. Bei der vorliegenden Untersuchung zeigt sich jedoch, dass für die betrachteten unterlegenen Favoriten insgesamt keine positiven oder negativen abnormalen Renditen nachgewiesen werden können. Signifikante Kursbewegungen können somit nur für die Gewinnerländer festgestellt werden.

Es liegt nahe, für unterschiedlich große Volkswirtschaften unterschiedlich ausgeprägte Aktienkursreaktionen zu vermuten. Der vorliegende Beitrag, der auch dem Zusammenhang zwischen der Höhe der kumulierten abnormalen Renditen in Gewinnerländern und der Größe der Volkswirtschaft (gemessen als Anteil vom Welt-Bruttoinlandsprodukt) nahegeht, unterstützt diese Hypothese: Die Größe der Volkswirtschaft des Gewinnerlandes steht in signifikant negativem Verhältnis zu den jeweiligen kumulierten abnormalen Renditen. Dies entspricht der Intuition, nach der sich der Zuschlag für die Olympischen Spiele in kleineren Volkswirtschaften stärker ökonomisch bemerkbar macht als in größeren.

Christian David Dick, dick@zew.de und Qingwei Wang, wang@zew.de

Literatur:

- Dick, C.D. und Q. Wang (2008), The Economic Impact of Olympic Games: Evidence from Stock Markets, ZEW Discussion Paper No.08-060, Mannheim.
- MacKinlay, A.C. (1997), Event studies in economics and finance, Journal of Economic Literature 35, 13-39.
- Mirman, M. und R. Sharma (2008), Stock market reaction to Olympic Games announcement, Applied Economics Letters 99999:1, 1-4.

Kumulierte abnormale Renditen, Standardfehler und t-Statistiken für verschiedene Teilgruppen

	Ereigniszeitraum [0,1]			Ereigniszeitraum [0,5]		
	\overline{CAR}	Std_CAR	t_Stat	\overline{CAR}	Std_CAR	t_Stat
Alle Spiele						
Gewinner	0.011	0.004	2.443	0.016	0.007	2.098
Erster Verlierer	0.002	0.008	0.179	-0.004	0.015	-0.254
Sommerspiele						
Gewinner	0.019	0.006	3.434	0.024	0.010	2.438
Erster Verlierer	-0.000	0.013	-0.029	-0.016	0.023	-0.725
Winterspiele						
Gewinner	0.003	0.006	0.428	0.008	0.011	0.763
Erster Verlierer	0.004	0.009	0.480	0.014	0.015	0.937

Einkommensgleichheit und Umverteilung

Häufig wird in Folge steigender Einkommensungleichheit eine verstärkte Umverteilung in Richtung der ärmeren Haushalte gefordert. Die Richtung des Zusammenhangs zwischen Umverteilung und Einkommensungleichheit ist in der (polit-)ökonomischen Literatur allerdings umstritten. Während einige theoretische Modelle mit steigender Ungleichheit eine Umverteilung von „den oberen zu den unteren“ Einkommensschichten vorhersagen, lässt sich aus anderen Modellen ableiten, dass die Umverteilung von „den unteren zu den oberen“ oder von „den oberen und den unteren in Richtung der mittleren“ Haushalte der Einkommensverteilung erfolgt. Der letzte Zusammenhang wird in Anlehnung an die Beobachtung Aaron Directors als „Director's Law“ bezeichnet. Die vorliegende Studie findet dafür empirische Evidenz.

Das vielleicht einflussreichste politökonomische Modell zur Erklärung des Zusammenhangs zwischen Umverteilung und Einkommensungleichheit geht auf Meltzer und Richard (1981) zurück. In einem allgemeinen Gleichgewichtsmodell, in dem die Staatstätigkeit auf Besteuerung und Umverteilung begrenzt ist, zeigen die Autoren, dass der gleichgewichtige Steuersatz von dem Verhältnis des Median- zum Durchschnittseinkommen abhängt. Wähler, die ein geringeres Einkommen als das des Medianwählers haben, votieren für höhere Steuern und höhere Umverteilung, wohingegen Wähler mit überdurchschnittlichem Einkommen geringere Umverteilung befürworten. Unterstellt man eine lognormal verteilte Einkommensverteilung, geht mit einem Anstieg des Verhältnisses von Median zu Durchschnittseinkommen eine steigende Ungleichheit einher, was gemäß der Meltzer-Richard Hypothese eine Zunahme von Umverteilung zur Folge hat. Daher lautet die Hypothese, dass das Ausmaß der Umverteilung mit steigender Einkommensungleichheit zunimmt.

Es bestehen zahlreiche Kritikpunkte an dem Meltzer-Richard Modell. Beispielsweise wird kritisiert, dass Wähler in ihrer Entscheidung über das Ausmaß der Umverteilung die erwartete Einkommensentwicklung nicht berücksichtigen. So kann die Aussicht, zukünftig ein höheres Einkommen zu erzielen, die Präferenzen der Wähler bezüglich des Umfangs an Umverteilung beeinflussen. Diese in der Literatur als "Prospect of Upward Mobility" (POUM) bekannte Hypothese wurde von Bénabou und Ok (2001) formalisiert. Allerdings finden die Autoren hierfür keine empirische Evidenz.

Zur Beantwortung des Zusammenhangs zwischen Umverteilung und Einkommensungleichheit verwendet Bénabou (2000) ein stochastisches Wachstumsmodell, in dem heterogene Agenten über das Ausmaß an Umverteilung abstimmen. Dabei wird unterstellt, dass die Versicherungs- und Kreditmärkte imperfekt sind, so dass staatliche Umverteilung (z.B. im Rahmen von Sozialversicherungsausgaben) einen positiven Nettoeffekt auf Wachstum und die gesellschaftliche Wohlfahrtsfunktion haben kann. Dies wiederum impliziert, dass die Umverteilung mit steigender Ungleichheit zumindest innerhalb eines gewissen Wertebereichs abnimmt. Die Intuition dahinter ist, dass in homogenen Gesellschaften ein breiter Konsens über Umverteilung besteht, wohingegen sich in heterogenen Gesellschaften viele Wähler gegen Umverteilung aussprechen.

Das Modell von Bénabou berücksichtigt allerdings nicht, dass einige Güter sowohl öffentlich als auch privat bereitgestellt werden. In diesem Fall haben Haushalte die Möglichkeit, statt oder zusätzlich zu der öffentlichen eine private Bereitstellung zu nutzen. Plausible Beispiele stellen die Bildungspolitik oder die Krankenversicherung dar. Eine solche duale Bereitstellung hat (unerwartete) Folgen für die Präferenzen der Haushalte. Epplé und Romano (1996) zeigen formal unter Verwendung eines Wahlmodells am Beispiel der Bildungspolitik, dass Haushalte mit hohem Einkommen weniger Ausgaben für öffentliche Bildungspolitik und somit eine geringere Besteuerung wünschen, da sie in der Lage sind, Bildung privat zu finanzieren. Haushalte mit geringem Ein-

kommen bevorzugen ebenfalls niedrige Bildungsausgaben, da sie eine geringere Besteuerung wünschen. Lediglich Haushalte der Mittelschicht votieren für höhere öffentliche Bildungsausgaben. Folglich ist das Gleichgewicht gekennzeichnet durch eine Koalition von Haushalten mit niedrigen und hohen Einkommen gegenüber den Interessen der Mittelschicht. Unter der Annahme, dass die Mittelschicht den in Wahlen Ausschlag gebenden Wähler stellt, erfolgt somit die Umverteilung zugunsten der Mittelschicht und auf Kosten der oberen und unteren Haushalte einer Einkommensverteilung. Das Umverteilungsmuster folgt hierbei „Director's Law“.

Empirische Analyse

Ein direkter empirischer Test über das Bestehen von Director's Law wurde bisher nicht durchgeführt. Um den Zusammenhang zwischen Umverteilung und Einkommensungleichheit zu testen, wurde ein Panelansatz unter Berücksichtigung von 18 OECD Ländern und unter Verwendung von sieben 5-Jahresdurchschnitten (1971-2005) geschätzt. Zur Messung von Ungleichheit wird einerseits mit dem Gini Koeffizienten ein sehr breiter Indikator verwendet. Andererseits können mit Hilfe des Verhältnisses zwischen dem Faktoreinkommen des 90. und 50. Dezils (P90/50) sowie dem des 50. und 10. Dezils (P50/10) präzisere Aussagen getroffen werden. Die hierbei verwendeten Einkommensdaten stammen von der Luxemburg Income Study (LIS), einer Datenbank, die nationale Mikrodaten in 5-Jahresabständen harmonisiert und qualitativ hochwertige Daten zur Verfügung stellt. Die Haushaltseinkommen wurden mit Hilfe der Wurzel-N Äquivalenzskala angepasst.

Um der Frage nach den Umverteilungseffekten nachzugehen, wurde als abhängige Variable der Anteilsgewinn unterschiedlicher Einkommensdezile verwendet. Der Anteilsgewinn ist definiert als die Differenz zwischen dem Anteil eines Dezils am gesamten verfügbaren Einkommen und dem Anteil jenes Dezils am

gesamten Faktoreinkommen. Beispielsweise beträgt der Anteilsgewinn sechs Prozentpunkte, wenn das unterste Dezil 2 v.H. am gesamten Faktoreinkommen und 8 v.H. am gesamten verfügbaren Einkommen besitzt. Folglich steigt mit zunehmendem Anteilsgewinn das Ausmaß an Umverteilung. Um Aussagen über die Richtung der Umverteilungseffekte für unterschiedliche Einkommensbereiche treffen zu können, wurde der Anteilsgewinn des untersten Einkommensdezils (U-10), des obersten Einkommensdezils (O-10) sowie eines mittleren Einkommensdezils (M-80-20) berechnet, wobei die letzte Variable die Differenz zwischen dem Anteil des 8. und dem des 2. Einkommensdezils misst. Zudem wurden, abgeleitet aus der Literatur, mehrere Kontrollvariablen berücksichtigt, die eine Verzerrung der Schätzergebnisse verhindern sollen. Diese beinhalten die reale Wachstumsrate des BIP, die (standardisierte) Arbeitslosenquote, den Bevölkerungsanteil der über 65-Jährigen, die prozentuale Wahlbeteiligung, den Anteil der linken Parteien in der Regierung sowie Länder- und, sofern notwendig, Zeitdummies.

Zentrale Ergebnisse

Die Schätzergebnisse sind in der Tabelle aufgeführt, wobei aus Platzgründen lediglich die zur Beantwortung der Fragestellung entscheidenden unabhängigen Variablen aufgelistet sind. Die Berechnungen wurden einerseits unter Verwendung des Gini-Koeffizienten (Spalten 1, 3 und 5) und andererseits unter Berücksichtigung der Perzentilver-

hältnisse (Spalten 2, 4 und 6) durchgeführt. Die Standardfehler sind robust gegenüber Heteroskedastizität. Die Schätzgleichungen beinhalten Zeitdummies, sofern die Nullhypothese, dass die Zeitdummies gemeinsam statistisch insignifikant sind, im Rahmen eines Wald Tests abgelehnt wurde. Zudem wurden, in Abhängigkeit von den Testergebnissen des Wooldridge Test auf Autokorrelation erster Ordnung, die Standardfehler mit Hilfe der von Newey und West vorgeschlagenen Methode angepasst.

Die Ergebnisse in der Tabelle machen erstens deutlich, dass steigende Einkommensungleichheit die Anteilsgewinne sowohl der unteren als auch der oberen Einkommensschichten signifikant reduziert. Folglich wird in diesen Einkommensbereichen der Umfang der staatlichen Umverteilung bei zunehmender Ungleichheit verringert. Zweitens führt eine zunehmende Einkommensungleichheit jedoch zu einem signifikant positiven Effekt für die mittlere Einkommensschicht. Diese Ergebnisse werden unter Berücksichtigung des Gini-Koeffizienten sowie unter Verwendung der P90/50 Variable erzielt.

Die zentralen Aussagen halten einer Reihe von durchgeführten Sensitivitätstests stand. So führt beispielsweise die Verwendung alternativer Kontrollvariablen nicht zu substantiellen Unterschieden. Darüber hinaus zeigen die Ergebnisse eines Jackknife Tests, dass der beschriebene Zusammenhang nicht auf einzelne Ausreißer zurückzuführen ist. Schließlich verändern sich die Ergebnisse selbst dann nicht wesentlich, wenn

dem Endogenitätsproblem Rechnung getragen wird. Letzteres liegt u. a. deshalb vor, weil ex ante die Richtung des kausalen Zusammenhangs zwischen Ungleichheit und Umverteilung nicht eindeutig geklärt werden kann. Einkommensungleichheit kann das Ausmaß an Umverteilung beeinflussen; allerdings kann steigende Umverteilung ebenso einen Einfluss auf die Einkommensverteilung haben. Um hierfür zu kontrollieren, wurde ein zweistufiger GMM Systemschätzer verwendet. Die Ergebnisse bleiben im Wesentlichen unverändert.

Fazit

Im Rahmen eines Panelansatzes wurde vor dem Hintergrund mehrdeutiger theoretischer Aussagen die Frage nach dem Zusammenhang zwischen Einkommensungleichheit und Umverteilung untersucht. Die hier vorgestellten empirischen Ergebnisse deuten auf ein Bestehen von Director's Law hin: Folglich führt steigende Einkommensungleichheit zu verstärkter Umverteilung in Richtung der Mittelschicht, die auf Kosten der oberen sowie der unteren Einkommensschichten finanziert wird.

Philipp Mohl, mohl@zew.de

Literatur:

- Bénabou, R. (2000): Unequal societies: income distribution and the social contract, *American Economic Review*, 90, 96-129.
- Bénabou, R. and E.A. Ok (2001), Social mobility and the demand for redistribution: The POUM hypothesis, *The Quarterly Journal of Economics*, 116:2, 447-487.
- Epple, D., and R. Romano (1996): Public provision of private goods, *Journal of Political Economy*, 104, 57-84.
- Meltzer, A., and S. Richard (1981): A rational theory of the size of government, *Journal of Political Economy*, 89, 914-927.

Tabelle Regressionsergebnisse

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
	Abhängige Variable: Anteilsgewinn U-10		Abhängige Variable: Anteilsgewinn M-80-20		Abhängige Variable: Anteilsgewinn O-10	
Gini (t-1)	-4,385*** (1,090)	–	19,04*** (4,762)	–	-10,582*** (2,677)	–
P90/50 (t-1)	–	-0,593*** (0,238)	–	0,804 (1,195)	–	-1,558*** (0,730)
P50/10 (t-1)	–	-0,00291 (0,00183)	–	0,00523 (0,00607)	–	-0,004 (0,004)
Beob.	73	73	77	73	73	73
R2	0,227	0,188	0,643	0,657	0,611	0,558
Wald test Time Dummies (p-Wert)	0,085	0,232	0,149	0,088	0,5883	0,4139
Wooldridge test AR(1) (p-Wert)	0,258	0,189	0,202	0,044	0,2824	0,1977

Quelle: Eigene Berechnungen.

Der GAP-Gesundheitscheck

Die Gemeinsame Agrarpolitik (GAP) der EU steht häufig im Mittelpunkt der Kritik an der EU-Ausgabenpolitik. In diesem Beitrag wird die Entwicklung dieses Politikfeldes aufgezeigt und die Perspektiven des von der Kommission für dieses Jahr vorgesehenen „Gesundheitschecks“ diskutiert.

Die GAP wurde 1958 mit dem Ziel, die Nahrungsmittelknappheit in Europa in Folge des Zweiten Weltkrieges zu überwinden, beschlossen. Um die Produktivität der Landwirtschaft zu erhöhen und so die Versorgung zu sichern, wurden den Landwirten Mindestpreise oberhalb der Weltmarktpreise als Produktionsanreize zugesichert und von der EU durch Exporterstattungen und den Aufkauf von Überschüssen sichergestellt. Der Nachteil dieser Garantiepreise zeigte sich jedoch spätestens Mitte der achtziger Jahre. Die durch die Garantiepreise verursachte Verzerrung der Preise führte zu Fehlanreizen in der Produktion. Als Folge kam es in vielen Bereichen zu einer Überproduktion („Butterberge“), denen schließlich mit der Einführung von Produktionsquoten begegnet wurde. Die Konsequenz für den EU-Haushalt war ein deutlicher Anstieg der GAP-Ausgaben auf einen Umfang von über 60 v.H. des Haushalts. Dies machte im Jahr 1992 eine erste große Reform dieses Politikfeldes notwendig, in der eine Umschichtung der EU-Zahlungen beschlossen wurde (MacSherry-Reform). Garantiepreise wurden deutlich reduziert, da sich die Landwirtschaft stärker auf den Markt ausrichten sollte. Als Kompensation sollten die Landwirte direkte Einkommensbeihilfen aus dem EU-Haushalt erhalten. Diese Umstellung bedeutete zweifellos einen Schritt nach vorne, die Direktzahlungen blieben jedoch nicht ohne Kritik.

In vielen Mitgliedstaaten begünstigten sie durch ihre Bindung an historische Produktionsmengen insbesondere große und hochproduktive Betriebe. Zudem kam es seit den neunziger Jahren zu einer Verschiebung der Anforderungen an die GAP: Mit erreichter Versorgungssicherheit wurde der Beitrag der Landwirtschaft zu der Entwicklung des ländlichen Raums und des Landschaftsschutzes als Ziele wichtiger. Dieses dominierte die Reformen der Jahre 1999 und 2003: Das Ziel der „Entwicklung des ländlichen Raumes“ wurde als zweite Säule der Agrarpolitik eingeführt und Mittel von den Direktzahlungen dorthin umgeschichtet. Direktzahlungen wurden zudem von der Einhaltung von Qualitätsstandards und Umweltauflagen abhängig gemacht („Cross Compliance“) und von der Produktion bestimmter Güter entkoppelt, um die Fehlanreize zur Produktion dieser Güter zu beseitigen. Schließlich wurde der Umfang der Direktzahlungen bis 2013 eingefroren: Sie gehen seitdem real zurück. Trotzdem liegt der Anteil der GAP-Zahlungen und direkten Einkommensbeihilfen am EU-Haushalt immer noch bei über 30 v.H. Der „Gesundheitscheck“ soll nun diese jüngsten Reformen bewerten und die weitere Entwicklung dieses Politikbereiches festlegen. Ein erster Vorstoß der Kommission zielt jedoch nur auf geringe Veränderungen des Status quo ab, so sollen unter anderem die Direktzahlungen von der Produktion abgekoppelt

werden und eine weitere Umschichtung von Mitteln auf die zweite Säule erfolgen. Andere Vorschläge gehen hingegen weiter und haben eine längerfristige Perspektive. Häufig wird dabei die Einführung der Kofinanzierung im Rahmen der GAP-Direktzahlungen vorgeschlagen. Bei diesem Prinzip, müssten wie der Strukturpolitik die nationalen Regierungen zu den EU-Zahlungen an ihre Landwirte einen bestimmten Prozentsatz hinzugeben. Eine derartige Kofinanzierung würde an den Gesamttransfers an die Landwirte wenig ändern, jedoch würde ihre Beteiligung den Mitgliedstaaten einen stärkeren Eindruck von den Kosten der Agrarsubventionen verschaffen. Damit kann insbesondere ein Anreiz für die von der GAP übermäßig begünstigten Staaten geschaffen werden, sich einer späteren Verringerung der Transfers zugunsten neuer Gemeinschaftsprioritäten wie Klimaschutz nicht entgegenzustellen.

Andere Beobachter kritisieren generell das fortbestehende Ziel der Einkommenserhöhung der Landwirte durch die EU. Gerade aufgrund der derzeit hohen Preise für viele Agrarprodukte kann die Verhältnismäßigkeit von Direktzahlungen durchaus angezweifelt werden. Stattdessen wird vorgeschlagen, die Landwirte gezielt für Dienste an der Gemeinschaft (im weiteren Sinne öffentliche Güter) zu begünstigen, für die keine Märkte bestehen. Dieses könnte beispielsweise durch Zuwendungen für Landschaftsschutz oder nachhaltige Bewirtschaftung sowie für Landwirtschaft in bestimmten natürlich benachteiligten Regionen geschehen.

Steffen Osterloh, osterloh@zew.de

ZEW

Zentrum für Europäische
Wirtschaftsforschung GmbH

IMPRESSUM

ZEW Wachstums- und Konjunkturanalysen, erscheint vierteljährlich.

Herausgeber: Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW) Mannheim · L 7, 1 · 68161 Mannheim
Postanschrift: Postfach 10 34 43 · 68034 Mannheim · Internet: www.zew.de, www.zew.eu
Prof. Dr. Dr. h.c. mult. Wolfgang Franz (Präsident) · Thomas Kohl (kaufmännischer Direktor)

Redaktion: Dr. Marcus Kappler, Telefon 0621/1235-157, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: kappler@zew.de
Steffen Osterloh, Telefon 0621/1235-165, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: osterloh@zew.de
Andreas Sachs, Telefon 0621/1235-145, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: sachs@zew.de
Sandra Schmidt, Telefon 0621/1235-218, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: s.schmidt@zew.de

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise): mit Quellenangabe und Zusendung eines Belegexemplars
© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2008