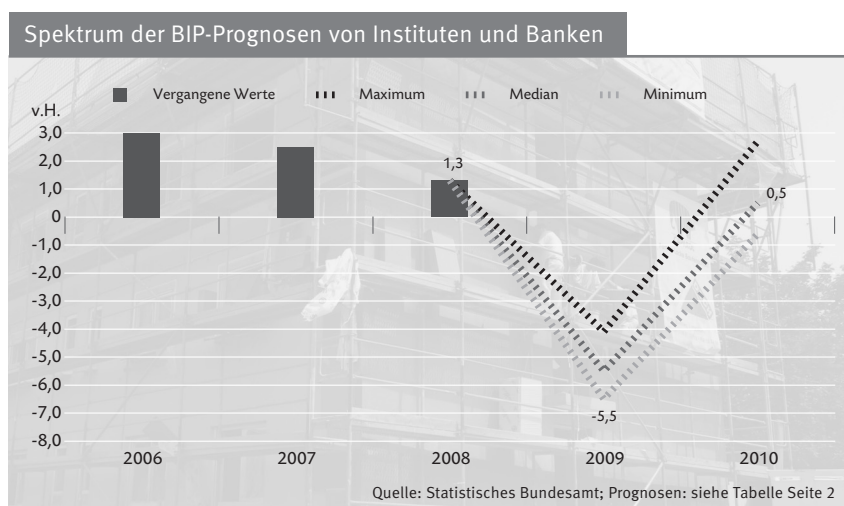


Der Absturz in Deutschland ist gestoppt

Die deutsche Wirtschaft hat das Rezessionstal schneller als erwartet durchschritten. Im zweiten Quartal hat sich das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland überraschend stark belebt. Anlass zur Euphorie besteht allerdings nicht, da die Nachhaltigkeit der jüngsten Entwicklung noch mit vielen Fragezeichen versehen ist. Dies zeigt sich in den jüngsten Prognosen für das Bruttoinlandsprodukt von Instituten und Banken für dieses und nächstes Jahr.



Konjunkturelle Frühindikatoren hatten seit einigen Monaten darauf hingedeutet, doch die Zahlen, die das Statistische Bundesamt zur Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal 2009 veröffentlichte, haben selbst die größten Optimisten unter den Konjunkturprognostikern überrascht. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Deutschland ist im zweiten Quartal 2009 gegenüber dem Vorquartal mit einer Rate von 0,3 v.H. gewachsen. Mehrheitlich hatten Volkswirte hingegen eine weitere Schrumpfung erwartet. Aus dem Vorjahresvergleich wird allerdings erneut deutlich, wie außergewöhnlich stark die gesamtwirtschaftliche Produktionsleistung seit Ausbruch der internationalen Wirtschaftskrise eingebrochen

ist. Das Niveau des preisbereinigten BIP lag zuletzt um 7,1 v.H. unterhalb des Vorjahresniveaus.

Binnennachfrage stützt Konjunkturentwicklung

Die Detailrechnung zur Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal zeigt, dass positive Beiträge sowohl von der Binnennachfrage als auch vom Außenbeitrag kamen. Die privaten und staatlichen Konsumausgaben waren um 0,7 v.H. beziehungsweise um 0,4 v.H. höher als im ersten Quartal. Wesentliche Ursache für das bisher stabile Verhalten des Konsums ist, dass die Krise noch nicht mit voller Wucht auf dem Arbeitsmarkt angekommen ist. Die Maß-

nahmen der Bundesregierung zur Beschäftigungssicherung, allen voran die erhebliche Ausweitung der Kurzarbeiterregelung, haben maßgeblich dazu beigetragen. Dadurch ist das Gesamtarbeitseinkommen – also das Produkt aus Arbeitsplätzen mal geleisteten Arbeitsstunden mal durchschnittlichen Stundenlohn – bisher noch nicht stark gefallen. Zudem wirkt die stagnierende Preisentwicklung als Stütze der realen Einkommen und damit der Nachfrage nach Konsumgütern. Der Außenbeitrag war im zweiten Quartal nur deshalb positiv, weil die preisbereinigten Importe mit -5,1 v.H. wesentlich stärker rückläufig waren als die Exporte (-1,2 v.H.). Ein tragender Konjunkturschub aus dem Ausland verbirgt sich hinter dieser Saldenrechnung folglich nicht. Positive Impulse kamen im zweiten Quartal außerdem von den Bauinvestitionen, welche im Vergleich zum ersten Quartal um 1,4 v.H. gestiegen sind. In dieser Entwicklung dürften sich allerdings weniger die staatlichen Ausgabenstimuli im Rah-

IN DIESER AUSGABE

Der Absturz in Deutschland ist gestoppt	1
Die voraussichtliche Lage in der EWU ..	3
Ergebnisse der Augustumfrage 2009 ..	4
Unternehmen des Wirtschaftszweigs vorsichtig optimistisch	5
Langfristige Diversifikationseffekte an den internationalen Immobilienaktienmärkten	6
Über die ökonomische Rechtfertigung regionalpolitischer Interventionen	8
Rendite und Risiko von Carry Trade Strategien auf Devisenmärkten	10
Europas Finanzkrise und der Arbeitsmarkt	12

men der Konjunkturpakete widerspiegeln, als vielmehr die witterungsbedingte Nachholung von Bauvorhaben. Der Großteil der Investitionsmaßnahmen im Bereich der Verkehrsinfrastruktur, der Sanierung von Schulen etc. wird erst nächstes Jahr wirken. Laut Bundesregierung sind bereits 6 Mrd. Euro des Konjunkturpakets II genehmigt, abgerufen wurden bisher allerdings deutlich geringere Beträge.

Einen negativen Beitrag in Höhe von 1,9 Prozentpunkten lieferte der Abbau von Lagerbeständen für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in den Monaten April bis Juni, während sich die Ausrüstungsinvestitionen mit einem Rückgang um 0,5 v.H. im Vergleich zum Vorquartal stabilisiert haben.

Ausblick

Steigende Auftragseingänge, ein Abbau von Lagerbeständen und eine sich erholende Produktion bei immer noch sehr geringer Kapazitätsauslastung – eine typische Konstellation für einen konjunkturellen Wendepunkt – sind gegenwärtig kennzeichnend für die Situation in Deutschland. Es stellt sich nun die Frage nach dem Profil der weiteren Erholung. Einiges spricht dafür, dass der sich abzeichnende Aufschwung eher verhalten ausfallen dürfte.

Zunächst zeigen empirische Studien, dass Krisen, die mit einer Banken- und Immobilienkrise verbunden sind, in der Regel länger dauern als Rezessionen ohne diese Merkmale.

Darüber hinaus gehen die aktuell sichtbaren Impulse zu einem wesentlichen Teil auf die global aufgelegten staatlichen Konjunkturprogramme zurück, welche größtenteils keine nachhaltigen Wirkungen entfalten dürften. In Deutschland hat die im Windhundverfahren erteilte Abwrackprämie für Altautos einen Kaufboom ausgelöst, der bald auslaufen wird. Die ausländischen Nachfrageimpulse, insbesondere aus Ostasien, gehen in erheblichem Umfang auf staatlich angestoßene Investitionsprojekte zurück. Dahinter verbirgt sich jedoch kein selbsttragender Aufschwung. Außerdem ist die Krise im Finanzsektor noch nicht ausgestanden.

Die Bundesbank hat jüngst darauf hingewiesen, dass nach der ersten Runde von Verwerfungen in den Bankbilanzen durch strukturierte Finanzprodukte nun Belastungen vom inländischen Kreditgeschäft, etwa durch eine Zunahme der Insolvenzen von Firmen und Privatleuten, drohen.

Zudem hat in Deutschland der Arbeitsmarkt die eigentliche Bewährungsprobe noch vor sich. Wenn die Unternehmen bei anhaltender Absatz-

schwäche gezwungen sind, ihre Produktionskosten zu senken, werden sie Mitarbeiter freisetzen, die sie gern über die Krise hinaus gehalten hätten. Die Kurzarbeiterregelung dürfte dann ihre Pufferwirkung verlieren. Prognosen gehen von einer Zunahme der Arbeitslosenquote auf 8,5 v.H. für 2009 und 10,3 v.H. im Folgejahr aus. Wenn die Unternehmen im Herbst also doch noch umfangreichere Entlassungen vornehmen, wird sich dies auf den privaten Konsum auswirken. Dann wird die internationale Wirtschaftskrise endgültig zum Binnenproblem, da Branchen, die bisher noch relativ glimpflich davon gekommen sind, wie beispielsweise der Einzelhandel, ebenfalls von der Krise erfasst werden.

Summa summarum lassen sich gegenwärtig wenig Anzeichen finden, die auf eine rasche Erholung der Konjunktur in Deutschland schließen lassen. Entsprechend sehen das auch die Konjunkturprognostiker von Instituten und Banken in Deutschland. Im Median wird erwartet, dass das BIP in diesem Jahr mit einer Jahresveränderungsrate von -5,5 v.H. schrumpfen wird. Im nächsten Jahr könnte die deutsche Wirtschaft wieder zaghaft expandieren, wobei von einem Wert von 0,5 v.H. ausgegangen wird.

Dr. Marcus Kappler, kappler@zew.de

Wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland 2008, 2009 und 2010

	Statist. BA	Bayern LB		IMK		Ifo		Allianz		Postbank		Commerzbank	
	2008	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
BIP, real	1,3	-5,5	0,5	-6,5	-0,4	-6,3	-0,3	-4,1	2,7	-4,7	1,7	-4,9	2,0
Privater Konsum	0,4	0,3	-0,6	0,2	-1,4	0,3	-0,8	0,7	0,4	0,8	-0,1	0,4	-0,7
Konsumausgaben des Staates	2,1	1,4	2,6	1,7	2,3	1,4	1,7	1,3	2,3	2,5	2,4	2,4	2,1
Bruttoanlageinvestitionen	4,4	-20,5	-4,2	-10,7	-0,3	-10,7	0,4	-21,2	4,4	-8,5	2,3	-8,1	4,2
Exporte	2,9	-16,7	1,6	-17,8	0,3	-17,0	2,3	-13,9	7,9	-14,5	7,6	-14,6	8,6
Importe	4,3	-10,3	-1,2	-10,7	-0,5	-8,3	2,4	-8,2	5,1	-8,8	5,8	-9,0	5,7
Erwerbstätige (in Tsd.)	40.330	39.900	38.900	-	-	39.856	38.806	-	-	-	-	40.180	39.330
Arbeitslose (in Tsd.)	3.268	3.600	4.300	3.575	4.448	3.581	4.337	-	-	-	-	3.530	4.420
Arbeitslosenquote*	7,8	8,6	10,5	8,2	10,3	8,3	10,1	8,6	9,5	-	-	8,4	10,5
Preisindex der Lebenshaltung	2,6	0,1	0,3	-0,2	0,1	0,2	0,4	0,4	1,3	0,3	1,2	0,2	0,7
Finanzierungssaldo des Staates in v.H. des BIP	-0,1	-3,3	-6,0	-	-	-	-	-	-	-	-	-4,0	-5,0

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. Quellen: Bayern LB 03.07.2009, IMK 09.07.2009, Ifo 23.06.2009, Allianz 13.07.2009, Postbank 27.08.2008, Commerzbank 26.08.2009

Stand: 02.09.2009

Die voraussichtliche Lage in der EWU

Der aktuellen Schnellschätzung von Eurostat zufolge hat sich die europäische Konjunktur im zweiten Quartal 2009 wieder stabilisiert. Zwar ist die Wirtschaftskraft in Europa erneut gesunken, allerdings fiel der Rückgang mit 0,3 v.H. in der EU27 sowie 0,1 v.H. in der Eurozone im Vergleich zum Vorquartal relativ moderat aus. Im ersten Quartal 2009 ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) noch um 2,5 v.H. in der EU27 sowie 2,4 v.H. in der Eurozone gefallen.

Während einige kleinere Länder wie die baltischen Staaten, Ungarn oder die Niederlande mit Werten zwischen -0,9 v.H. und -12,3 v.H. weiterhin eine deutlich negative Entwicklung aufweisen, haben vor allem Frankreich und Deutschland dazu beigetragen, dass der Rückgang des BIP nicht stärker ausfiel. In beiden Ländern hat die Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal 2009 um 0,3 v.H. zugenommen.

Maßgeblich für das verbesserte Ergebnis im Vergleich zum Vorquartal ist die allgemein verbesserte weltwirtschaftliche Lage, was sich in einem positiven Beitrag des Außenhandels zum BIP ausdrückt. Das weiterhin ge-

dämpfte Investitionsklima sowie der sich moderat entwickelnde private Konsum haben dagegen eher einen negativen Einfluss auf das Ergebnis.

Zwar deuten die BIP-Schätzungen an, dass ein Aufschwung in Sicht ist, allerdings mahnen Konjunktarexperten zur Vorsicht. Die konjunkturelle Entwicklung wird zwar leicht positiv, aber dennoch blutleer verlaufen. Verantwortlich dafür sind die gedämpfte weltwirtschaftliche Lage sowie ein erwarteter Anstieg der Arbeitslosigkeit.

Der positive Beitrag des Außenhandels ist in erster Linie auf die Widerstandsfähigkeit der asiatischen Märkte zurückzuführen, während die Situation in den Vereinigten Staaten durch die Nachwehen der Finanzkrise nach wie vor als fragil bezeichnet werden kann. Dies zeigt sich an der mit einem Wert von -0,3 v.H. weiterhin negativen Entwicklung des BIP in den Vereinigten Staaten. Mehr als eine Ausdehnung der Wirtschaft knapp über der Nulllinie ist ohne eine starke Wirtschaft in den Vereinigten Staaten wohl nicht zu erreichen. Zudem ist die Lage am Arbeitsmarkt weiterhin angespannt, wo-

bei die Folgen der Wirtschaftskrise vermutlich erst mit Verzögerung voll auf den Arbeitsmarkt durchschlagen. Der erhebliche Rückgang des BIP im Vergleich zum Vorjahr hat zu einem Beschäftigungsüberhang geführt. Wenn die staatlichen Programme zur Sicherung der Arbeitsplätze in der Rezession auslaufen, ist mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit zu rechnen. Dies wird sich deutlich negativ auf die Nachfrage der Haushalte auswirken.

Die Europäische Zentralbank geht bei der Festlegung der Leitzinsen ebenso von einem schwach positiven Wachstum aus. Da die Inflationsraten zudem im Juni sowie im Juli 2009 einen Rückgang der Preisteuerungsrate von 0,1 v.H. und 0,7 v.H. im Vergleich zum Vorquartal aufweisen und nur geringe Preisteuerungsrate für die nächsten Monate zu erwarten sind, ist eine Zinserhöhung für die EZB derzeit nicht in Sicht. Erst Mitte 2010 ist laut Experten davon auszugehen, dass die expansive Geldpolitik eine Zinserhöhung zur Wahrung der Preisstabilität unumgänglich macht.

Andreas Sachs, sachs@zew.de

	EWU		Italien		Spanien		Belgien		Österreich		Irland	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
BIP, real	-4,5	0,7	-5,3	0,2	-3,5	-0,7	-4,0	-0,2	-3,4	0,5	-7,9	-2,3
Privater Verbrauch	-1,2	-0,1	-2,2	0,1	-4,0	0,0	-1,2	0,2	0,2	0,5	-7,0	-3,0
Investitionen	-9,4	0,9	-11,2	0,7	-13,9	-9,0	-5,1	-2,3	-5,9	-1,0	-30,5	-17,2
Exporte	-14,9	1,0	-18,5	2,0	-19,5	0,3	-19,4	-0,5	-15,1	0,7	-3,9	-1,4
Importe	-12,2	0,9	-13,8	2,0	-22,9	-4,4	-18,0	0,3	-11,2	0,4	-8,6	-4,8
Verbraucherpreise	0,5	1,7	1,0	2,0	-0,2	1,0	0,2	1,4	0,5	1,2	-4,6	-0,3
Arbeitslosenquote	10,0	12,0	8,4	10,2	18,1	19,6	8,3	10,6	6,1	7,9	12,2	14,8
Beschäftigung	-2,5	-2,4	-1,8	-2,0	-7,0	-3,2	-0,6	-1,8	-1,4	-1,8	-8,4	-3,7

	Niederlande		Frankreich		Finnland		Portugal		Griechenland		GB (nachrichtlich)	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010	2009	2010
BIP, real	-4,75	-0,5	-2,9	-0,2	-5,0	-1,1	-3,5	-0,8	-1,4	0,8	-4,3	1,0
Privater Verbrauch	-2,75	-1,0	0,6	0,5	-1,4	0,3	-1,5	0,3	-1,6	1,0	-3,5	-1,1
Investitionen	-14,75	-13,0	-7,8	-4,2	-15,1	-13,8	-18,0	-1,2	-11,5	2,0	-13,9	-2,9
Exporte	-16,25	0,5	-11,5	-0,8	-19,6	-5,0	-18,8	3,2	-14,5	3,0	-8,7	7,4
Importe	-14	-1,5	-7,9	0,5	-17,5	-6,1	-17,6	4,5	-11,4	2,9	-9,9	3,5
Verbraucherpreise	1,0	1,3	0,8	0,5	0,5	1,1	-0,6	1,8	1,3	2,5	1,3	1,3
Arbeitslosenquote	4,0	7,0	9,7	11,2	8,7	10,8	9,6	11,2	9,5	10,3	8,2	9,7
Beschäftigung	-1,0	-3,5	-1,3	-1,2	-3,2	-3,3	-2,8	-1,9	-1,6	-0,4	-2,3	-2,6

Quellen: Alle: Arbeitslosenquote und Beschäftigung: OECD, Paris. EWU: EFN, Florenz. Österreich: Wifo, Wien. Spanien: BBVA, Bilbao. Belgien: IRES, Louvain-la-Neuve. Niederlande: CPB, Den Haag. Finnland: BoFi, Helsinki. Frankreich: BNP, Paris. Irland: ESRI, Dublin. Italien: ISAE, Rom. Portugal: BPI, Porto. Griechenland: BoG, Athen. GB: NIESR, London.

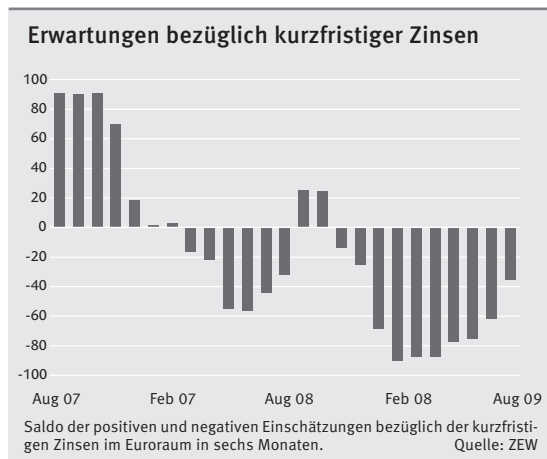
Stand: 02.09.2009

ZEW-FINANZMARKTTEST

Ergebnisse der Augustumfrage 2009

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

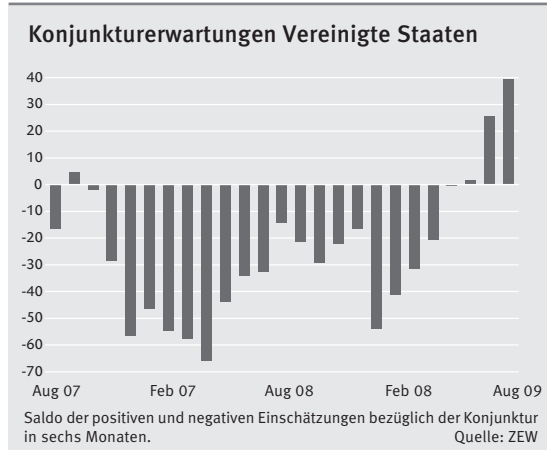
tionaler Finanzmarktdaten befragt. Die gesamten Ergebnisse der Umfrage vom 03. – 17.08.09 wurden im aktuellen ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 21.08.2009) veröffentlicht.



EZB: Vorerst unveränderte Zinsen erwartet

Die Erwartungshaltung der Experten bezüglich der weiteren geldpolitischen Entscheidungen ist in Bewegung geraten. Der entsprechende Indikator steigt um 18 auf 19,1 Punkte. Damit sind jetzt knapp ein Fünftel der Experten der Ansicht, dass die EZB in Folge der besseren Konjunkturaussichten die Zinsen erhöhen wird. Mit 72,3 v.H. ist jedoch das Gros der Analysten auch weiterhin der Ansicht, dass die Zinsen im kommenden halben Jahr unverändert bleiben werden. Dies dürfte darauf zurückzuführen sein, dass der konjunkturelle Aufschwung noch als fragil bewertet und die Unterstützung der Geldpolitik benötigt wird. Zwar rechnet knapp die Hälfte aller Analysten mit einer Zunahme der Inflation, dies ist angesichts einer aktuellen Inflationsrate in der Eurozone von -0,7 v.H. im Jahresvergleich jedoch als Normalisierungsprozess zu interpretieren.

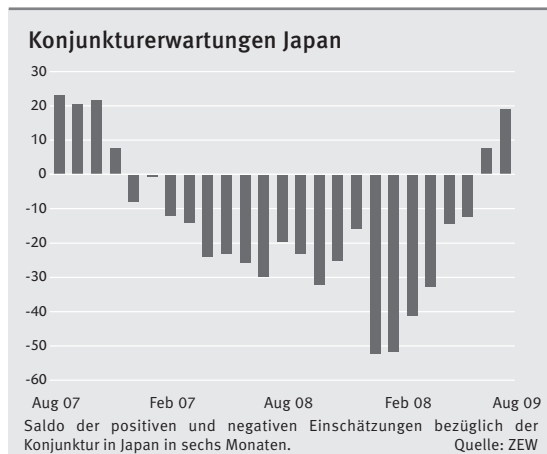
Sandra Schmidt



Vereinigte Staaten: Experten wieder optimistischer

Die Konjunkturaussichten für die Vereinigte Staaten haben sich nach Einschätzung der Experten im August deutlich aufgehellt. Sie steigen um mehr als zehn Prozentpunkte und liegen nun wieder auf dem Niveau von September 2003. Positive Nachrichten kommen insbesondere aus der Industrie. Dort legte die Produktion nach Monaten des Rückgangs erstmals wieder zaghaft zu. Der Anstieg der Kapazitätsauslastung lag ebenfalls über den Erwartungen. Sorge bereitet weiterhin die Entwicklung des Konsums. Er macht rund zwei Drittel der gesamten Wirtschaftsleistung aus. Im August ist das von der Universität Michigan erhobene Verbrauchervertrauen so stark gesunken wie seit März dieses Jahres nicht mehr. Auch die Einzelhandelsumsätze waren leicht rückläufig. Das sollte die wirtschaftliche Erholung in den kommenden Monaten bremsen.

Matthias Köhler



Japan: Konjunkturerwartungen steigen wieder

Die Konjunkturerwartungen der Experten für Japan haben sich in diesem Monat deutlich verbessert. Positive Signale kommen vor allem von dem Einkaufsmanagerindex in der Industrie. Der Index ist zum zweiten Mal in Folge gestiegen. Auch die Stimmung unter den Verbrauchern hat sich trotz sinkender Löhne und einer weiterhin hohen Arbeitslosigkeit erneut verbessert. Dennoch liegt der Index zum Verbrauchervertrauen auch weiterhin deutlich unter der Expansionsschwelle. Damit scheinen derzeit der Außenhandel und der Konsum den starken Rückgang der Investitionstätigkeit zumindest teilweise ausgleichen zu können. Das spiegelt sich auch im Wirtschaftswachstum wider. Im zweiten Quartal dieses Jahres nahm das Bruttoinlandsprodukt Japans um knapp 1 v.H. gegenüber dem Vorquartal zu.

Matthias Köhler

DIENSTLEISTER DER INFORMATIONSGESELLSCHAFT

Unternehmen des Wirtschaftszweigs vorsichtig optimistisch

Im Wirtschaftszweig Dienstleister der Informationsgesellschaft zeichnet sich im zweiten Quartal 2009 vorsichtiger Optimismus ab. Obwohl der ZEW-IDI mit einem Wert von 49,1 Punkten noch knapp unter dem kritischen Wert von 50 Punkten liegt, welcher eine Verschlechterung der konjunkturellen Stimmung im Vergleich zum Vorquartal signalisiert, ist der Teilindikator, der die Bewertung der Geschäftserwartungen für das dritte Quartal 2009 widerspiegelt, im zweiten Quartal 2009 auf 53,4 Punkte gestiegen. Dieser Wert signalisiert eine Verbesserung der Geschäftserwartungen im Vergleich zum Vorquartal.

Dies ist das Ergebnis einer Konjunkturumfrage bei Dienstleistern der Informationsgesellschaft, die das Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung, Mannheim, in Zusammenarbeit mit dem Verband der Vereine Creditreform, Neuss, im Juni 2009 durchgeführt hat.

Ein ähnliches Bild wie beim Gesamtwirtschaftszweig bietet sich auch bei den IKT-Dienstleistern, also Softwareunternehmen, IT-Diensten, IKT-Händlern und Telekommunikationsdienstleistern. Der Stimmungsindikator für diese Teilbranche, sowie die jeweiligen Teilindikatoren, welche die aktuelle Lage und die Geschäftserwartungen für

das dritte Quartal 2009 darstellen, sind im zweiten Quartal 2009 gestiegen. Der Teilindikator, der die Geschäftserwartungen reflektiert, steigt dabei ebenfalls über den kritischen Wert von 50 Punkten auf 51,7 Punkte. Er deutet damit auf eine Verbesserung der konjunkturellen Stimmung bei den IKT-Dienstleistern hin. Die wissensintensiven Dienstleister sind dagegen eher skeptisch, was die Geschäftserwartungen für das dritte Quartal 2009 betrifft. Der entsprechende Teilindikator für diese Teilbranche steigt auf 48,2 Punkte und liegt damit weiterhin unter dem kritischen Wert von 50 Punkten. Er deu-

tet somit auf eine Verschlechterung im Vergleich zum Vorquartal hin.

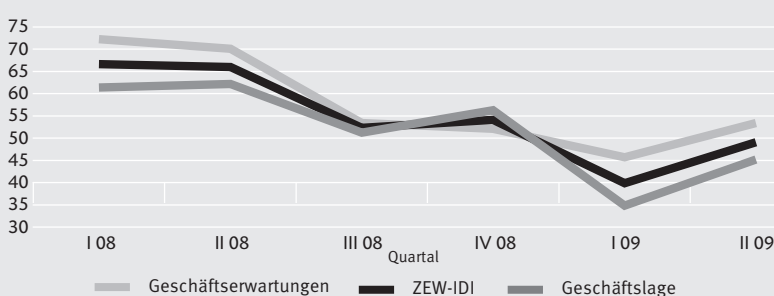
Branchenbetrachtung

Bei den Softwareunternehmen und IT-Diensten stellt sich die konjunkturelle Situation im zweiten Quartal 2009 stabil dar. Die Mehrheit der Unternehmen berichtet von unveränderten Umsätzen und Erträgen und erwartet auch für das dritte Quartal 2009 gleichbleibende Umsätze und Erträge sowie keine Veränderung der Nachfrage. Auch die Steuerberater und Wirtschaftsprüfer berichten im zweiten Quartal 2009 mehrheitlich von unveränderten Umsätzen und Erträgen und einer im Vergleich zum Vorquartal unveränderten Nachfrage. Die Architekten sind ebenfalls weniger pessimistisch und beschreiben die konjunkturelle Situation als überwiegend stabil.

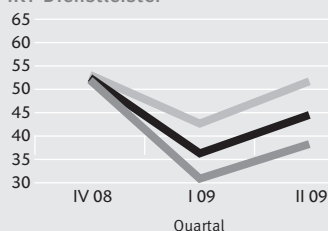
Von den technischen Beratern und Planern, IKT-Händlern, Werbefirmen und den Unternehmen der Branche Forschung und Entwicklung wird die aktuelle wirtschaftliche Lage nach wie vor pessimistisch beurteilt. Die technischen Berater und Planer erwarten für das dritte Quartal 2009 mehrheitlich keine Veränderung von Umsatz und Nachfrage. In der Branche Forschung und Entwicklung berichtet die Mehrheit der Unternehmen von sinkenden Umsätzen und Erträgen. Die Nachfrage hingegen wird als stabil bewertet. Die Mehrheit der Forschungs- und Entwicklungsunternehmen erwartet auch für das kommende Quartal eine stabile Nachfrage. Die Werbefirmen berichten mehrheitlich von derzeit sinkenden Umsätzen und Erträgen. Im Hinblick auf das dritte Quartal 2009 sind die Werbefirmen eher skeptisch und rechnen zum Großteil mit einem Rückgang oder keiner Veränderung von Umsatz und Ertrag.

Jenny Meyer, meyer@zew.de

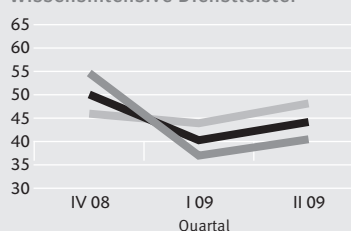
Entwicklung des ZEW-IDI



IKT-Dienstleister



Wissensintensive Dienstleister



Quelle: ZEW/Creditreform

Langfristige Diversifikationseffekte an den internationalen Immobilienaktienmärkten

Durch ihre Standortgebundenheit unterliegen Immobilien im Gegensatz zu anderen Vermögensgütern verstärkt lokalen, regionalen sowie nationalen Einflüssen und Risiken. Daher ist aus portfoliotheoretischen Gesichtspunkten gerade bei Immobilieninvestitionen eine internationale Diversifikation der Risiken anzustreben. Sowohl für den institutionellen als auch für den privaten Anleger wirft die globale Ausrichtung eines Immobilienportfolios allerdings die Frage auf, über welche Märkte langfristig die größte Risikodiversifikation erreicht werden kann. Weniger geeignet sind dabei Märkte, die langfristig einen gemeinsamen Trend mit anderen Immobilienaktienmärkten besitzen.

Dieser Beitrag analysiert die kurz- und langfristigen Abhängigkeiten zwischen 14 internationalen Immobilienaktienmärkten. Während sich zahlreiche, bisherige Studien hauptsächlich auf den US-amerikanischen Immobilienmarkt konzentriert haben, erweitert die vorliegende Analyse den Untersuchungsraum und trägt durch ihre globale Ausrichtung dem gestiegenen Interesse von Investoren an Immobilienanlagen Rechnung. Insbesondere kann durch die Verwendung eines von Januar 1990 bis Dezember 2008 reichenden Datensatzes ein Zeitraum abgedeckt werden, der zum einen von einem stark wachsenden und steigenden Immobilien(-aktien-)marktumfeld geprägt war. Zum anderen wird es dadurch ebenfalls möglich, die Auswirkungen in Folge der seit dem Jahr 2007 anhaltenden Finanzmarktkrise zu berücksichtigen.

Methode

Zur Beurteilung der Risiko-Diversifikationseffekte wird vielfach auf den Ansatz von Markowitz (1952) zurückgegriffen, der auf Korrelationen oder Kovarianzen als Zusammenhangsmaß aufbaut. Allerdings ist dieser Ansatz aus theoretischer Perspektive kritisch zu beurteilen, da die hierbei unterstellten Annahmen wie z. B. normalverteilte Renditen sowie im Zeitablauf stabile Korrelations- und Varianz-Kovarianzmatrizen häufig nicht erfüllt sind. Dies wird insbesondere für die Immobilienaktienmärkte empirisch bestätigt. Daher wird in diesem Beitrag die zweistufige Kointegrationsanalyse nach Engle und Granger

(1987) in Verbindung mit einem Fehlerkorrekturmodell verwendet. Mit Hilfe dieser Methode gelingt es, sowohl kurz- als auch langfristig wirkende Zusammenhänge zwischen zwei Märkten zu analysieren sowie zudem den Anpassungsmechanismus an den langfristigen Zusammenhang und damit eine Richtung des Wirkungszusammenhanges darzustellen. Der Anpassungsmechanismus wird dabei über ein Fehlerkorrekturmodell bestimmt, das darüber Auskunft gibt, welcher der beiden Märkte zur Anpassung an den langfristigen Zusammenhang bei einer kurzfristigen Abweichung beiträgt. Als stabil wird ein solcher Mechanismus bezeichnet, wenn mindestens einer der beiden Märkte zur Anpassung beiträgt und keiner der beiden Märkte sich – bei Vorliegen einer Abweichung – sukzessive vom langfristigen Gleichgewichtspfad entfernt. Durch die Einbeziehung von Preisen und Renditen können bei der Kointegrationsanalyse, im Gegensatz zu der Untersuchung von Korrelationen, zusätzliche relevante Informationen genutzt werden. Für den Anleger impliziert die Existenz einer Kointegrationsbeziehung zwischen zwei Märkten, dass diese langfristig einem gemeinsamen stochastischen Trend folgen und somit die Diversifikationsmöglichkeiten in kointegrierten Märkten eingeschränkt sind. Die Ergebnisse der Kointegrationsanalyse müssen in keinem Zusammenhang zu den Befunden stehen, die aus der Interpretation von Korrelationen resultieren. Demnach hat weder die Existenz einer Kointegrationsbeziehung zwingend hohe Korrelationen zur Folge, noch gilt

der umgekehrte Fall. Somit handelt es sich bei den beiden Konzepten keinesfalls um redundante, sondern vielmehr um sich ergänzende Methoden.

Datensatz

Der untersuchte Datensatz umfasst insgesamt 14 nationale Immobilienaktienmärkte und setzt sich aus folgenden Länderindizes der European Public Real Estate Association zusammen: Australien (AUS), Belgien (BEL), Deutschland, Frankreich (FRA), Großbritannien (GB), Hongkong (HK), Italien, Japan (JAP), Kanada (KAN), die Niederlande (NL), Singapur (SIN), Schweden, die Schweiz (SWZ) und die Vereinigten Staaten (USA). Mit Ausnahme von Japan zeigt sich, dass für alle Indizes die Hypothese normalverteilter Renditen abgelehnt werden kann und somit eine wesentliche Annahme des Ansatzes von Markowitz verletzt ist. Die Korrelationen zwischen den einzelnen Ländern erweisen sich als sehr niedrig im Vergleich zu den zwischen den breiten Aktienmärkten bestehenden Korrelationen. Allerdings zeigt sich, dass die Korrelationen zwischen Ländern, die sich in einem gemeinsamen Wirtschaftsraum befinden, etwas höher sind als zwischen Ländern, für die dies nicht zutrifft. Auf Grund der angesprochenen Problematik in Bezug auf die durch Markowitz unterstellten Annahmen erweist es sich aber als kritisch, daraus Rückschlüsse in Bezug auf das langfristig existierende Diversifikationspotential zu ziehen.

Langfristige Abhängigkeiten und kurzfristige Zusammenhänge

Dieser Einwand wird ebenso durch die Befunde der Kointegrationsanalyse bekräftigt. Insgesamt finden sich 21 Kointegrationsbeziehungen mit einem stabilisierenden Fehlerkorrekturmodell zwischen den betrachteten Märkten. Die Abbildung stellt die identifizierten Kointegrationsbeziehungen und den aus dem Fehlerkorrekturmodell resul-

tierenden Anpassungsmechanismus dar, sofern dieser auf einen stabilisierenden Prozess hindeutet. Dabei entspricht die Richtung des Pfeils der zwischen den beiden kointegrierten Märkten bestehenden Richtung des Wirkungszusammenhangs, der aus dem Fehlerkorrekturmodell resultiert. Der abhängige Markt führt demnach auch die Anpassung an den langfristigen Gleichgewichtspfad herbei.

Mit Ausnahme von drei Kointegrationsbeziehungen findet sich ein einseitiger Anpassungsmechanismus. Es existiert somit ein Markt, der in der Beziehung eine dominante Position besitzt, während der zweite Markt auf die Ereignisse am ersten Markt reagiert. Demnach trägt der dominante Markt bei kurzfristigen Abweichungen nicht zum Anpassungsprozess an den langfristigen Gleichgewichtspfad bei.

Es wird deutlich, dass im angelsächsisch geprägten Raum der US-amerikanische Markt als größter Markt eine dominierende Stellung einnimmt und sowohl der kanadische als auch der britische Markt auf die Marktbewegungen des US-Marktes reagieren. Für Kontinentaleuropa nehmen der französische und der niederländische Markt eine Führungsposition ein. Allerdings ist gerade durch die Beziehung zum kanadischen Markt erkennbar, dass insbesondere der niederländische Markt wesentlich durch das angelsächsische Kapitalmarktssystem geprägt ist, während sich dieser Einfluss für das sehr bankenorientierte System in Frankreich nicht zeigt. Im asiatisch-pazifischen Raum erweist sich

der australische Markt als richtungweisend, während die Immobilienmärkte Japans und Hongkongs überwiegend auf Ereignisse auf anderen Märkten reagieren. Dabei ergibt sich insbesondere für den Markt in Hongkong ein sehr heterogenes Bild in Bezug auf die Herkunft der richtungweisenden Märkte.

Die dominante Stellung mindestens eines Marktes in einem der drei Wirtschaftsräume (Asien/Pazifik, Kontinentaleuropa, angelsächsisch geprägte Region) und die fehlenden Kointegrationsbeziehungen zwischen diesen dominanten Märkten bieten dem langfristig orientierten Anleger durch eine Investition in diese Märkte die Möglichkeit, Diversifikationspotentiale zu realisieren.

Auf der anderen Seite stellt die Existenz der zahlreichen Kointegrationsbeziehungen die Hypothese effizienter Märkte, bei deren Gültigkeit eine Prognose von Rendite- und Preisentwicklungen an den Finanzmärkten nicht möglich ist, für die Immobilienaktienmärkte in Frage, was gleichzeitig für Anleger mit einer aktiven Anlagestrategie die Frage aufwirft, wie aus dieser Ineffizienz Überrenditen zu erzielen sind. Sofern dies überhaupt möglich ist, richtet sich das Augenmerk hierfür auf die Geschwindigkeit des Anpassungsprozesses an das langfristige Gleichgewicht, d. h. auf die Frage, wie schnell eine kurzfristig bestehende Abweichung von diesem langfristig stabilen Zusammenhang korrigiert wird und welcher Markt hierfür verantwortlich ist. Dabei besitzen die Koeffizienten des Fehlerkorrekturmodells für die Kointegrationsbeziehung zwischen

Kanada und den USA sowie zwischen Kanada und den Niederlanden die höchsten Werte. In beiden Fällen wird eine Abweichung in der nächsten Periode zu rund 23 v.H. korrigiert. Inwiefern eine hierauf aufbauende Strategie Überrenditen generiert, hängt im Wesentlichen auch von der Höhe der Abweichung vom gemeinsamen langfristigen Gleichgewichtspfad ab.

Fazit

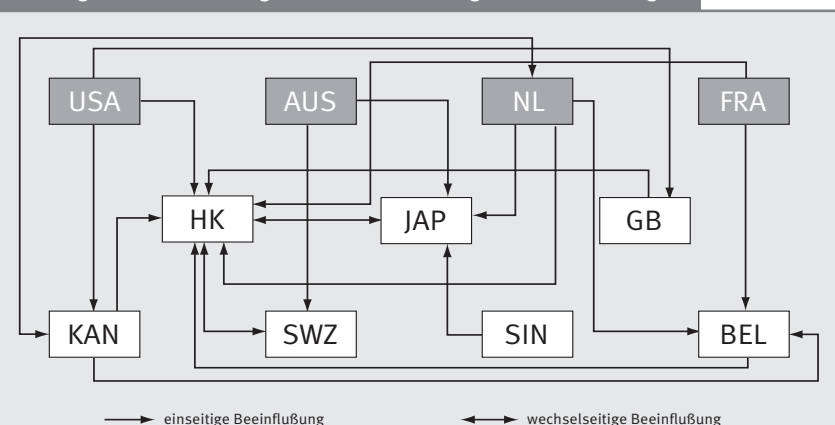
Als Fazit ist festzuhalten, dass zwischen den nationalen Immobilienaktienmärkten zahlreiche langfristig stabile Abhängigkeiten bestehen, die nicht nur zwischen Märkten eines Kontinents, sondern auch interkontinental wirken. Die Analyse der kurzfristigen Beziehungen zwischen den Märkten zeigt, dass in jeder Region ein bis zwei zentrale Märkte existieren, die ihren Einfluss auf die Nachbarmärkte ausüben, wie Australien für die asiatisch-pazifische Region, der US-amerikanische Markt für den angelsächsisch geprägten Raum sowie Frankreich und die Niederlande für die Europäische Währungsunion. Die Konzentration auf diese Märkte erscheint somit für die Investoren als ausreichend. Des Weiteren stellen die Ergebnisse langfristig stabiler Abhängigkeiten die Implikationen geringer Korrelationen zwischen den nationalen Immobilienaktienmärkten in Frage.

Auf Grund der relativ schwächeren langfristigen Beziehungen zwischen Märkten unterschiedlicher Kontinente gegenüber Märkten des gleichen Kontinents ergeben sich für den langfristig orientierten Anleger bei einer Ausdehnung des Anlageraumes vom nationalen Markt auf eine globale Ebene größere Diversifikationseffekte als bei einer Ausdehnung auf lediglich benachbarte Märkte. Die Resultate liefern zudem weitere Belege dafür, dass die Gültigkeit der Hypothese effizienter Märkte für die Immobilienaktienmärkte nicht uneingeschränkt bestätigt werden kann.

Dr. Felix Schindler, schindler@zew.de

Literatur:
 Engle, R.F. und C.W.J. Granger (1987), Co-Integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing, *Econometrica* 55, 251-276.
 Markowitz, H.M. (1952), Portfolio Selection, *Journal of Finance* 7, 77-91.
 Schindler, F. (2009), Long-term Benefits from Investing in International Real Estate, ZEW-Discussion Paper No. 09-023, Mannheim.

Kointegrationsbeziehungen und ihre Wirkungszusammenhänge



Da für den deutschen und italienischen Immobilienaktienmarkt keine Kointegrationsbeziehungen identifiziert werden konnten und für den schwedischen Markt die statistischen Voraussetzungen zur Anwendung des Engle-Granger-Verfahrens nicht erfüllt sind, bleiben diese Märkte in der obigen Abbildung unberücksichtigt.

Über die ökonomische Rechtfertigung regionalpolitischer Interventionen

In Europa wenden sowohl die Europäische Union als auch die Mitgliedstaaten hohe Summen für Regionen mit Entwicklungsrückstand auf, um deren wirtschaftliche Konvergenz zu fördern. So investiert die Europäische Union im laufenden Finanzrahmen (2007 bis 2013) immerhin knapp 350 Mrd. Euro im Rahmen der Europäischen Regionalpolitik. Die Schwerpunktsetzung der regionalpolitischen Interventionen erfolgt dabei in den so genannten „Konvergenzregionen“ (ehemals „Ziel-1-Regionen“), in denen das Pro-Kopf-Bruttoinlandsprodukt unterhalb von 75 v.H. des EU-Durchschnitts liegt. Dieser Beitrag beleuchtet die theoretischen Argumente, die für ein regionalpolitisches Engagement sprechen, und zeigt auf, dass ein Zielkonflikt zwischen den Zielen der Konvergenz und der Maximierung der gesamtwirtschaftlichen Wachstumsrate bestehen kann.

Die Neoklassik ist durch einen grundsätzlichen Optimismus über die wirtschaftliche Konvergenz von (nationalen oder regionalen) Ökonomien geprägt, so dass sich hier Transfers zur Beschleunigung der Konvergenz erübrigen. In einer Welt, die den Annahmen der neoklassischen Wachstumstheorie entspricht, hätten regionalpolitische Interventionen kaum eine Chance, den langfristigen Wachstumspfad einer Region zu beeinflussen. Im Solow-Wachstumsmodell wird das Wachstum des Pro-Kopf-Einkommens im Gleichgewichtszustand („steady state“) durch die exogen gegebene Rate des technischen Fortschritts determiniert. In diesem Zustand ist die Kapitalbildung gerade ausreichend, um die Abschreibungen zu ersetzen und außerdem genügend neues Kapital zu bilden, um angesichts einer wachsenden Bevölkerung eine konstante Kapitalintensität zu gewährleisten. Maßgeblich für die Gleichgewichtseigenschaft des Modells ist die Annahme der sinkenden Grenzerträge des Kapitaleinsatzes. Dieses Grundmodell ist bedingt optimistisch im Hinblick auf die zu erwartende Konvergenz („konditionelle Konvergenz“): Regionen, die durch die gleichen Parameter für Sparquote, Abschreibungen und Bevölkerungswachstum gekennzeichnet sind, und die außerdem Zugang zur gleichen Technologie haben, werden demnach in ihren Wachstumsprozessen konvergieren. Je weiter eine Region anfänglich im Pro-Kopf-Einkommen zurückliegt, umso höher ist das für eine Übergangszeit zu er-

wartende Wachstum. Der Aufholprozess armer Regionen wird mit der anfänglich hohen, aber abnehmenden Grenzproduktivität des Kapitals begründet.

Trotz aller Vereinfachungen bietet dieses Modell einen hilfreichen ersten Orientierungsrahmen. So korrespondiert es durchaus mit zentralen empirischen Beobachtungen zum langfristigen Wachstum von Staaten und Regionen: Beispielsweise steht der schnelle Wachstumsprozess der mittel- und osteuropäischen Reformstaaten, der schon vor dem EU-Beitritt und vor jeder nennenswerten regionalpolitischen Förderung eingesetzt hat, im Einklang mit der Konvergenzhypothese. Ähnlich dazu ist zu erwarten, dass das Modell ebenso eine regionalpolitische Relevanz hat. Eine aus diesem Grundmodell ableitbare Politikkonsequenz ist, dass der Zugang einer unterentwickelten Region zum verfügbaren technologischen Wissen eine Grundvoraussetzung dafür ist, dass diese Region wirtschaftlich aufholen kann. Diese Einsicht unterstreicht die konvergenzfördernde Wirkung einer umfassenden ökonomischen Integration, die den Austausch von Technologie etwa über Direktinvestitionen oder Mobilität qualifizierter Arbeitnehmer erlaubt.

Konvergenzskepsis der „Neuen Ökonomischen Geographie“

Dem Konvergenzoptimismus der neoklassischen Wachstumstheorie steht auf Seiten der so genannten „Neuen Wachstumstheorie“ eine größere Skep-

sis gegenüber. Diese Theorie ist keinesfalls mehr neu, geht sie doch auf erste Aufsätze in den Achtzigern des letzten Jahrhunderts zurück. Der fundamentale Unterschied zur neoklassischen Wachstumstheorie liegt in einer Abkehr von der Annahme eines stets fallenden Grenzprodukts der Kapitalakkumulation. Aufgrund einer breiteren Definition des Kapitalbegriffs unter Einbezug von Technologie, Humankapital oder auch öffentlichem Kapital wird die Modellierung konstanter oder gar steigender Skalenerträge in der Kapitalakkumulation plausibel. Die steigenden Skalenerträge können sich etwa aus positiven Externalitäten von Innovationen durch die Diffusion des erzeugten Wissens ergeben. Im Unterschied zum neoklassischen Modell kann der Ausgangszustand einer Ökonomie langfristige Folgen für das Wachstum haben. Vor allem ist keine konditionelle Konvergenz von Regionen oder Ländern, sondern anhaltende Divergenz zu erwarten.

Die „New Economic Geography“ (ein früher grundlegender Beitrag stammt von Paul Krugman aus dem Jahr 1991) überträgt die in der Neuen Wachstumstheorie zentrale Vorstellung steigender Skalenerträge der Kapitalakkumulation auf die regionale Konzentration: Agglomerationen werden demnach durch sich selbst verstärkende Effekte regionaler Konzentration begünstigt. Auf der Nachfrageseite wächst mit der regionalen Konzentration auch der lokale Markt. Je mehr Unternehmen und Menschen sich in einer Agglomeration ansiedeln, desto größer sind die dort erzielbaren Umsätze. Mobilität von Arbeitnehmern und Unternehmen ist damit ein wesentlicher Faktor, der zur Entstehung und Verstärkung von Kern-Peripherie-Mustern beiträgt. Auf der Kostenseite sinken mit der Größe der Agglomeration die Kosten von Vorprodukten und Dienstleistungen, weil diese für viele Kunden eines Ballungsraums angesichts von Transportkosten kostengünstiger bereitgestellt

werden können als in der Peripherie. Kostenvorteile ergeben sich zudem durch eine aus Sicht der Nutzer preiswertere Infrastruktur, weil Investitionen in Straßen, Versorgungssysteme und Kommunikationsnetze durch hohe Fixkosten gekennzeichnet sind. Diese Vorteile regionaler Konzentration können durch positive externe Effekte in der Akkumulation von technischem Wissen und Humankapital noch verstärkt werden, insofern diese externen Effekte zumindest partiell eine lokale Dimension haben.

Diesen Agglomerationskräften stehen Dispersionskräfte gegenüber, welche die Peripherie aus Sicht mobiler Faktoren begünstigen: Für Anbieter mit Produkten und Dienstleistungen von nur regionaler Marktgröße ist die Peripherie im Hinblick auf die dort geringere Wettbewerbsintensität lokaler Anbieter attraktiv. Begünstigt wird die Peripherie außerdem durch geringere Bodenpreise oder auch geringere Arbeitskosten und im Zusammenhang damit geringerer Kosten für nur eingeschränkt handelbare Güter und Dienstleistungen.

Die relative Entwicklung von Agglomeration und Peripherie ergibt sich der Theorie zufolge durch das Gleichgewicht zwischen diesen Agglomerations- und Dispersionskräften. Kommt es in diesem Gleichgewicht zu starken Agglomerationsprozessen, darf dies nicht vornehmlich als Ineffizienz interpretiert werden. Die Konzentration der ökonomischen Aktivität ermöglicht vielmehr die Wohlstandsmehrung. Wird durch adäquate regionalpolitische Interventionen allerdings eine kritische Masse an wirtschaftlicher Aktivität in einer bislang peripheren Region angestoßen, können sich dauerhafte Wachstumswirkungen entfalten. Interventionen zugunsten der Peripherie würden die Ausnutzung von Skalenerträgen einschränken und wären mit Wachstums- und Wohlfahrtsverlusten verbunden.

Zielkonflikt zwischen Konvergenz und Wirtschaftswachstum

Erst die New Economic Geography bietet theoretische Argumente dafür, dass regionalpolitische Transfers Konvergenz dauerhaft beeinflussen können. Aus Sicht der Neoklassik hingegen

reicht es aus, armen Ländern und Regionen den Zugang zu Märkten und zum weltweit verfügbaren technologischen Wissen zu eröffnen.

Allerdings impliziert die New Economic Geography nicht, dass Eingriffe in die regionale Entwicklung notwendigerweise effizient sind. Die Divergenz von Regionen ist dieser Theorie zufolge das Merkmal einer effizienten Allokation ökonomischer Aktivitäten. Eingriffe, die Divergenz abmildern, können mit Wohlfahrtseinbußen verbunden sein. Im europäischen Kontext verweist dies auf einen denkbaren Zielkonflikt: Eine aggressive Konvergenzpolitik kann zwar zu Aufholprozessen der Peripherie führen, dies geht dann aber zu Lasten des gesamteuropäischen Wachstums, weil Skalenerträge der Agglomeration nicht genutzt werden. Insofern ist die Regionalpolitik aus der Perspektive der New Economic Geography mit einem grundsätzlichen Zielkonflikt zwischen Gleichheit und Effizienz konfrontiert: Eine stärker ausgewogene regionale Entwicklung ist nur um den Preis von Wachstumseinbußen zu haben.

Neoklassik und New Economic Geography abstrahieren gleichermaßen von Ungleichgewichten auf lokalen Arbeitsmärkten aufgrund der üblichen Annahmen flexibler Preise und Löhne. Die Realität europäischer Arbeitsmärkte sieht anders aus. Die Rückständigkeit von Regionen ist daher in Europa auch mit einer überdurchschnittlich hohen regionalen Arbeitslosigkeit verbunden. Aus der Korrelation von Entwicklungsrückstand und Arbeitslosigkeit kann sich unter Wohlfahrtsaspekten eine Rechtfertigung für die Regionalpolitik ergeben, weil diese dann zur besseren Ausnutzung des Arbeitskräftepotenzials beigetragen kann. Allerdings ist hier einschränkend zu konstatieren, dass dieses Argument ein typisches Second-Best-Argument ist: Da ohnehin Verzerrungen gegeben sind (durch inflexible Arbeitsmärkte), können zusätzliche Verzerrungen (durch Eingriffe in die räumliche Allokation) Wohlfahrtsmehrungen bringen. Auch können Transfers dazu führen, dass die eigentlich notwendigen Anpassungen unterbleiben. Regionalpolitik läuft dann Gefahr, Ungleichgewichte zu finanzieren und Regionen in die Transferabhängigkeit zu führen.

Priorität sollten daher Maßnahmen zur Deregulierung der Arbeitsmärkte oder Förderung der Mobilität haben.

Wirtschaftspolitische Implikationen

Die Empfehlungen aus der New Economic Geography für regionalpolitische Ansatzpunkte stehen im Kontrast zu einer in Europa gängigen Praxis: Die Tendenz der Politik, Gelder gleichmäßig über die gesamte Fläche von Regionen zu verstreuen, ist möglicherweise kaum geeignet, regionale Konvergenz in Gang zu setzen. Vorzuziehen ist dieser Sichtweise zufolge die konzentrierte Förderung von Wachstumspolen, da sich somit kritische Massen von ökonomischer Aktivität erzeugen lassen, die eine Eigendynamik in Gang setzen können. Unterstellt man steigende Skalenerträge räumlicher Konzentration, führt dies dazu, dass somit sich selbst tragende Wachstumsprozesse eingeleitet werden.

Abgesehen davon ist eine Politik zur Stärkung der Dispersionskräfte, die auf eine höhere Flexibilität regionaler Relativpreise und -löhne setzt, aus der Perspektive der New Economic Geography eindeutig zu begrüßen, weil hierdurch eine Stärkung der Peripherie keinen Konflikt mit dem Effizienzziel darstellt. Diese Überlegung könnte zur Rechtfertigung reformpolitischer Bedingungen als Auflage für den Empfang von Transfers angeführt werden. Umgekehrt sind alle diejenigen regionalpolitischen Ansätze (Beispiel nationale Mindestlöhne) in doppelter Weise schädlich, die rigide relative Preise und Löhne zwischen Regionen begünstigen: Erstens schaden sie der Peripherie, weil diese ihre Kostenvorteile nicht entfalten kann. Zweitens erzeugen solche Rigiditäten Ineffizienzen und sind ursächlich dafür, dass ein regionaler Wachstumsrückstand auch noch mit Arbeitslosigkeit und damit mangelnder Auslastung der regionalen Ressourcen einhergeht.

Friedrich Heinemann, heinemann@zew.de

Literatur:

- Ederveen, S., J. Gorter, R. de Mooij und R. Nahuis (2002), Funds and games. The economics of European cohesion policy. CPB Netherlands' Bureau for Economic Policy Analysis, The Hague.
 Heinemann, F., T. Hagen, P. Mohl, S. Osterloh und M. Selenthin (im Erscheinen), Zukunft der EU-Strukturpolitik, ZEW-Wirtschaftsanalysen, Baden-Baden.
 Krugman, P. (1991), Increasing returns and economic geography, *Journal of Political Economy* 99(3), 483-499.

Rendite und Risiko von Carry Trade Strategien auf Devisenmärkten

Carry Trades sind eine seit langem praktizierte, sehr populäre und äußerst profitable Handelsstrategie auf Devisenmärkten. Die hohe durchschnittliche Rendite von Carry Trades bei gleichzeitig vermeintlich nicht übermäßigem Risiko erscheint überraschend, da Carry Trades auf der Annahme systematischer Verletzungen der ungedeckten Zinsparität (UIP) basieren. Neuere theoretische und empirische Arbeiten liefern nun Erklärungsansätze, um die Art der UIP-Verletzungen und das Rendite-Risikoprofil dieser Handelsstrategien besser zu verstehen.

Zentrale Bausteine in jedem gängigen Wechselkursmodell sind Paritätsbedingungen wie z.B. die ungedeckte Zinsparität (UIP). Carry Trade Strategien nutzen gezielt Abweichungen von der ungedeckten Zinsparität, um Gewinne aus Währungsspekulation zu erzielen. Das Vorgehen dabei ist denkbar einfach. Ein Investor verschuldet sich am Geldmarkt mit einer niedrig verzinsten Währung (z.B. dem Japanischen Yen) um ein Geldmarktinvestment in einer hochverzinsten Währung (z.B. Australischer Dollar) zu finanzieren. Gemäß den Aussagen der UIP sollte eine selbstfinanzierende Strategie wie diese keinen Gewinn abwerfen, da Zinsunterschiede zwischen einzelnen Währungen ex ante stets durch eine erwartete Abwertung der Währung des Hochzinslandes relativ zum Niedrigzinsland ausgeglichen werden.

Die Implikationen der ungedeckten Zinsparität für das Verhalten von Wechselkursen wurden jedoch in einer Reihe von empirischen Studien nicht bestätigt. Vielmehr ist sogar empirisch das Gegenteil zu beobachten. Hochverzinsten Währungen werten tendenziell gegenüber niedrig verzinsten Währungen auf und erhöhen den Gewinn aus

Zinsdifferenzen zusätzlich. Das Versagen der UIP für die Erklärung des Verhaltens von Wechselkursen wird auch als „Forward Premium Puzzle“ bezeichnet.¹

Profitabilität von Carry Trade Strategien auf Devisenmärkten

Im Folgenden werden Kennzahlen betrachtet, welche die Profitabilität von Carry Trade Strategien illustrieren sollen. In Analogie zu Lustig et al. (2009) und Menkhoff et al. (2009) werden die Währungen von 48 Ländern in einzelne Portfolios gruppiert, welche in monatlichen Abständen neu sortiert werden. Das Sortierungskriterium am Anfang jeden Monats entspricht der Zinsdifferenz zwischen der Geldmarktanlage des jeweiligen Landes zur Geldmarktanlage in den USA. Somit enthält Portfolio PF1 die Niedrigzinswährungen relativ zum US Dollar, während Portfolio PF5 die relativ zum US Dollar hoch verzinsten Währungen enthält.²

Die durchschnittlichen annualisierten Überschussrenditen dieser Portfolios sind in Tabelle 1 dargestellt. Die letzte Spalte (CT) gibt die Eigenschaften eines Portfolios an, das sich in den

Währungen von PF1 verschuldet und in den Währungen von PF5 investiert, d.h. eine typische Carry Trade Position eingeht.

Wie Tabelle 1 verdeutlicht, existieren erhebliche Unterschiede, was die Renditen der einzelnen Währungs-Portfolios angeht. Die niedrig verzinsten Währungen aus PF1 weisen bspw. eine Überschussrendite von etwa -2 v.H. pro Jahr auf, während PF5 eine hohe Überschussrendite von +6 v.H. erzielt. Ein typischer Carry Trade erzielt somit eine Überschussrendite von etwa 8 v.H. ohne eigenen Kapitaleinsatz und eine jährliche Sharpe Ratio von 0,82. Diese hohe und signifikante Rendite verdeutlicht eindrucksvoll, wie stark Devisenmärkte von der ungedeckten Zinsparität abweichen. Abbildung 1 verdeutlicht diese Ergebnisse graphisch. Aus dieser Abbildung geht hervor, dass Carry Trades nicht immer positive Renditen haben, sondern auch über längere Zeiträume negative Renditen abwerfen können. Diese negative Performance ist insbesondere im Umfeld der Pfund-Krise im Jahr 1991, der Asien- und der LTCM-Krise Ende der Neunziger Jahre und während der Finanzmarktkrise in den Jahren 2007 und 2008 zu beobachten. Diese schon graphisch ersichtliche Eigenschaft der Carry Trade Renditen legt den Schluss nahe, dass Carry Trades in turbulenten Marktphasen wenig vorteilhaft erscheinen.

Risikobasierte Erklärungsansätze

Wodurch kommen diese soeben diskutierten Abweichungen von der UIP zu Stande und wie lässt sich die Profitabilität von Carry Trades erklären? Ein mög-

Tabelle 1: Profitabilität von Carry Trades

Portfolio	PF 1	PF 2	PF 3	PF 4	PF 5	CT
Mittelwert	-2,06	-0,05	2,74	3,53	5,92	7,99
Standardabweichung	8,40	7,04	7,90	8,14	10,71	9,74
S.R.	-0,25	-0,01	0,35	0,43	0,55	0,82

Bemerkung: angegeben sind Mittelwerte, Standardabweichungen (ausgedrückt in v.H., p.a.) und Sharpe Ratios (S.R.) der Portfoliorenditen. PF1 bezeichnet das Portfolio mit der niedrigsten Zinsdifferenz zu den USA, PF5 bezeichnet das Portfolio mit der höchsten Zinsdifferenz zu den USA. CT bezeichnet eine selbstfinanzierende long-short Strategie, bei der ein Investment in Hochzinswährungen (PF5) durch ein Investment in Niedrigzinswährungen (PF1) finanziert wird. Die Kennzahlen werden für die gesamten 48 Länder der Studie angegeben.

1) Eine hohe Zinsdifferenz zwischen zwei Währungen schlägt sich in einer hohen „forward premium“ nieder, also einer hohen Abweichung von forward und spot rates. Eine hohe „forward premium“ signalisiert also eine Aufwertung der höher verzinsten Währung und nicht – wie von der UIP unterstellt – eine Abwertung.

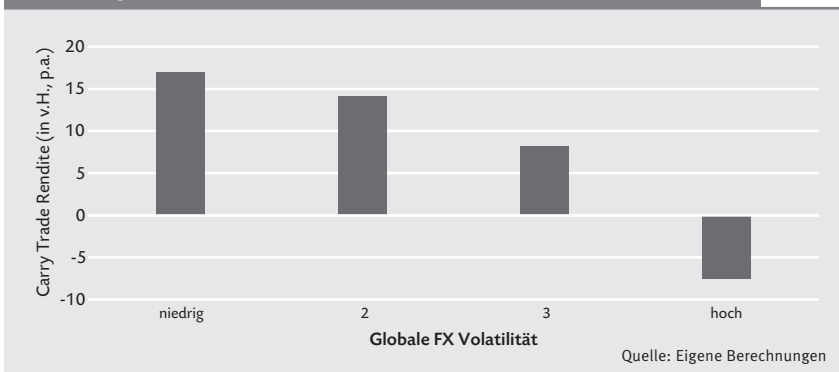
2) Alle betrachteten Renditen sind hierbei Überschussrenditen, da ein Investor auf Kredit spekuliert und kein eigenes Geld einsetzt, d.h. die Renditen ergeben sich aus der Aufwertung der Investitionswährung gegenüber der Finanzierungswährung abzüglich der relativen Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungen.

Abbildung 1: Kumulierte Rendite von Carry Trades im Zeitverlauf



Bemerkung: Die Grafik zeigt die kumulierte Rendite der Carry Trade Strategie im Zeitverlauf.

Abbildung 2: Globale Wechselkursvolatilität und Carry Trade Returns



Bemerkung: Die Grafik zeigt die annualisierte Rendite des Carry Trade Portfolios in Zeiten niedriger und hoher Wechselkursvolatilität. Hierzu wird die komplette Beobachtungsperiode nach der Höhe ihrer Volatilität in vier Gruppen ansteigender Volatilität zerlegt.

licher Erklärungsansatz ist die Existenz von Risikoprämien. Während die UIP-Theorie auf risikoneutralen Investoren beruht, ergibt sich in einer realistischen Betrachtungsweise die Möglichkeit, dass Investoren, welche Carry Trade Positionen eingehen, einem substanziellen systematischen Risiko ausgesetzt sind und dafür mit einer entsprechenden Rendite entlohnt werden. Allerdings fanden frühere empirische Untersuchungen zu einzelnen Währungspaaren auf Basis konventioneller Kapitalmarktmodelle für diese intuitive Erklärung überwiegend keine überzeugende Evidenz. In der letzten Zeit wurden in der Literatur erfolgreichere Versuche einer risikobasierten Erklärung der Profitabilität von Carry Trades unternommen. Dabei erwies sich insbesondere die von

Lustig und Verdelhan (2007) in diesen Literaturstrang eingebrachte Portfoliobildung als ein wichtiger Schritt für ein verbessertes Verständnis des Rendite-Risiko-Profiles von Carry Trades.

Volatilität und das Rendite-Risiko-profil von Carry Trade Strategien

Kürzlich erschienene Untersuchungen legen nahe, dass Carry Trades in der Tat mit ganz erheblichen Risiken verbunden sind, die die hohen Renditen rechtfertigen und die Abweichungen von der UIP erklären können. Auf einer allgemeinen Ebene kann festgestellt werden, dass Carry Trades besonders dann eine schlechte Performance aufweisen, wenn diese für Investoren schwer zu absorbieren ist. Brunnermeier et al. (2008) stellen bspw. fest, dass Carry Trades ein erhöhtes Crash-Risiko aufweisen, wenn Finanzmärkte weniger liquide werden. Die Ergebnisse von Lustig et al. (2009)

legen nahe, dass Überschussrenditen auf Devisenmärkten durch ein sparsames Faktormodell erklärt werden können. Menkhoff et al. (2009) zeigen, dass Carry Trades auch ohne Crash Risiko besonders stark von Schwankungen in der globalen Volatilität im Devisenmarkt betroffen sind. Zeiten hoher Volatilität – wenn Investoren aufgrund ihrer begrenzten Risikotragfähigkeit Positionen reduzieren müssen – sind tendenziell auch Zeiten, in denen Carry Trades eine besonders schlechte Performance liefern.

Abbildung 2 verdeutlicht diesen Zusammenhang einfach und intuitiv.³ In Zeiten geringer Volatilität (linker Balken) erreichen Carry Trades eine annualisierte Rendite von knapp 18 v.H. Die Performance fällt in volatilen Zeiten aber deutlich ab und erreicht eine negative Rendite von etwa -7 v.H. in Zeiten hoher Volatilität.

Fazit

Wie dieser kurze Artikel aufzeigt, hat sich das Verständnis des Rendite-Risikoprofils von Carry Trades durch neuere Forschungsarbeiten in der jüngsten Zeit erheblich erweitert. Diese Arbeiten legen den Schluss nahe, dass die Profitabilität von Carry Trades komplett durch ihr hohes Risiko erklärt werden kann. Insgesamt kann festgestellt werden, dass Carry Trades in ruhigen Marktphasen hohe Renditen erzielen. Allerdings liefern sie immer dann schlechte Ergebnisse, wenn der Investor in turbulenten Marktphasen am meisten auf positive Renditen angewiesen ist. Sie sind also keine Absicherung gegen globale Volatilitätsschocks, sondern verstärken diese für Investoren noch zusätzlich.

Maik Schmeling,
schmeling@gif.uni-hannover.de
Andreas Schrimpf, schrimpf@zew.de

Literatur:

- Brunnermeier, M., S. Nagel, und L. Pedersen (2008): "Carry Trades and Currency Crashes," NBER Macroeconomics Annual, 23, 313-347.
Lustig, H., N. Roussanov, und A. Verdelhan (2009): "Common Risk Factors in Currency Markets", Working Paper UCLA, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1139447
Lustig, H. und A. Verdelhan (2007): "The Cross Section of Foreign Currency Risk Premia and Consumption Growth Risk", The American Economic Review, 97, 89-117.
Menkhoff L., Sarno L., Schmeling M. und Schrimpf. A. (2009): "Carry Trades and Global Foreign Exchange Volatility", Working Paper, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1342968

3) Eine Reihe weiterer Untersuchungen auf Basis von Asset Pricing Modellen mit Risikofaktoren auf Basis von globalen Volatilitäts- und Liquiditätsproxies finden sich in Menkhoff et al. (2009).

Europas Finanzkrise und der Arbeitsmarkt

Während die Arbeitsmärkte mancher europäischer Staaten kaum auf die Finanzkrise reagiert haben, stieg die Arbeitslosigkeit in anderen Volkswirtschaften drastisch an. Allerdings ist die unterschiedliche Entwicklung lediglich kurzfristig auf die wirtschaftspolitischen Maßnahmen der einzelnen Länder zurückzuführen, während langfristig die Arbeitsmärkte aller Länder vermutlich in ähnlichem Maße unter den Folgen der Finanzkrise leiden.

Seit Beginn der Finanzkrise mussten alle europäischen Volkswirtschaften einen Anstieg der Arbeitslosigkeit in Kauf nehmen. Allerdings unterscheiden sich die Arbeitsmärkte erheblich hinsichtlich der Stärke der Reaktion. Negativbeispiele sind Spanien mit einem Anstieg der Arbeitslosigkeit seit Juni 2008 von 11 v.H. auf 18,1 v.H. im Juni 2009 oder Dänemark, dessen Arbeitslosenquote sich von 3,1 v.H. auf 6,2 v.H. im gleichen Zeitraum verdoppelt hat. Auch die baltischen Staaten mussten enorme Beschäftigungsverluste hinnehmen. Lag die Arbeitslosigkeit dort im Juni 2008 noch im Bereich von 5 v.H., so stieg sie innerhalb eines Jahres auf bis zu 17 v.H. an. Drastische Anstiege dieser Art mussten jedoch nicht alle europäischen Länder verkraften. In Deutschland wurde ein Anstieg um lediglich 0,4 Prozentpunkte auf 7,7 v.H. verzeichnet, in Österreich und den Niederlanden lag die Zunahme der Arbeitslosigkeit in einem ähnlichen Bereich.

Insbesondere in Spanien ist ein Großteil des Anstiegs dem erheblichen Rückgang der beschäftigungsintensiven Bauwirtschaft als Folge der Immobilienkrise und den daraus resultierenden Wertberichtigungen am Immobilienmarkt geschuldet. Zudem hat Spanien einen relativ hohen Immigrationsanteil an Geringqualifizierten, die besonders unter den Folgen der Rezession

zu leiden haben. In den baltischen Staaten war ebenso der drastische Einbruch der Bautätigkeit ein wesentlicher Faktor für den deutlichen Anstieg der Arbeitslosigkeit. Hinzu kam die recht hohe Flexibilität des Arbeitsmarktes, die es den Unternehmen leicht machte, vor allem Geringqualifizierte schnell freizusetzen. In Dänemark ist die Situation am Arbeitsmarkt zumindest zum Teil der Ausgestaltung der Arbeitnehmerrechte geschuldet. Das dänische „Flexicurity-Modell“ bietet durch lockere Kündigungsschutzregelungen den Unternehmen eine hohe Flexibilität, um angesichts einer Rezession schnell Personal abzubauen. Um eine schnelle Wiedereingliederung zu gewährleisten, investiert gleichzeitig der dänische Staat erheblich in die aktive Arbeitsmarktpolitik. Dieses Modell hat bisher sehr gut funktioniert, leidet aber nun darunter, dass die arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen ins Leere laufen, da nicht genügend Arbeitsplätze zur Verfügung stehen.

Die relativ gesehen positive Entwicklung in Ländern wie Deutschland, den Niederlanden oder Österreich ist zum Einen darauf zurückzuführen, dass der Bausektor weniger stark auf die Krise reagiert hat und sich zugleich die Wertanpassungen am Immobilienmarkt in Grenzen gehalten haben. Zum Anderen hat die konsequente Nutzung von Kurzarbeiterregelungen einen erheblichen

Beitrag dazu geleistet, dass die Arbeitslosigkeit bisher nicht höher liegt. Im Gegensatz zu der Situation in Dänemark können Unternehmen so Entlassungen, die aus betriebswirtschaftlicher Sicht notwendig wären, durch eine teilweise staatliche Kostenübernahme vorerst vermeiden.

Kurzarbeiterregelungen können so durchaus kurzfristig eine gewisse Stabilität am Arbeitsmarkt gewährleisten. Allerdings werden die Folgen einer Krise nur dann angemessen gedämpft, wenn sich sowohl die Dauer der Rezession in Grenzen hält und zudem kein Beschäftigungsüberhang entsteht. Dies kann der Fall sein, wenn eine Volkswirtschaft nach einer Rezession mit einem erheblichen Einbruch der Wirtschaftsleistung nur ein sehr geringes Wachstum des Bruttoinlandsprodukts aufweist. Werden Unternehmen durch inflexible Arbeitsmarktregelungen oder durch Kurzarbeiterregelungen daran gehindert, notwendige Personalkürzungen durchzusetzen, so wird die Entlassungswelle lediglich aufgeschoben. Da die Prognosen über die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts auf eine schwache Entwicklung der Wirtschaft in Europa hindeuten, ist exakt mit diesem Szenario zu rechnen.

In diesem Sinne entwickeln sich die Arbeitsmärkte in Europa zwar auf unterschiedlichen Wegen, aber mit ähnlichem Ziel. Die Krise wird zwar nicht jede Volkswirtschaft in gleichem Maße treffen, allerdings ist dies eher auf Unterschiede in der sektoralen Struktur als auf wirtschaftspolitische Maßnahmen der einzelnen Länder zurückzuführen.

Andreas Sachs, sachs@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: Claudia Busl, Telefon 0621/1235-336, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: busl@zew.de
Dr. Marcus Kappler, Telefon 0621/1235-157, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: kappler@zew.de
Andreas Sachs, Telefon 0621/1235-145, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: sachs@zew.de

Nachdruck und sonstige Verbreitung (auch auszugsweise): mit Quellenangabe und Zusendung eines Belegexemplars
© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2009