

## Deutschland auf stabilem Kurs

*Trotz der nicht zu Ruhe kommenden Schuldenkrise in Europa entwickelt sich die Wirtschaft in Deutschland weiterhin stabil. Die Binnenwirtschaft hat im ersten Quartal 2011 mit positiven Impulsen kräftig zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) beigetragen. Der positive Trend am Arbeitsmarkt setzt sich fort. Für die nächsten sechs Monate deuten Stimmungsindikatoren auf ein gleichbleibend gutes Umfeld, wenn auch mit höherer Inflationsrate hin.*

Für das erste Quartal 2011 konnte das Statistische Bundesamt einen Rekord berichten: Das preisbereinigte BIP ist mit 5,2 v.H. im Vergleich zum Vorjahresquartal so stark wie noch nie seit der Wiedervereinigung gewachsen. Es stieg damit wesentlich stärker als in allen anderen europäischen Volkswirtschaften. Gleichzeitig liegt es schon jetzt wieder über dem Vorkrisenniveau zu Beginn

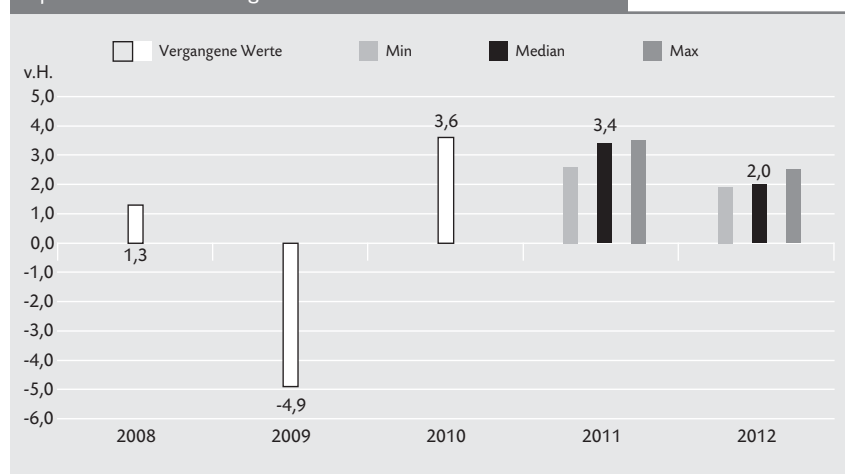
Für 2012 gehen sie von einer Verlangsamung der wirtschaftlichen Entwicklung aus, so dass die Veränderungsrate im Median 2,0 v.H. beträgt.

Insbesondere dem inländischen Konsum und den Investitionen unterstellen die Prognostiker dabei eine stützende Rolle. Sie nehmen an, dass der private Konsum in den Jahren 2011 und 2012 im Median jeweils um 1,3 v.H. und die

ländische Verwendung zurückzuführen. Die Annahme, dass dieser Trend anhält, erscheint vor dem Hintergrund des niedrigen Zinsniveaus und der guten Lage auf dem Arbeitsmarkt plausibel. Die saisonbereinigte Arbeitslosenquote lag im März laut Bundesagentur für Arbeit bei 7,1 v.H. und bei 6,3 v.H. nach der ILO-Definition. Einen weiteren Rückgang der Quote halten Experten für wahrscheinlich. Vom Außenhandel werden in Zukunft ebenfalls positive Impulse erwartet. Allerdings hat sich bereits im vergangenen Quartal gezeigt, dass dessen Wachstumsbeitrag größtenteils hinter dem Beitrag der Binnenwirtschaft zurückfällt.

Die Erdbeben- und Atomkatastrophe von Japan scheint keine direkten längerfristigen Auswirkungen auf die deutsche Wirtschaft zu haben. Der DAX war zwar nach dem 11. März 2011 um 9 v.H. gesunken, jedoch konnten sich die Ak-

Spektrum der BIP-Prognosen von Instituten und Banken



Quellen: Statistisches Bundesamt, Pressemitteilungen der Gemeinschaftsdiagnose, BHF Bank, Europäische Kommission, DEKA, OECD. Stand 25.5.2011

des Jahres 2008. Noch im letzten Jahr hatten Experten mit einer kompletten Erholung erst im Jahr 2012 gerechnet. In Folge dieser Nachrichten haben Volkswirte ihre Prognosen für das Jahr 2011 angehoben und sagen nun ein BIP-Wachstum zwischen 2,6 und 3,5 v.H. voraus.

Bruttoanlageinvestition um 6,0 und 4,6 v.H. zunehmen werden. Im ersten Quartal 2011 hat die Binnenwirtschaft bereits kräftig zum Wachstum der Wirtschaftsleistung beigetragen. 1 Prozentpunkt des 1,5 prozentigen BIP-Wachstums im Vergleich zum Vorquartal ist auf die in-

### IN DIESER AUSGABE

Deutschland auf stabilem Kurs	1
Die voraussichtliche Lage in der EWU	3
Ergebnisse der Maiumfrage 2011	4
Verschlechterung der Geschäftslage trübt die Stimmung im Wirtschaftszweig	5
Zur Stabilität des Spendenaufkommens bei Wachstumsschwankungen	6
Kürzere Bezugshöchstdauern von ALG und Effekte auf die Eintritte in Arbeitslosigkeit	8
Bedeutung von Immobilieninvestments in internationalen Anlageportfolios	10
Mögliche Auswege für Griechenland aus der Staatsschuldenkrise	12

tienkurse schnell wieder von diesem Einbruch erholen. Die andauernde Diskussion über eine Lösung der Schuldenprobleme in Europa konnte der deutschen Konjunktur bisher ebenfalls wenig anhaben.

Die aktuelle Lage wird von den führenden Stimmungsindikatoren einstimmig als sehr positiv charakterisiert. 63 v.H. der vom ZEW befragten Finanzmarktexperten gehen davon aus, dass sich diese Situation in den nächsten 6 Monaten nicht verändern wird. Die ifo-Konjunkturumfrage im Mai spiegelt eine ähnliche Einschätzung auf Seiten der Unternehmen in der gewerblichen Wirtschaft wider. Der Geschäftsklimaindex, der sich aus den beiden Komponenten Geschäftslage und Geschäftserwartungen zusammensetzt, blieb im Mai im Vergleich zum April konstant.

### Energiepreise drücken Kauflaune

Einen Dämpfer gab es im Mai vom Verbrauchervertrauen. Wie die Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) mitteilte, erlitten sowohl die Konjunktur- und Einkommenserwartungen als auch die Anschaffungsneigung Einbußen. Für den Gesamtindikator des Konsumklimas wird nach 5,7 Punkten im Mai für Juni einen Wert von 5,5 Punkten prognostiziert. Laut GfK dämpfen die Verschärfung der

Schuldenkrise in Griechenland sowie die anhaltend hohen Energiepreise den Optimismus, den die Konsumenten bislang an den Tag gelegt haben. Damit geraten die nach wie vor sehr guten Rahmenbedingungen in Deutschland, wie die sinkende Arbeitslosigkeit und der kräftige Konjunkturaufschwung, bei den privaten Haushalten im Augenblick etwas in den Hintergrund.

Die Kehrseite des derzeitigen Aufschwungs sind die deutlich anziehenden Verbraucherpreise. Die Teuerungsrate für den Verbraucherpreisindex für Deutschland lag im April 2011 bei 2,4 v.H. und damit zum dritten Mal in Folge über der Marke von 2 v.H. Haupttreiber dieser Entwicklung waren die Preise für Energie, ohne deren Berücksichtigung die Inflationsrate im April 2011 lediglich bei 1,5 v.H. gelegen hätte. Für das laufende und kommende Jahr erwarten die meisten Volkswirte Teuerungsrate, die ebenfalls über 2 v.H. liegen werden. Eine deutliche Überhitzung der Konjunktur lässt sich aus diesen Zahlen nicht ablesen.

### Risiken

Die gute Verfassung der deutschen Wirtschaft und der optimistische Ausblick dürfen allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass nach wie vor Risiken bestehen. Insbesondere von

jenen Volkswirtschaften, in denen die Finanz- und Wirtschaftskrise strukturelle Probleme offen gelegt hat, gehen nach wie vor Gefahren für den globalen Aufschwung und damit für den in Deutschland aus. Die hohen Budgetdefizite und der anhaltend steigende Schuldenstand in den Vereinigten Staaten belegen, dass dieser Wirtschaftsraum immer noch mit den Folgen der schweren Rezession zu kämpfen hat. Auch ist die Schuldensituation in den Peripherieländern der Eurozone nach wie vor brisant. Sollte sich die Lage in Nordafrika weiter zuspitzen oder auf andere ölexportierenden Länder übergreifen, könnte ein Ölangebotschock die Konjunktur in den ölimportierenden Ländern ernsthaft gefährden, insbesondere in denen, die sich derzeit ohnehin nur schwach erholen.

Allerdings könnte die Expansion der deutschen Wirtschaft kräftiger ausfallen, als in vielen Prognosen unterstellt. Die Zinsen sind in einigen Ländern auf einem historisch niedrigen Niveau und es fehlen Erfahrungswerte, wie sich dies in einer hochintegrierten Weltwirtschaft auswirkt. Gerade in Deutschland waren die monetären Rahmenbedingungen seit sehr langer Zeit nicht mehr so günstig wie jetzt.

*Claudia Busl, busl@zew.de  
Dr. Marcus Kappler, kappler@zew.de*

Wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland 2010, 2011 und 2012

	Statist. BA	IW		Gemeinschaftsdiagnose		BHF Bank		Europäische Kommission		DEKA Bank		OECD	
	2010	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
BIP, real	3,6	3½	2¼	2,8	2	3,5	2,5	2,6	1,9	3,5	2	3,4	2,3
Privater Konsum	0,5	1¾	1½	1,2	1,2	1,8	1,5	1,2	1,5	1,6	1,3	1,3	1,4
Konsumausgaben des Staates	1,9	1¼	1	1,3	1,2	0,9	0	1,5	0,9	1,6	0,9	1,5	1
Bruttoanlageinvestitionen	6	6	3¾	5,6	4,7	–	–	6	4,8	9,3	4,6	6,3	4
Exporte	14,7	11	5½	9,8	6,5	9,7	6,5	7,6	6,5	8,7	7,7	10,4	7,7
Importe	13	10¼	5¼	8,2	6,7	6,4	4,5	7,5	7,2	6,6	8,1	8	6,7
Erwerbstätige (in Tsd.)	40.490	–	–	40.913	41.188	–	–	–	–	–	–	–	–
Veränderung	0,5	1½	1	1,1	0,7	–	–	0,9	0,5	1	0	1	0,6
Arbeitslose (in Tsd.)	3.238	–	–	2.888	2.709	–	–	–	–	–	–	–	–
Arbeitslosenquote	7.7* 6.8**	6½*	6*	6.9* 6.1**	6.5* 5.6**	6.9* –	6.4* –	– 6.4**	– 6.0**	6.9* –	6.7* –	– 6**	– 5,4**
Preisindex der Lebenshaltung	1,1	2¼	2	2,4	2	2,3	2	2,6	2	2,3	2,4	2,6	1,7
Finanzierungssaldo des Staates in v.H. des BIP	-3,3	-1½	-½	-1,7	-0,9	-2,4	-1,6	-2	-1,2	-2,2	-1,7	-2,1	-1,2

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 gemäß ILO-Definition. Quellen: Statist BA, IW 23.05.2011, Gemeinschaftsdiagnose 07.04.2011, BHF Bank 25.05.2011, Europäische Kommission 13.05.2011, DEKA Bank 24.05.2011, OECD 25.05.2011.

# Die voraussichtliche Lage in der EWU

Gemäß der jüngsten Schnellschätzung von Eurostat ist das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im ersten Quartal 2011 im Vergleich zum vierten Quartal 2010 sowohl im Euroraum als auch in der EU27 um 0,8 v.H. gestiegen. Verglichen mit dem ersten Quartal 2010 bedeutet dies eine Zunahme von jeweils 2,5 v.H. Getragen wird der deutliche Anstieg hauptsächlich von Deutschland und Frankreich, die Zuwachsraten von 1,5 und 1,0 v.H. aufweisen. Obwohl die Wachstumsraten der Mitgliedsländer der EU27 zwar zumeist nur knapp im positiven Bereich liegen, zeigt sich in nahezu allen Ländern der EU27 eine günstige konjunkturelle Entwicklung. Lediglich Portugal und Zypern bilden mit Zuwachsraten von -0,7 sowie 0,0 v.H. eine Ausnahme.

Für den weiteren Verlauf des Jahres wird von einer leichten Abschwächung der wirtschaftlichen Tätigkeit in Europa ausgegangen. In diese Richtung lassen sich beispielsweise die Ergebnisse des ZEW-Finanzmarkttests für den Euroraum vom Mai 2011 interpretieren. Während die aktuelle Situation deutlich besser als noch im Vormonat beurteilt

wird, sind die Konjunkturerwartungen für die folgenden sechs Monate zwar immer noch positiv, aber deutlich unter dem Niveau des Vormonats. Zu einem ähnlichen Schluss führen die Zahlen des ifo-Wirtschaftsklimaindikatoren und des Stimmungsindikatoren der Europäischen Kommission. Verantwortlich für die sich abschwächende konjunkturelle Entwicklung sind das steigende Zinsniveau, ein sich leicht eintrübendes weltwirtschaftliches Klima sowie hohe Rohstoffpreise.

Die konjunkturelle Entwicklung in Europa wird weiterhin heterogen verlaufen. Auf der einen Seite stehen Länder wie Deutschland, Frankreich, Österreich oder die Niederlande, die eine relativ günstige Arbeitsmarktsituation aufweisen und zudem kaum unter dem Sparzwang der öffentlichen Haushalte leiden. Auf der anderen Seite befinden sich Länder wie Portugal, Spanien, Italien oder Griechenland, die aufgrund der hohen Staatsverschuldung zu Reformmaßnahmen und zur Senkung der Staatsausgaben gezwungen sind. Zwar werden diese Maßnahmen vermutlich mittelfristig Wirkung zeigen und sind

für eine Konsolidierung der Staatshaushalte und zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit notwendig, in der kurzen Frist wirken sie allerdings dämpfend auf die konjunkturelle Entwicklung.

Durch die erheblichen konjunkturellen Differenzen steht die Europäische Zentralbank (EZB) vor einem schwer zu lösenden Problem. Auf der einen Seite meldet Eurostat einen Anstieg der Inflationsrate im Euroraum im April 2011 auf 2,8 v.H. nach zuvor 2,7 und 2,4 v.H. im Februar und März 2011. Zwar mag die insgesamt sinkende weltwirtschaftliche Nachfrage die Rohstoffpreise etwas sinken lassen, dennoch dürfte die Inflationsrate vermutlich im nächsten Quartal weiterhin deutlich über dem Ziel der EZB von 2 v.H. bleiben. Auf der anderen Seite wäre für die unter Sparzwängen leidenden Länder in Europa ein niedriges Zinsniveau günstig, um deren Konjunktur zu befeuern. Nach der Anhebung im April 2011 auf 1,25 v.H. wird vermutet, dass die EZB großen Wert auf einen Rückgang der Inflationsrate legt und deshalb weitere Erhöhungen des Leitzinses folgen werden.

Andreas Sachs, [sachs@zew.de](mailto:sachs@zew.de)

	EWU		Italien		Spanien		Belgien		Österreich		Irland	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
BIP, real	1,6	1,8	1,1	1,2	0,9	1,6	2,2	2,2	2,5	2,0	2,0	3,0
Privater Verbrauch	0,8	1,2	1,0	1,2	0,4	0,9	1,6	1,8	1,1	1,1	0,0	2,0
Investitionen	2,2	3,7	2,1	4,3	-3,8	2,4	3,2	3,5	3,8	2,7	-10,3	-2,0
Exporte	6,9	6,2	7,4	3,8	10,6	6,2	4,8	4,5	8,8	8,0	7,5	7,5
Importe	5,4	5,9	9,2	4,0	3,7	3,6	4,3	4,4	7,0	6,7	6,0	6,3
Verbraucherpreise	2,6	1,8	2,6	2,0	2,9	1,3	2,0	2,0	2,8	2,4	1,5	1,0
Arbeitslosenquote	10,0	9,7	8,4	8,2	20,6	20,2	7,9	7,8	4,3	4,2	14,6	14,0
Beschäftigung	0,4	0,7	0,4	0,9	-0,6	0,9	0,8	0,7	0,8	0,7	-1,5	0,4

	Niederlande		Frankreich		Finnland		Portugal		Griechenland		nachrichtlich GB	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
BIP, real	2,0	1,6	2,0	1,7	3,7	3,0	-1,5	-0,5	-3,5	-	1,4	2,0
Privater Verbrauch	0,8	1,0	1,5	1,2	2,6	2,3	-2,0	-1,0	-4,6	-	-0,6	0,6
Investitionen	2,2	4,2	4,1	4,1	5,6	4,7	-7,5	-3,0	-10,0	-	1,6	2,2
Exporte	6,0	5,7	8,4	7,1	7,7	7,1	5,5	4,2	5,9	-	6,9	4,3
Importe	4,7	5,7	7,8	8,4	6,6	7,0	-3,0	-1,0	-5,1	-	1,4	-1,1
Verbraucherpreise	2,3	1,9	2,2	1,8	3,5	2,5	2,6	1,6	2,7	-	4,5	1,9
Arbeitslosenquote	4,2	4,0	9,5	9,2	7,9	7,4	12,3	13,0	15,2	15,3	8,0	7,8
Beschäftigung	0,5	0,7	0,8	0,9	0,9	0,7	-1,5	-0,9	-2,6	0,1	0,4	0,5

Quellen: Alle: Arbeitslosenquote und Beschäftigung: Europäische Kommission, Brüssel. EWU: Europäische Kommission, Brüssel. Österreich: Erste Bank, Wien. Spanien: BBVA, Bilbao. Belgien: BFP, Brüssel. Niederlande: ABN AMRO, Amsterdam. Finnland: Nordea, Stockholm. Frankreich: BNP Paribas, Paris. Irland: ESRI, Dublin. Italien: UniCredit, Mailand. Portugal: BPI, Porto. Griechenland: NBG, Athen. GB: NIESR, London.

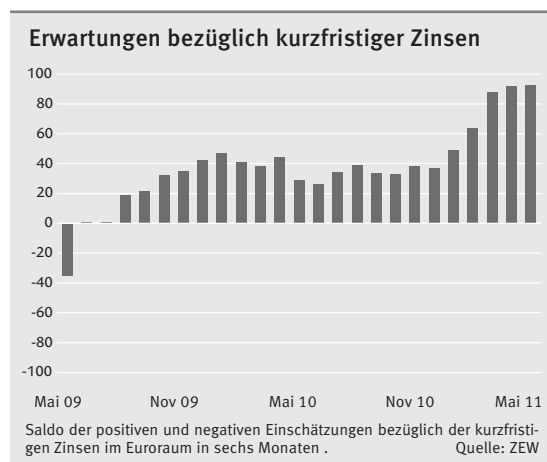
Stand: 27.5.2011

## ZEW-FINANZMARKTTEST

# Ergebnisse der Maiumfrage 2011

Im ZEW-Finanzmarkttest werden jeden Monat ca. 400 Finanzexperten aus Banken, Versicherungen und großen Industrieunternehmen nach ihren Einschätzungen und Erwartungen bezüglich wichtiger interna-

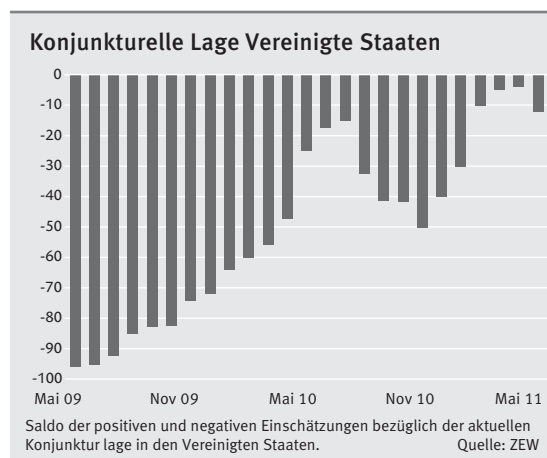
tionaler Finanzmarktdaten befragt. Die gesamten Ergebnisse der Umfrage vom 02.05-16.05.2011 wurden im aktuellen ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 20.05.2011) veröffentlicht.



## EZB: Experten rechnen mit weiteren Zinserhöhungen

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat im April 2011 den Leitzins in der Eurozone auf 1,25 v.H. erhöht. Damit dürfte allerdings nach Auffassung der befragten Experten das vorläufige Ende der Zinserhöhungen noch nicht erreicht sein: Über 90 v.H. der Befragten rechnen damit, dass die kurzfristigen Zinsen in der Eurozone auf Sicht eines halben Jahres weiter steigen werden. Damit sind die Erwartungen der Finanzmarktexperten hinsichtlich einer Zinserhöhung durch die Europäische Zentralbank deutlich ausgeprägter als beispielsweise in Bezug auf die US-amerikanische Notenbank Federal Reserve. Für die USA rechnet nur gut die Hälfte der Befragten mit einem steigenden Niveau der kurzfristigen Zinsen. Der Saldo der Inflationserwartungen beträgt für die Eurozone 57,5 Punkte, für die USA hingegen 73,0 Punkte.

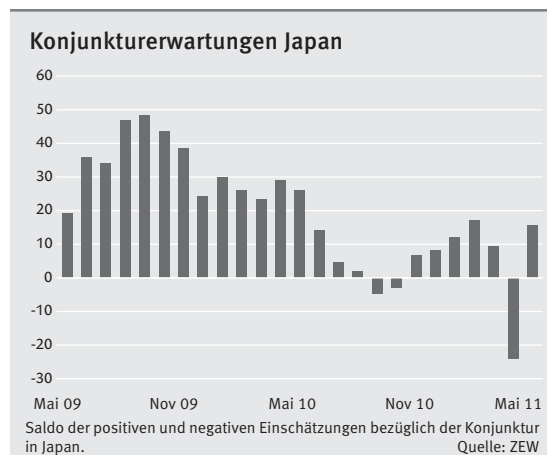
*Christian D. Dick*



## Vereinigte Staaten: Lageeinschätzung trübt sich ein

Die wichtigsten Konjunkturindikatoren für die Vereinigten Staaten gaben in den vergangenen Wochen wieder einmal ein uneinheitliches Bild ab. Einerseits scheint die Investitionsdynamik amerikanischer Unternehmen noch immer hoch zu sein und es zeichnet sich ein leichter Aufwärtstrend am Arbeitsmarkt ab. Andererseits enttäuschte das BIP-Wachstum im zurückliegenden ersten Quartal mit einer annualisierten Wachstumsrate von nur 1,8 v.H. und die vom „Institute for Supply Management“ durchgeführte Umfrage unter Einkaufmanagern des Dienstleistungssektors deutet auf eine schwache Auftragslage hin. In Anbetracht dieser Konjunkturnachrichten verschlechtert sich die Einschätzung der aktuellen gesamtwirtschaftlichen Situation muss zusammen erstmals seit November 2010. Der entsprechende Saldo verliert 8,2 Punkte auf -12,3 Punkte.

*Frieder Mokinski*



## Japan: Erwartungen stark verbessert

Die japanische Wirtschaft wurde von der Erdbebenkatastrophe hart getroffen. Im Vormonatsvergleich ging die Industrieproduktion im März um 15,3 v.H. zurück. Folglich dürfte das japanische BIP trotz vielversprechender Zahlen für Januar und Februar im ersten Quartal 2011 gesunken sein. Entsprechend schlecht beurteilen die Experten die aktuelle Lage der japanischen Konjunktur. Der zugehörige Saldo sinkt um 8,5 Punkte auf minus 81,4 Punkte. Gleichzeitig haben sich die Erwartungen für die gesamtwirtschaftliche Entwicklung während der kommenden sechs Monate deutlich verbessert. Der entsprechende Saldo steigt um 39,4 Punkte auf 15,5 Punkte. Der Anstieg verdeutlicht, dass im vergangenen Monat mit noch schlimmeren Szenarien gerechnet wurde und jetzt auf Halbjahressicht von einer Verbesserung der wirtschaftlichen Lage ausgegangen wird.

*Frieder Mokinski*

## DIENSTLEISTER DER INFORMATIONSGESELLSCHAFT

# Verschlechterung der Geschäftslage trübt die Stimmung im Wirtschaftszweig

Im Wirtschaftszweig Dienstleister der Informationsgesellschaft hat sich die wirtschaftliche Lage im ersten Quartal 2011 gegenüber dem vierten Quartal 2010 verschlechtert. Der ZEW-IDI, Stimmungsindikator für den gesamten Wirtschaftszweig, sinkt um 4,4 Punkte und liegt jetzt bei einem Wert von 62,4 Punkten. Zurückzuführen ist dies maßgeblich auf die Verschlechterung der aktuellen Geschäftslage.

Der IDI-Teilindikator, der die aktuelle Geschäftslage wiedergibt, sinkt um 13,2 Punkte gegenüber dem Vorquartal und liegt aktuell bei einem Wert von 58,7 Punkten. Im Gegensatz dazu steigt der IDI-Teilindikator, der die Geschäftserwartungen für das zweite Quartal 2011 darstellt, um 4,2 Punkte auf einen Wert von 66,3 Punkten.

Der Stimmungsindikator für die Teilbranche der IKT-Dienstleister, die Softwareunternehmen, IT-Dienste, IKT-Händler und Telekommunikationsdienstleister umfasst, wächst im ersten Quartal 2011 um 0,6 Punkte an. Damit erreicht der Indikator einen Wert von 66,2 Punkten. Hinter diesem geringen Anstieg verbergen sich zwei gegenläufige Entwicklungen. Der Teilindikator, der die

Einschätzung der aktuellen Lage wiedergibt, sinkt um 10,3 Punkte auf 63,9 Punkte. Die Erwartungen der IKT-Dienstleister für das zweite Quartal 2011 hingegen verbessern sich im Vergleich zum ersten Quartal 2011.

Die konjunkturelle Situation der Teilbranche wissensintensive Dienstleister hat sich im ersten Quartal 2011 deutlich verschlechtert. Der Stimmungsindikator für Steuerberater und Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberatungen, Architekten, technische Berater und Planer, Unternehmen der Branche Forschung und Entwicklung und Werbefirmen sinkt um 11,7 Punkte auf 56,3 Punkte.

In der Branche Software und IT-Dienste ist die wirtschaftliche Lage im ersten Quartal 2011 schlechter als im Vor-

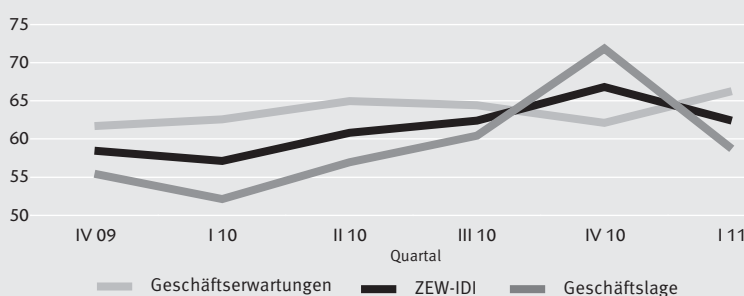
quartal. Der Anteil der Unternehmen, der von steigenden Umsätzen berichtet, sinkt um 23,9 Punkte. Knapp die Hälfte der Unternehmen hat jedoch im ersten Quartal 2011 den Personalbestand erhöht. Mehr als die Hälfte der IKT-Händler meldet im ersten Quartal 2011 höhere Umsätze und stabile Erträge. Die Nachfragesituation wird von den IKT-Händlern als weitgehend unverändert beurteilt.

Im ersten Quartal 2011 haben sich bei der Mehrheit der Steuerberater und Wirtschaftsprüfer Umsatz, Personal und Nachfrage im Vergleich zum vierten Quartal 2010 nicht verändert. Die konjunkturelle Stimmung bei den Unternehmensberatern ist im ersten Quartal 2011 erheblich eingebrochen. Der Anteil der Unternehmen, der steigende Umsätze, eine steigende Nachfrage sowie einen zunehmenden Personalbestand meldet, sinkt um rund 40 Punkte im Vergleich zum Vorquartal. Die Architekten bewerten ihre wirtschaftliche Lage im ersten Quartal 2011 ebenfalls pessimistischer im Vergleich zum Vorquartal. Bei den technischen Beratern und Planern hat sich im ersten Quartal 2011 vor allem die Umsatz- und Ertragslage verschlechtert. Die derzeitige Nachfrage wird von den Unternehmen als stabil erachtet, ebenso wie die Nachfrageerwartungen für das zweite Quartal 2011. Die Mehrheit der Unternehmen in der Branche Forschung und Entwicklung meldet im ersten Quartal 2011 unveränderte Umsätze und keine Änderung der Nachfrage. Eine positive Entwicklung zeichnet sich bei der Beschäftigung in dieser Branche ab.

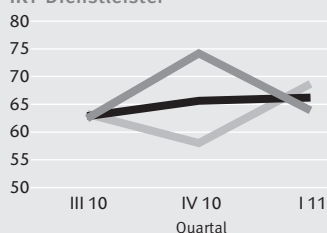
In der Werbebranche ist die konjunkturelle Stimmung im ersten Quartal 2011 deutlich schlechter als im Vorquartal. Nachfrage- und Personallage erweisen sich im ersten Quartal 2011 als weitgehend stabil, ebenso wie die Preise.

Miruna Sarbu, sarbu@zew.de

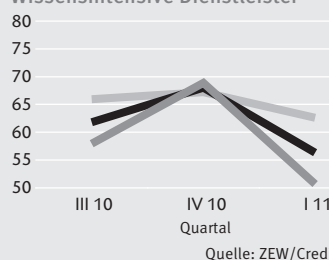
Entwicklung des ZEW-IDI



IKT-Dienstleister



Wissensintensive Dienstleister



Quelle: ZEW/Creditreform

# Zur Stabilität des Spendenaufkommens bei Wachstumsschwankungen

*Die Finanzierung vieler sozialer, kultureller und bildungsbezogener Aktivitäten hängt in wachsendem Maße von freiwilligen Spenden ab. Damit stellt sich die Frage, wie es um die Stabilität und Verfügbarkeit dieser Finanzierungsquelle in Zeiten konjunktureller Schwankungen bestellt ist. Eine Analyse zum Zusammenhang zwischen Konjunktur, langfristigem Wirtschaftswachstum und Spendenaufkommen für die USA zeigt, dass das Spendenaufkommen keine größere Volatilität als das Steueraufkommen hat. Zudem profitiert das Aufkommen überproportional von langfristigem Wirtschaftswachstum.*

Der große Konsolidierungsdruck in den öffentlichen Haushalten der Industriestaaten stellt die Finanzierbarkeit öffentlicher Güter und Dienstleistungen zunehmend in Frage. Mit unterschiedlicher Geschwindigkeit gelingt es vielfach, ehemals gänzlich steuerfinanzierte Aktivitäten zumindest partiell durch freiwillige Geldspenden zu finanzieren, etwa in Bereichen der Bildung, Kultur oder Wissenschaften. Die Substitution von Steuern durch Spenden hat eine Reihe offenkundiger Vorzüge: Während der Zwangscharakter einer Abgabe die Wohlfahrt des Steuerpflichtigen verringert, sind freiwillige Spenden Ergebnis eines individuellen Optimierungskalküls. Spender erleben einen Nutzengewinn, indem sie die Bereitstellung bestimmter Güter begünstigen oder auch einfach durch den Akt des Gebens (in der Literatur werden solche Nutzengewinne unter dem Terminus des „warm glow“ diskutiert). Zudem ist mit den freiwilligen Spendenentscheidungen eine im Vergleich zur Zwangsabgabe stärkere Beeinflussung des Angebots verbunden, so dass die Umfinanzierung von Steuern zu Spenden eine Bereitstellung von Gütern gemäß den Bürgerpräferenzen begünstigt.

## Wie stabil ist das Spendenaufkommen?

Während all diese Vorteile bekannt sind, ist ein anderer Aspekt bisher weitgehend unerforscht: Wie stabil sind Spenden als Finanzierungsquelle? Steuereinnahmen unterliegen starken Fluktuationen im Verlauf des Konjunkturzyklus. Die Schwankungen unterschei-

den sich dabei zwischen den Steuerquellen. Da Unternehmen- und Einkommensteuer sensibel auf Wachstumsschwankungen reagieren, verläuft die Entwicklung des Aufkommens aus indirekten Steuern und Sozialabgaben weniger volatil (siehe Tabelle 1).

Im Vergleich zu diesem gesicherten Wissen ist die Volatilität des Spendenaufkommens bislang empirisch nicht mit modernen zeitreihenökonomischen Verfahren untersucht worden und steht deshalb im Mittelpunkt der hier beschriebenen Analyse.

Generell ist die Verfügbarkeit langfristiger konsistenter Zeitreihen zum Spendenaufkommen in Industriestaaten sehr gering. Einzig für die USA sind über die Giving USA Foundation Daten für mehrere Jahrzehnte (1968-2008) verfügbar und werden daher hier genutzt. Einbezogen wird das Spendenaufkommen insgesamt und seine vier Sub-Komponenten: individuelle Spenden, Unternehmensspenden, Stiftungsspenden und Erbschaften für wohltätige Zwecke.

## Identifikation kurz- und langfristiger Wachstumseffekte

Zur Anwendung kommt dabei ein Fehlerkorrekturmodell. Solche Modelle sind geeignet, um zwei verschiedene Typen von Anpassungen simultan zu untersuchen: zum einen die Anpassung

des Spendenaufkommens an kurzfristige konjunkturelle Schwankungen und zum anderen den Zusammenhang zwischen Aufkommen und langfristigem Wirtschaftswachstum. Diese beiden Dimensionen der Wachstumsreaktion sind finanzpolitisch von Bedeutung. Die kurzfristige Wachstumsreaktion zeigt auf, inwieweit es im Fall eines Konjunkturabschwungs durch Einbruch im Aufkommen zu Finanzierungsproblemen kommen kann. Die Reaktion auf das langfristige Wachstum gibt hingegen darüber Auskunft, inwieweit das Spendenaufkommen von einer dauerhaften Zunahme der Ressourcen einer Volkswirtschaft profitiert. Mit einer elastischen Langfristreaktion des aggregierten Spendenaufkommens wäre zu erwarten, dass die Bedeutung der Spendenfinanzierung mit zunehmendem Wachstum steigt.

Die empirische Vorgehensweise ähnelt dabei derjenigen bei der Ermittlung von Steueraufkommenselastizitäten, allerdings mit einem wichtigen konzeptionellen Unterschied. Im Fall des Steueraufkommens ist die Beziehung zwischen Ausweitung des gesamtwirtschaftlichen Einkommens und des Aufkommens entscheidend durch die Details der rechtlich fixierten Steuerbemessungsgrundlage und des Steuertarifs definiert. Im Gegensatz dazu unterliegen freiwillige Spenden definitionsgemäß keinen rechtlichen Vorgaben, so dass die Beziehung zwischen Einkommenswachstum und Aufkommen nur empirisch ermittelt und nicht aus Gesetzbüchern abgeleitet werden kann. Weiterhin berücksichtigt das Schätzmodell, dass Spenden im Zeitverlauf variierenden steuerlichen Anreizen unterliegen. Im US-Steuersystem waren

Tabelle 1: Einkommenselastizitäten des US-Steueraufkommens

Einkommensteuer	Indirekte Steuern	Sozialversicherungsbeiträge	Unternehmenssteuern
1,3	1,0	0,6	1,5

Quelle: OECD

Spenden von Unternehmen und Privatpersonen über den gesamten Untersuchungszeitraum steuerlich absetzbar. Der „Preis der Spende“ variiert daher mit Änderungen in den Steuertarifen. Beispielsweise wird aus Sicht eines Steuerpflichtigen, welcher dem Spitzensteuersatz der Einkommensteuer unterliegt, eine Spende „preiswerter“, wenn der Spitzensteuersatz steigt. Denn mit der Steuererhöhung wächst der Steuervorteil aus dem Abzug der Spende von der Steuerbemessungsgrundlage. Dieser Komplikation wurde in der Schätzung dadurch Rechnung getragen, dass sowohl für die Schätzgleichung der Unternehmens- als auch der Individualspenden der „Steuerpreis der Spende“ (definiert als: eins minus Grenzsteuersatz) als erklärende Variable einbezogen wurde.

### Stiftungen und Vermächtnisse stabilisieren Einkommen

In Tabelle 2 sind die resultierenden Einkommenselastizitäten des Spendenaufkommens zusammengefasst, wenn Veränderungen in den Steuertarifen Berücksichtigung finden. Die langfristige Einkommenselastizität gibt dabei an, um wie viel Prozent sich das Spendenaufkommen erhöht, wenn sich das Trendwachstum um ein Prozent erhöht. Die kurzfristige Elastizität vermittelt die analoge Information für eine kurzfristige (konjunkturelle) Schwankung des gesamtwirtschaftlichen Einkommens.

Es zeigt sich, dass das US-Spendenaufkommen im Vergleich zum in Tabelle 1 dargestellten Referenzfall des Steueraufkommens tatsächlich eine relative stabile Finanzierungsquelle darstellt. Das Spendenaufkommen insgesamt ist durch eine konjunkturelle Volatilität gekennzeichnet, die nicht höher als die der indirekten Steuern ist. Hinter diesem Gesamtbild verbergen sich allerdings sehr unterschiedliche Kurzfristelastizitäten der verschiedenen Spenden-Komponenten. Während Unternehmensspenden recht sensitiv auf konjunkturelle Schwankungen reagieren, stabilisieren Spenden von Stiftungen und durch Erbschaften das aggregierte Spendenaufkommen über den Konjunkturzyklus. Für Spenden aus Vermächtnissen, für die die zu Grunde liegende Regression

einen insgesamt geringen Erklärungswert ausweisen, besteht nicht einmal ein positiver Zusammenhang zwischen Einkommen und kurzfristigem Wirtschaftswachstum. Die Aktivitäten von Stiftungen sind durch die Finanzierung langfristiger Vorhaben aus Vermögenserträgen gekennzeichnet, so dass konjunkturelle Schwankungen allenfalls

haltsebene, wiederum vor allem für die USA, untersucht, wie stark Individualspenden auf Einkommenszuwächse reagieren. Die dabei ermittelten Elastizitäten liegen oftmals nur wenig über 0,5. Die makroökonomisch ermittelten Einkommenselastizitäten liegen somit tendenziell über den Quantifizierungen auf der Mikroebene. Die

Tabelle 2: Einkommenselastizitäten des US-Spendenaufkommens

	Private Haushalte	Unternehmen	Stiftungen	Vermächtnisse	Spenden insgesamt
Kurzfristig	0,98**	1,29*	0,19	-2,99**	0,72*
Langfristig	1,17**	1,32***	1,61*	1,17***	1,25**

\*/\*\*/\*\*: Signifikanz zum Niveau 10%, 5%, 1% Quelle: Eigene Berechnungen

über ihren Einfluss auf die Höhe von Kapitalerträgen Einfluss nehmen. Somit haben insbesondere wohltätige Vermächtnisse und Stiftungsfinanzierungen eine wichtige Stabilisierungsfunktion für das Spendenaufkommen insgesamt.

Die Ergebnisse in Bezug auf das Langfristwachstum ergeben ebenfalls ein vorteilhaftes Bild: Das Spendenaufkommen profitiert überproportional von der Vermehrung der ökonomischen Ressourcen einer Volkswirtschaft. Dies gilt besonders ausgeprägt für die Stiftungsfinanzierung, die sehr elastisch auf das Trendwachstum reagiert. Detailliertere Ergebnisse der Analyse betreffen den genauen Kanal, über den das Wirtschaftswachstum das Spendenaufkommen erreicht. Wie erwartet verläuft der Kanal für private Spenden über das verfügbare Einkommen. Bei den Unternehmensspenden ist der Zusammenhang zu den Unternehmensgewinnen gering, die Spenden des Unternehmenssektors verlaufen eher in direkter Abhängigkeit vom Wirtschaftswachstum. Dies deutet darauf hin, dass Spenden aus Sicht der Unternehmen eher nicht den Charakter einer Gewinnverwendung haben.

### Indirekter Hinweis auf „soziale Multiplikatoren“

Diese Ergebnisse aus einer makroökonomischen Zeitreihenanalyse lassen sich abschließend noch in Beziehung zu Erkenntnissen der mikroökonomischen Literatur setzen. In einer umfassenden Literatur wurde für die Haus-

ser Kontrast ist konsistent mit der Sichtweise, dass im Spendenkontext soziale Multiplikatoren wirksam sind. Der Begriff des „sozialen Multiplikators“ beschreibt das Phänomen, dass individuelle Einzelentscheidungen sich wechselseitig beeinflussen und verstärken. Dies ist für das Spendenverhalten nicht unplausibel. Es ist möglich, dass die Spendenbereitschaft eines Individuums nicht nur vom eigenen Einkommen, sondern auch vom Spendenverhalten seiner Nachbarn, Freunde und Verwandten abhängt. Ein individueller Einkommenszuwachs erhöht damit nicht nur die Spenden des Individuums, sondern in einem nachgelagerten Effekt auch die Spenden Dritter. Solche Gesamtwirkungen werden in makroökonomischen Analysen eingefangen, nicht aber in der mikroökonomischen Literatur.

Insgesamt deutet die Analyse darauf hin, dass die teilweise Umfinanzierung öffentlicher Leistungen von der Steuer zur Spendenfinanzierung durchaus mit einer größeren Stabilität und Ergiebigkeit der Finanzierungsgrundlage einhergehen könnte. Allerdings kann erst mit einer für Europa verbesserten Datengrundlage überprüft werden, inwieweit die für die USA ermittelten Langfristbeziehungen auch unter europäischen Bedingungen gelten.

*Friedrich Heinemann, heinemann@zew.de*

#### Literatur:

Heinemann, Friedrich (2010): Voluntary Giving and Economic Growth: Time Series Evidence for the US, ZEW Discussion Paper No. 10-075.

# Kürzere Bezugshöchstdauern von ALG und Effekte auf die Eintritte in Arbeitslosigkeit

*Im Februar 2006 verkürzte der Gesetzgeber die maximale Bezugsdauer des Arbeitslosengeldes für ältere Arbeitnehmer von zuvor bis zu 32 Monaten auf 18 Monate. Kurz vor der Reform wurden relativ viele ältere Arbeitnehmer arbeitslos; nach dem Inkrafttreten waren es hingegen deutlich weniger als vor der Reform. Das ZEW, das IAB und die Nottingham School of Economics haben die Effekte dieser Reform auf die Eintrittsraten der betroffenen Personengruppen in Arbeitslosigkeit genauer untersucht.*

In den Jahren 2002 bis 2004 wurden tiefgreifende Arbeitsmarktreforemen verabschiedet. Unter anderem wurde die Bezugshöchstdauern des Arbeitslosengeldes für ältere Arbeitnehmer deutlich verkürzt (Tabelle 1).<sup>1</sup> Die Änderung betraf alle Personen, die nach dem 31. Januar 2006 arbeitslos wurden und mindestens 45 Jahre alt waren. Besonders stark – um 14 Monate – sanken die Bezugshöchstdauern für 52- bis 54-Jährige und für Per-

sonen der Arbeitssuchenden unter 45 Jahren können entsprechend als Kontrollgruppe dafür dienen, was ohne Reform geschehen wäre. Dem zugrunde liegt die Annahme, dass sich die Übergangsraten in die Arbeitslosigkeit ohne Arbeitsmarktreform bei allen Gruppen in den Folgejahren gleich entwickelt hätten. Haben sich die Übergangsraten bei den Gruppen der Personen über 45 Jahren nach der Reform anders entwickelt als

Tabelle 1: Maximale Bezugsdauern des Arbeitslosengeldes

Vor und nach der 2006er Reform			
Altersgruppe	Bis 1/2006	2/2006 bis 12/2007	Verkürzung in Monaten
bis 45	12	12	0
45-46	18	12	6
47-51	22	12	10
52-54	26	12	14
55-56	26	18	8
ab 57	32	18	14

§ 127 Abs. 2 SGB III in der Fassung des Gesetzes zu Reformen am Arbeitsmarkt vom 24. Dezember 2003, BGBl. I, S. 3004.

sonen ab 57 Jahren. Eine finanziell abgesicherte Brücke in den Ruhestand durch eine Periode der Arbeitslosigkeit konnte für ältere Arbeitnehmer nunmehr erst ab einem höheren Alter errichtet werden (Tabelle 1). Schon ab Januar 2008 wurde die Bezugsdauer allerdings wieder auf bis zu 24 Monate verlängert.

## Die Reform als „natürliches Experiment“

Die Reform der Bezugshöchstdauern stellt ein „natürliches Experiment“ dar, da sie nur bestimmte Altersgruppen betraf. Für Personen unter 45 Jahren haben sich die Bezugsdauern nicht verändert. Die Entwicklung der Arbeitsmarktchan-

bei Arbeitnehmern unter 45 Jahren, so lässt sich dies auf die im Zuge der Reform veränderten Anreizstrukturen zurückführen.

Bei diesen Verhaltenswirkungen ist zwischen Antizipationseffekten – zeitlich vorgelagerten Wirkungen der Reform – und Nachreform-Effekten zu trennen. Zeitlich vorgelagerte Wirkungen treten auf, wenn Unternehmen oder Arbeitnehmer ein Beschäftigungsverhältnis vorzeitig lösen, um die längeren Bezugshöchstdauern vor der Reform noch „mitzunehmen“. Die Nachreform-Effekte spiegeln wider, was in den zwei Jahren nach der Reform geschehen ist – sie müssen aber nicht den Effekten entsprechen, die sich ergeben hätten, wenn

die Reform langfristig in Kraft gewesen wäre. Sie können insbesondere in der ersten Zeit nach der Reform noch durch Antizipationseffekte beeinflusst sein.

## Graphische Evidenz für Verhaltenswirkungen

Die Untersuchung basiert auf administrativen Daten für sozialversicherungspflichtig Beschäftigte im Alter von 40 bis 64 Jahren, die nicht in der Baubranche beschäftigt waren. Alle im Folgenden präsentierten Auswertungen beschränken sich dabei auf Personen, die nach den Vor-Reform-Regelungen einen Anspruch für die Bezugshöchstdauer gehabt hätten.

Abbildung 1 zeigt jährliche Übergangsraten nach Kalenderjahr und Alter aus sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung in die Arbeitslosigkeit. Insgesamt liegt das Arbeitslosigkeitsrisiko nach der Reform unterhalb dem der Jahre vor 2005. In den Jahren vor der Reform (2003 bis 2005), nahm das Arbeitslosigkeitsrisiko ab einem Alter von 56 bis 60 Jahren deutlich zu, um dann wieder zurückzugehen. Im Jahr 2005, also direkt vor der Reform, nimmt das Risiko Spitzenwerte an. In den Jahren nach der Reform (2006 und 2007), stieg das Arbeitslosigkeitsrisiko hingegen erst in der Altersgruppe 59 bis 63 Jahre gemäßigt an.

Die ökonomische Analyse basiert auf Logit-Schätzungen der Wahrscheinlichkeit des Zugangs in die Arbeitslosigkeit mit Arbeitslosengeldbezug in jedem Monat des Untersuchungszeitraums 2003 bis 2007. Erklärende Variablen sind zunächst eine Vielzahl von Merkmalen des Arbeitnehmers und des Ar-

<sup>1</sup> Mit Arbeitslosengeld sind hier und im Folgenden die Leistungen der Arbeitslosenversicherung gemeint, die als Arbeitslosengeld 1 bezeichnet werden.

<sup>2</sup> Diese Annahme, lässt sich nicht direkt testen. Zusätzliche Schätzungen weisen aber darauf hin, dass die präsentierten Ergebnisse sehr stabil sind. Weiterhin zeigen Sensitivitätsanalysen, dass Ende 2007 kein weiterer Antizipationseffekt (sei es durch die Verlängerung der Bezugsdauern, sei es durch das Auslaufen der sogenannten 58er Regelung) auftrat.



Tabelle 2: Geschätzte Reformeffekte auf die Eintrittswahrscheinlichkeit in Arbeitslosigkeit

Antizipationsphase (11/2005 bis 1/2006)		Nachreform-Zeitraum (seit 2/2006)	
Basiseffekt	0,2 v.H.	Basiseffekt	-25,4 v.H. **
Altersgruppe 45-46	16,3 v.H. **	Altersgruppe 45-46	-2,1 v.H.
Altersgruppe 47-51	19,9 v.H. **	Altersgruppe 47-51	-1,1 v.H.
Altersgruppe 52-54	52,4 v.H. **	Altersgruppe 52-54	-11,9 v.H. **
Altersgruppe 55-56	53,1 v.H. **	Altersgruppe 55-56	-9,4 v.H. **
Altersgruppe 57-64	117,7 v.H. **	Altersgruppe 57-64	-22,3 v.H. **

\*\* Signifikant bei  $\alpha = 0.01$ . \* Signifikant bei  $\alpha = 0.05$

Anmerkung: Ausgewiesen ist der Nachreform-Effekte nach Altersgruppen, relativ zu einem ansonsten durchschnittlichen Arbeitnehmer mit maximaler Anspruchs-dauer im Vorreform-Zeitraum. Quelle: IEB, Eigene Berechnungen

beitgebers sowie das jeweilige Kalenderjahr. Weiterhin enthalten die Schätzungen zwei Variablen, die den Antizipationszeitraum (11/2005 bis 1/2006) und den Zeitraum nach der Reform (also seit 2/2006) kennzeichnen. Beide Variablen werden schließlich mit Variablen für die – durch die Reform unterschiedlich stark betroffenen – Altersgruppen interagiert.

### Starke Antizipationseffekte, deutliche Nachreform-Effekte

Der somit implizit konstruierte „difference-in-difference“-Schätzer aus Übergangsraten vor und nach der Reform (erste Differenz) und zwischen zwei Altersgruppen (zweite Differenz) erlaubt die Messung der Antizipations- und Reformeffekte. Eine ausführliche Darstellung der zugrundeliegenden Methodik wie auch zusätzliche Schätzungen unterschiedlicher Modelle finden sich in Dlugosz et al. (2009).<sup>3</sup> Tabelle 2 zeigt, wie sich die Übergangswahrscheinlichkeit in die Arbeitslosigkeit im

Antizipations- und Nachreform-Zeitraum bei einem durchschnittlichen Arbeitnehmer (mit maximaler Anspruchs-dauer) prozentual verändert hat. Die Basis-effekte für den Nachreform-Zeitraum spiegeln die Veränderungen wider, die bei Arbeitnehmern aller Altersgruppen gleichermaßen zu beobachten waren. Nach der Reform bis zum Ende 2007 gingen die monatlichen Eintrittsraten in Arbeitslosigkeit demnach generell um 25 v.H. zurück.

Die Effekte für die Altersgruppen ab 45 Jahren zeigen, wie sich die Übergangsraten bei den betroffenen Gruppen infolge der Reform entwickelt haben. Zunächst fällt das Ausmaß der Antizipationseffekte auf: Die monatliche Übergangswahrscheinlichkeit in die Arbeitslosigkeit erhöhte sich in den drei Monaten vor der Reform bei einem ansonsten gleichen Arbeitnehmer der Altersgruppe der 52- bis 56-Jährigen – im Vergleich zu einer Situation ohne Reform – um mehr als 50 v.H., bei einem 56- bis 64-Jährigen sogar um fast 120 v.H.

Aber auch im Nachreform-Zeitraum bis Ende 2007 sind beachtliche Effekte festzustellen. Verglichen mit einer Situation ohne Reform waren die Übergangswahrscheinlichkeiten eines 52- bis 56-Jährigen in die Arbeitslosigkeit um etwa 10 v.H. niedriger. Bei den 56- bis 64-Jährigen sank die Wahrscheinlichkeit um mehr als 20 v.H. Getrennte Schätzungen nach Betriebszugehörigkeitsdauer und Firmengröße verdeutlichen schließlich, dass die Übergangswahrscheinlichkeiten in Arbeitslosigkeit nach der Reform insbesondere bei Beschäftigten mit langer Beschäftigungsdauer in großen Unternehmen (mit mehr als 500 Beschäftigten) zurückgegangen sind.

Da die Ergebnisse für den Nachreform-Zeitraum von nur zwei Jahren durch Antizipationseffekte der Reform beeinflusst worden sein dürften, lassen sich die geschätzten Nachreform-Effekte nicht als längerfristige Reformwirkung interpretieren. Die vorgelegten Ergebnisse stimmen jedoch mit anderen Studien über ähnliche Gesetzesänderungen im In- und Ausland überein (siehe z.B. Müller et al. 2007 und Kyrrä und Wilke 2007). Die geringeren Zugangsraten älterer Arbeitnehmer in die Arbeitslosigkeit in den letzten Jahren sind also tatsächlich nicht zufällig oder rein konjunkturell und demografisch bedingt gewesen, sondern sind auch auf die Arbeitsmarkt-reformen der letzten Jahre zurückzuführen.

Stephan Dlugosz (ZEW),  
Gesine Stephan (IAB),  
Ralf A. Wilke (University of Nottingham)

Die Autoren danken der Deutschen Forschungsgemeinschaft (DFG) und dem Economic and Social Research Council (ESRC), die die Studie durch die Projekte „Statistical Modelling of Errors in Administrative Labour Market Data“ und “Bounds for Competing Risks Duration Models using Administrative Unemployment Duration Data“ (RES-061-25-0059) finanziell unterstützt haben.

#### Literatur:

- Dlugosz, Stephan, Gesine Stephan und Ralf A. Wilke (2009): Fixing the leak: Unemployment incidence before and after the 2006 reform of unemployment benefits in Germany, IAB Discussion Paper 25/2009, Nottingham University Discussion Paper 09-10 und ZEW Discussion Paper 09-2009.
- Kyrrä, Tomi und Ralf A. Wilke, (2007): Reduction in the long-term unemployment of the Elderly – A success story from Finland, Journal of the European Economic Association 5,154-182.
- Müller, Eva, Ralf A. Wilke und Philipp Zahn (2007): Beschäftigung und Arbeitslosigkeit älterer Arbeitnehmer: Eine mikroökonomische Evaluation der Arbeitslosengeldreform von 1997, Jahrbücher für Nationalökonomie und Statistik 227, 65-86.
- Statistik der Bundesagentur für Arbeit (2005): Arbeitsmarkt 2004, Nürnberg.

Abbildung 1: Monatliche Übergangsraten aus sozialversicherungspflichtiger Beschäftigung in Arbeitslosigkeit nach Kalenderjahr und Alter



Anmerkung: Die Übergangsraten berechnen sich als Anteil der während eines Jahres arbeitslos gewordener Personen an allen sozialversicherungspflichtig Beschäftigten der jeweiligen Altersgruppe (nur Personen mit maximaler Anspruchs-dauer). Quelle: IEB, Eigene Berechnungen

# Bedeutung von Immobilieninvestments in internationalen Anlageportfolios

*Die zunehmende Integration der internationalen Finanzmärkte führte insbesondere in den letzten beiden Dekaden zu steigenden Abhängigkeiten zwischen den nationalen Aktienmärkten und resultierte in sinkenden Diversifikationseffekten. Sowohl private als auch institutionelle Investoren sind daher verstärkt auf der Suche nach Anlageklassen, die ihnen attraktive Diversifikationseigenschaften bieten.*

Investments in verbriefte Immobilienanlagen erweisen sich dabei als besonders interessant und besitzen in einem bereits breit gestreuten internationalen Aktien- und Anleihenportfolio zusätzliche Diversifikationseffekte. Diese treten besonders deutlich hervor, wenn das mit internationalen Anlagen verbundene Wechselkursrisiko abgesichert ist.

Im Gegensatz zu den großen, an den internationalen Börsen notierten Aktiengesellschaften mit globaler Geschäftstätigkeit agieren Immobilienaktiengesellschaften häufig national. Dadurch unterliegen Anlagen in Immobilienunternehmen neben dem branchenspezifischen Risiko eher nationalen als globalen Risiken. Dies spricht dafür, dass national ausgerichtete Immobilienportfolios gegenüber eben solchen Aktienportfolios ungünstigere Diversifikationseigenschaften besitzen und eine internationale Streuung der Immobilienanlagen erstrebenswert ist. Als geeignetes Anlagevehikel erweisen sich dabei gerade für den privaten Anleger börsennotierte Immobilienaktiengesellschaften oder Real Estate Investment Trusts (REITs). Somit ermöglichen sie es dem Anleger, sein investiertes Vermögen international über mehrere Märkte zu streuen und gleichzeitig in ein liquides Immobilienanlageprodukt zu investieren.

In einem umfassenden Vermögensanlageportfolio stellt sich die Frage, ob Immobilienanlagen zusätzliche Diversifikationseffekte besitzen oder durch ein international breit gestreutes Investment in Anleihen und Aktien die Diversifikationsmöglichkeiten bereits ausreichend ausgeschöpft sind. Dies ist die zentrale Fragestellung eines kürzlich als ZEW-Diskussionspapier erschienenen Aufsatzes von Kröncke und Schind-

ler (2011). Eine zweite Frage betrifft den Einfluss des mit internationalen Anlagen verbundenen Währungsrisikos auf die Diversifikationsmöglichkeiten.

Bei internationalen Vermögensanlagen ist der Investor neben der Wertentwicklung des Vermögensgutes gleichzeitig mit der Entwicklung des Wechselkurses konfrontiert. Zur Vermeidung des Wechselkursrisikos bietet sich dem Anleger allerdings die Möglichkeit, sich zum Beispiel mit Hilfe von Devisenterminkontrakten gegen dieses Risiko abzusichern. Somit ist er nur dem originär mit dem Vermögensgut verbundenen Risiko ausgesetzt und keinen teilweise sehr volatilen und schwer zu prognostizierenden Wechselkursschwankungen.

Um die Vermögensanlagemärkte und insbesondere die verbrieften Immobilienmärkte möglichst repräsentativ abzubilden, werden insgesamt folgende neun Länder über einen Zeitraum von 24 Jahren (1986 – 2009) berücksichtigt: Australien, Hong Kong, Japan und Singapur für den asiatisch-pazifischen Raum, Kanada und die USA für Nordamerika sowie Frankreich, Vereinigtes Königreich und die Niederlande für Europa. Diese Märkte bilden rund 75 v.H. der Marktkapitalisierung des globalen Immobilienaktienmarktes ab und besitzen ebenso einen erheblichen Anteil an der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung und am Markt für Staatsanleihen. Dadurch können diese Märkte für international ausgerichtete Investoren als weitgehend repräsentativ angesehen werden, zumal sich die Märkte über verschiedene Währungsräume sowie geographische und ökonomische Regionen erstrecken.

Methodisch folgt die Untersuchung der auf Markowitz zurückgehenden modernen Portfolio Theorie, mittels derer

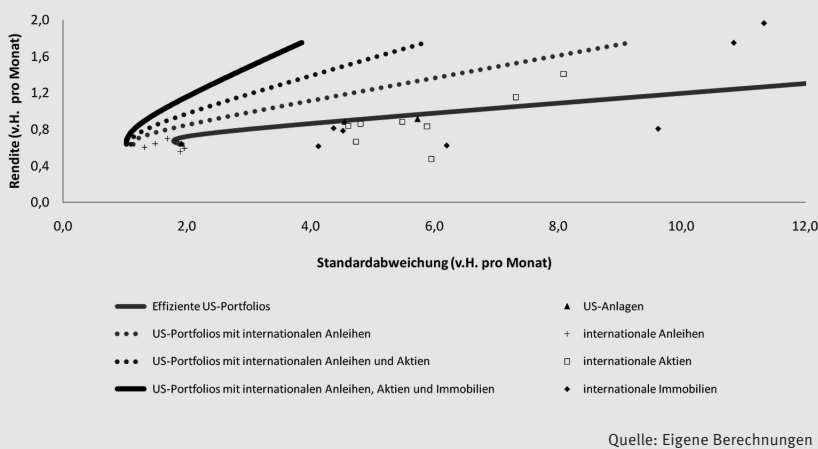
aus allen realisierbaren Portfolios diejenigen selektiert werden, die für ein gegebenes Risikoniveau den maximalen Ertrag ausweisen und somit für den Investor effizient sind. Die für den Anleger interessante Fragestellung besteht darin, welche Verbesserungen in den Rendite-Risiko-Eigenschaften für ein Portfolio erzielt werden können, wenn zusätzliche Anlageklassen und Anlagemärkte Berücksichtigung finden. Per definitionem können sich die Anlagemöglichkeiten durch zusätzliche Anlagealternativen ausschließlich verbessern. Allerdings stellt sich die Frage, ob diese Verbesserungen tatsächlich signifikant sind.

Der in dieser Untersuchung angewandte methodische Ansatz erlaubt es, genau diese Fragestellung statistisch zu untersuchen und den Diversifikationsbeitrag zusätzlicher Wertpapiere in einem Portfolio statistisch auf seine Signifikanz zu überprüfen. Die Analyse ist in ihrer Berücksichtigung von Anlageklassen, ihrer globalen Marktabdeckung, ihrer zeitlichen Ausdehnung über 24 Jahre und der expliziten Untersuchung von Währungseffekten unseres Wissens erstmalig und wurde bisher in diesem Umfang noch nicht durchgeführt.

## Untersuchungsaufbau

Die Analyse erfolgt in mehreren Schritten: Zuerst wird für ein aus US-Anlagen bestehendes Portfolio untersucht, welchen Beitrag US-amerikanische Immobilienanlagen leisten. Anschließend erfolgt eine Ausdehnung auf die globalen Märkte, indem internationale Staatsanleihen, Aktien und abschließend Immobilienanlagen in das Portfolio integriert werden. Durch diese Vorgehensweise wird zum einen der Reihenfolge der Anlageausrichtung vieler Investoren Rechnung getragen und zum anderen dem zentralen Untersuchungsziel – welchen Diversifikationsbeitrag Immobilienanlagen in einem internationalen Vermögensanlage-

Abbildung 1: Effizienzgrenze von US Portfolios und internationalen Portfolios mit abgesichertem Währungsrisiko



portfolio leisten — möglichst konservativ nachgegangen. Diversifikationseffekte, die zum Beispiel auf unterschiedliche makroökonomische Entwicklungen zurückzuführen sind, sollten bereits durch die Anleihen- und Aktienmärkte abgedeckt sein. Es liegt daher nahe, dass durch die Immobilienanlagen ein immobilienpezifischer Faktor abgegriffen wird, der an den Anleihen- und Aktienmärkten nicht ausreichend berücksichtigt wird, oder dass national ausgeprägte Faktoren tatsächlich bei Immobilienanlagen stärkere Berücksichtigung finden. Diesem Untersuchungsablauf wird sowohl bei der Analyse in US-Dollar als auch bei der Analyse mit abgesicherten Wechselkursrisiken gefolgt.

### Zentrale Ergebnisse

Für den US-amerikanischen Markt zeigt sich, dass Anlagen in nationale Immobilien nur ein sehr begrenztes Diversifikationspotential besitzen. Deutliche Effekte treten allerdings auf, wenn eine Ausdehnung des Anlageportfolios

auf internationale Anlagen in Form von langfristigen Staatsanleihen erfolgt. Der Beitrag von Aktien erweist sich allenfalls als schwach signifikant, während die Berücksichtigung von Immobilienanlagen gegenüber einem bereits relativ gut gestreuten internationalen Portfolio aus Anleihen und Aktien signifikante Verbesserungen der Rendite-Risiko-Charakteristika des Portfolios bewirkt. Diese Effekte treten darüber hinaus deutlich stärker hervor, wenn das Wechselkursrisiko abgesichert ist und das in allen Anlageklassen eines Landes inhärente Risiko eliminiert wird (vgl. Abbildung 1 und Tabelle 1). Dieses Ergebnis kann als Beleg dafür gewertet werden, dass Immobilien als eigene Vermögensanlageklasse zu betrachten sind, welche eigenen individuellen Einfluss- und Risikofaktoren unterliegt und nicht durch die gleichen Faktoren wie Aktien- und Anleiherenditen gepreist wird.

Zur Überprüfung der Robustheit der Ergebnisse führen wir einige weitere Analysen durch, die insbesondere für Anleger mit Anlagerestriktionen von

Interesse sind. Zum einen überprüfen wir, welche Ergebnisse sich ergeben, wenn die Portfolioallokation ex ante erfolgt. Zum anderen analysieren wir die Entwicklung der Diversifikationseffekte im Zeitablauf und untersuchen, welche Folgen es mit sich bringt, wenn der Investor – wie es zum Beispiel für Pensionsfonds charakteristisch ist – in seinen Anlagemöglichkeiten beschränkt ist. Hierbei wird explizit darauf eingegangen, welche Auswirkungen der Ausschluss von Leerverkäufen hat. Es zeigt sich, dass die Ergebnisse weitgehend auch unter den untersuchten Gegebenheiten ihre Gültigkeit besitzen. Lediglich bei den Diversifikationseffekten im Zeitablauf ist festzustellen, dass diese über alle Anlageklassen hinweg in Krisenzeiten rückläufig sind. Allerdings ist für den gesamten Untersuchungszeitraum unter Berücksichtigung aller drei Anlageklassen kein rückläufiger Trend in den Diversifikationseffekten feststellbar.

### Fazit

Immobilienanlagen in einem international ausgerichteten Portfolio leisten einen signifikanten Beitrag zu einer verbesserten Rendite-Risiko-Struktur. Daher sollten Anleger diese Anlageklasse bei ihrer Investitionsentscheidung nicht außer Acht lassen – gerade vor dem Hintergrund der zunehmenden Finanzmarktintegration und der damit verbundenen sinkenden Diversifikationseffekte durch internationale Aktieninvestments. Weiterhin können Wechselkursrisiken einen erheblichen Einfluss besitzen, weshalb diese Risiken separat berücksichtigt werden sollten. Die Ergebnisse unterstreichen den besonderen Charakter von Immobilienanlagen in allgemeinen Vermögensanlageportfolios und die Bedeutung von Immobilien als eigenständiger Vermögensanlageklasse.

Tim-Alexander Kröncke, [kroencke@zew.de](mailto:kroencke@zew.de)  
 Prof. Dr. Felix Schindler, [schindler@zew.de](mailto:schindler@zew.de)

Tabelle 1: Risikoadjustierter Performancebeitrag von internationalen Vermögensanlageklassen

Benchmark: US-Portfolio (Anleihen, Aktien, Immobilien) – Sharpe Ratio 0,19		
	Sharpe Ratio internationaler Portfolios	
	mit Währungsrisiko	ohne Währungsrisiko
+ internationale Anleihen	0,25	0,29*
+ internationale Aktien	0,30	0,34
+ internationale Immobilien	0,37	0,41*

\* statistisch signifikante Performanceverbesserung (10% Niveau). Quelle: Eigene Berechnungen

### Literatur:

Eichholtz, Piet (1996): Does International Diversification Work Better for Real Estate than for Stocks and Bonds?, *Financial Analysts Journal* 52, 56-62.  
 Kröncke, Tim-Alexander und Felix Schindler (2011): International Diversification with Securitized Real Estate and the Veiling Glare from Currency Risk, *ZEW Discussion Paper No. 11-012*, Mannheim.

# Mögliche Auswege für Griechenland aus der Staatsschuldenkrise

*Vor gut einem Jahr beschlossen die Europäische Union (EU) sowie der Internationale Währungsfonds (IWF) angesichts der hohen Staatsverschuldung in Griechenland die Einführung eines Schutzschirmes hauptsächlich in Form von Krediten, um den damals unmittelbar drohenden Staatsbankrott abzuwenden. Zwar konnte die akute Gefahr eines Staatsbankrotts vermieden werden, allerdings gelang es Griechenland bis heute nicht, seine immensen Staatsschulden substantiell zu reduzieren.*

Die OECD geht davon aus, dass die Staatsverschuldung Griechenlands von 133 v.H. des BIP im Jahr 2011 auf 140 v.H. im Jahr 2012 anwachsen wird. Sowohl der hohe Wert als auch der steigende Trend schüren Zweifel daran, ob Griechenland in der Lage sein wird, seinen Schuldenverpflichtungen nachzukommen. Zwar droht Griechenland aufgrund der Hilfskredite von EU und IWF, sofern die Kredite tatsächlich ausgezahlt werden, aktuell kein Staatsbankrott. Dennoch ist eine substantielle Reduktion der Verschuldung unabdingbar, um die mittelfristige Gefahr einer Staatsinsolvenz zu bannen.

In diesem Zusammenhang wird von der EU eine zweigleisige Strategie vorgeschlagen, um die Probleme Griechenlands zu beseitigen. Zum einen soll Griechenland neben den Hilfskrediten kurzfristig liquide Mittel durch den Verkauf von Staatsunternehmen und Immobilien generieren. Im Raum steht dabei ein Betrag von 50 Milliarden Euro, was etwas mehr als 20 v.H. des BIP entspricht. Sollten sich Erlöse in diesem Umfang tatsächlich realisieren lassen, könnte sich damit der Staat einen Handlungsspielraum für nötige Investitionen verschaffen. Mittelfristig ist allerdings ein stabiles Wirtschaftswachstum für eine nachhaltige Erholung

unabdingbar. Dafür muss die griechische Wirtschaft an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen. Deshalb sollen zum anderen Maßnahmen durchgeführt werden, die der Stärkung des Wettbewerbs dienen, zum Beispiel die Senkung von Markteintrittsbarrieren oder die Streichung von Subventionen.

Allerdings steht diese Doppelstrategie angesichts einer weiter steigenden Staatsverschuldung auf dem Prüfstand. Strukturelle Reformen benötigen erfahrungsgemäß einige Zeit, um ihre volle Wirkung zu entfalten. Deshalb wird teilweise gefordert, dass die EU und der IWF auf die Bereitstellung weiterer Hilfskredite verzichten und stattdessen andere Wege der Schuldenreduzierung für Griechenland suchen. Dies wird üblicherweise unter dem Begriff der Umschuldung zusammengefasst.

Eine solche Umschuldung kann verschiedene Ausprägungen haben. Der Ansatz, der vermutlich am schnellsten Wirkung zeigt, ist eine Abwertung griechischer Staatsanleihen. Damit vermindert sich direkt die Schuldensumme, die Griechenland zu tilgen hat. Alternativ dazu würden eine Verlängerung der Laufzeit der Anleihen oder eine Verminderung oder Aussetzung der Zinszahlungen ebenfalls den Staatshaushalt entlasten. Eine Umschuldung griechi-

scher Anleihen hätte den Vorteil, dass unter anderem private Gläubiger in Haftung genommen werden. Die Beteiligung privater Gläubiger ist bei Durchführung einer solchen Maßnahme zwingend notwendig, um die Belastung der öffentlichen Haushalte der Länder der Eurozone nicht zu stark zu erhöhen. Zudem wäre es ein falsches Signal, wenn private Gläubiger zwar von hohen Risikoprämien profitieren, aber faktisch kein Risiko tragen.

Allerdings bezweifeln Kritiker einer Umschuldung, ob das Bankensystem in Europa stabil genug ist, um die Wertberichtigung griechischer Anleihen zu tragen. Die Finanzmarktkrise hat bereits gezeigt, dass von solchen Anpassungen erhebliche Gefahren für die Stabilität des Bankensektors ausgehen. Zudem besteht die Gefahr, dass Griechenland durch eine Umschuldung für längere Zeit vom Kapitalmarkt isoliert wäre, da das Vertrauen in eine fristgerechte Rückzahlung von Darlehen schwer erschüttert wäre. Eine Kapitalisierung müsste dann weiterhin über den Rettungsschirm der EU und des IWF erfolgen.

Die Durchsetzung weiterer Sparmaßnahmen zur Reduktion des Schuldenstands und des laufenden Defizits sowie strukturelle Reformen zur Steigerung der Wettbewerbsfähigkeit sind notwendige Bedingungen für eine Rückkehr zur Normalität für Griechenland. Allerdings ist fraglich, ob die Dauer der Kreditzahlungen des Schutzschirmes der EU und des IWF ausreicht, um das Vertrauen der Anleger zurückzugewinnen.

*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](http://www.zew.de), [www.zew.eu](http://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](mailto:busl@zew.de)  
Dr. Marcus Kappler, Telefon 0621/1235-157, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: [kappler@zew.de](mailto:kappler@zew.de)  
Andreas Sachs, Telefon 0621/1235-145, Telefax 0621/1235-223, E-Mail: [sachs@zew.de](mailto:sachs@zew.de)

**Nachdruck und sonstige Verbreitung** (auch auszugsweise): mit Quellenangabe und Zusendung eines Belegexemplars  
© Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH (ZEW), Mannheim, 2011