

Konjunktur in Deutschland: Erwartete Abkühlung, aber kein Wintereinbruch

Die makroökonomischen Kennzahlen der letzten Monate bescheinigen Deutschland eine stabile Entwicklung. Davon kann allerdings für weite Teile des weltwirtschaftlichen Umfelds keine Rede sein. Zudem herrscht eine hohe Unsicherheit über die künftige Entwicklung an den wirtschaftlichen und politischen Krisenherden in Europa, Amerika und Nordafrika. Daher erwarten Experten in Deutschland eine schwächere konjunkturelle Entwicklung für das nächste Jahr.

Für das 3. Quartal 2011 hat das Statistische Bundesamt für Deutschland ein Wachstum des realen Bruttoinlandsproduktes (BIP) im Vergleich zum Vorquartal in Höhe von 0,5 v.H. ausgewiesen und gleichzeitig die Zahl für das 2. Quartal 2011 um 0,2 Punkte auf 0,3 v.H.

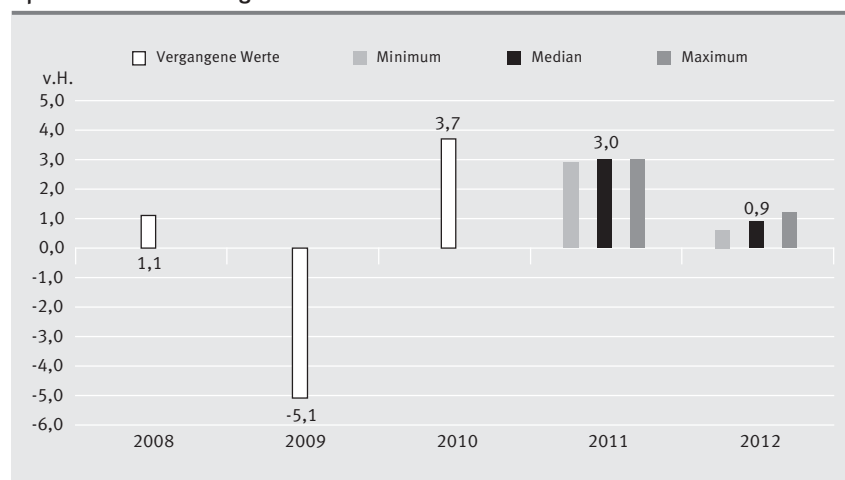
den Zahlen zum Arbeitsmarkt wider. Die saisonbereinigte Zahl der Erwerbstätigen ist im letzten Vierteljahr kontinuierlich gestiegen. Die erfreuliche Lage am Arbeitsmarkt wird ebenfalls in der Arbeitslosenquote (gemessen an allen zivilen Erwerbspersonen) sichtbar. Diese

Jahr gehen Experten von einer Fortsetzung des positiven Trends auf dem Arbeitsmarkt aus. Im Median rechnen sie für 2012 mit einer Arbeitslosenquote von 6,9 v.H. und in der Folge mit einem stabilen Wachstum des privaten Konsums zwischen 0,7 und 1,4 v.H.

Weltkonjunktur trübt Aussicht

Diesen erfreulichen Nachrichten steht ein schwaches internationales Umfeld gegenüber. Wichtige Handelspartner Deutschlands kämpfen mit schwerwiegenden Problemen. In den Vereinigten Staaten scheint weder die Regierung noch die Notenbank wirkungsvolle Maßnahmen zu haben um den Wirtschaftsmotor wieder in Gang zu bringen. Die

Spektrum der BIP-Prognosen von Instituten und Banken



Quellen: Statistisches Bundesamt, Pressemitteilungen der OECD, BHF Bank, Landesbank Berlin, Postbank, IfW, HWWI. Stand: 29.11.11

nach oben korrigiert. Der Anstieg des BIP lag dabei im Rahmen dessen, was Volkswirte zuvor erwartet hatten. Damit ist eine Jahreswachstumsrate zwischen 2,9 und 3,0 v.H. für 2011 wahrscheinlich. Die robuste Verfassung der deutschen Volkswirtschaft derzeit spiegelt sich in

belieh sich im Oktober saisonbereinigt auf 7,0 v.H. Bei einer solch positiven Entwicklung auf dem Arbeitsmarkt ist es nicht verwunderlich, dass der private Konsum mit einer Wachstumsrate von 0,8 v.H. stark zur Dynamik des 3. Quartals beigetragen hat. Für das nächste

IN DIESER AUSGABE

Konjunktur in Deutschland: Erwartete Abkühlung, aber kein Wintereinbruch	1
Die voraussichtliche Lage in der EWU	3
Ergebnisse der Novemberumfrage 2011	4
Stimmungseinbruch in der IKT-Branche	5
Rentenreformakzeptanz und intrinsische Arbeitsmotivation	6
Strategien der Humankapitalbildung in Europa – eine Wohlfahrtsanalyse	8
Auswirkungen der Finanzmarktintegration auf Investmentfondsbörsen in der EU	10
Die Reform des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes ..	12

Arbeitslosenquote (nach ILO Konzept) liegt dort immer noch bei historisch hohen 9,1 v.H. Europa ächzt dagegen unter der Staatsschuldenkrise. Inzwischen droht sogar Frankreich eine Herabstufung seiner Bonität. Zudem bezweifeln die Finanzmärkte, dass es den neu gewählten Regierungen in den südeuropäischen Ländern gelingt, überzeugende Konzepte zur Sanierung der Haushalte zu präsentieren und den Teufelskreis aus wachsender Staatsverschuldung und steigenden Zinsen zu durchbrechen. Die große Unsicherheit über den Fortgang dieser Krise und ihrer Folgen für die Europäische Währungsunion lastet weltweit auf der wirtschaftlichen Entwicklung. Darüber hinaus deuten auf der anderen Seite des Mittelmeers die wieder aufflammenden Proteste in Ägypten darauf hin, dass dort mit stabilen Verhältnissen und somit einem stabilen Ölpreis in nächster Zeit nicht zu rechnen ist.

Stimmungsindikatoren zeigen nach unten

Die nicht nachlassende Unsicherheit über Lösungen für die globalen Krisen und die damit verbundene Nervosität auf den Finanzmärkten spiegelt sich in wichtigen Stimmungsindikatoren für die deutsche Wirtschaft wider. Die ZEW-

Konjunkturerwartungen sind den neunten Monat in Folge gefallen. Der entsprechende Saldo steht im November 2011 bei minus 55,2 Punkten. Ein noch niedrigerer Wert wurde zuletzt im Oktober 2008, also am Vorabend der Großen Rezession, verzeichnet. Allerdings war seinerzeit die Lageeinschätzung ebenfalls deutlich negativ. Die Situation ist dieses Mal anders: Die Bewertung der aktuellen konjunkturellen Lage für Deutschland bewegt sich immer noch im oberen positiven Bereich. Aus der Stimmung der befragten Analysten lässt sich folglich keine nahe Rezession in Deutschland ableiten, sondern eher eine Verlangsamung der Dynamik auf Sicht der kommenden sechs Monate. Der ifo-Geschäftsklimaindex zeigt seit Sommer ebenfalls nach unten und bestätigt damit die Sicht der Finanzmarktanalysten. Im November haben die befragten Unternehmen ihre Erwartungen zwar minimal angehoben, aber die jüngste Tendenz des Indikators deutet ebenfalls auf ein baldiges Abkühlen der Konjunktur hin. Im Rahmen der monatlichen Verbraucherbefragung der GfK sind die Konjunkturerwartungen weiter gesunken. Die aktuelle Anschaffungsneigung der Verbraucher hat aber kräftig zugelegt, so dass sich das Konsumklima insgesamt verbessert hat. Diese Einschätzung wird zum einen gestützt

durch die zuvor beschriebene positive Aussicht auf dem Arbeitsmarkt, zum anderen zeigt sich aber ebenso der Mangel an rentablen Anlagen und Vertrauen in die Finanzmärkte.

Prognoseübersicht

Die trüben Aussichten für die Weltwirtschaft schlagen sich deutlich in den Prognosen der deutschen Wirtschaftsleistung für das nächste Jahr nieder. Während dieses Jahr Exporte und Importe ungefähr um 7,9 und 7,8 v.H. zugelegt haben, halbiert sich 2012 das Exportwachstum. Da sich das Importwachstum vermutlich weniger stark verringert, wird der Außenbeitrag kaum zum BIP-Wachstum beitragen können. Die Investitionsdynamik dürfte ebenfalls nachlassen. Während die Bruttoanlageinvestitionen noch im letzten Quartal um 0,9 v.H. – die Ausrüstungsinvestitionen gar um 2,9 v.H. – gestiegen sind und damit einen Wachstumsbeitrag von 0,2 v.H. für das BIP aufgewiesen haben, zeigt unsere Prognoseübersicht für 2012 nur noch eine schwache Zunahme von maximal 3,2 v.H. auf Jahressicht. Das zeigt sich in den BIP-Prognosen, die für das nächste Jahr im Median nur noch 0,9 v.H. betragen.

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

Wirtschaftliche Entwicklung in Deutschland 2010, 2011 und 2012

	Statist. BA	Europäische Kommission		Gemeinschaftsdiagnose		OECD		Sachverständigenrat		Postbank		Bayern LB	
	2010	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
BIP, real	3,7	2,9	0,8	2,9	0,8	3,0	0,6	3,0	0,9	3,0	1,2	2,9	1,1
Privater Konsum	0,6	1,2	1,1	1,2	0,9	1,0	0,7	1,1	0,9	1,2	1,4	1,1	1,3
Konsumausgaben des Staates	1,7	0,9	1,0	1,1	1,1	0,9	0,9	0,8	0,9	0,9	0,9	0,8	1,3
Bruttoanlageinvestitionen	5,5	7,3	2,7	7,2	2,3	7,2	1,2	6,5	2,2	7,6	3,2	–	–
Exporte	13,7	7,8	3,9	7,8	2,9	8,3	3,4	7,8	3,2	8,6	5,3	7,9	4,1
Importe	11,7	7,9	5,8	7,7	4,1	8,0	4,1	7,1	4,2	8,3	6,4	7,7	4,8
Erwerbstätige (in Tsd.)	40.553	–	–	41.082	41.274	–	–	41.090	41.233	–	–	41.000	41.300
Veränderung	0,5	1,3	0,4	1,3	0,5	–	–	–	–	–	–	–	–
Arbeitslose (in Tsd.)	3.238	–	–	2.968	2.815	–	–	2.972	2.891	–	–	3.000	2.800
Arbeitslosenquote	7,7* 6,8**	– 6,1**	– 5,9**	7,0* 5,8**	6,7* 5,5**	– 5,9**	– 5,7**	7,1* 5,9**	6,9* 5,7**	7,1* –	6,9* –	7,1* –	6,7* –
Preisindex der Lebenshaltung	1,1	2,4	1,7	2,3	1,8	2,4	1,6	2,3	1,9	2,4	2,7	2,3	1,6
Finanzierungssaldo des Staates in v.H. des BIP	-4,3	-1,3	-0,7	-0,9	-0,6	-1,2	-1,1	-1,1	-0,7	-1,0	-0,8	-1,0	-0,3

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, Europäische Kommission 06.11.11, Gemeinschaftsdiagnose 11.10.11, OECD 28.11.11, Sachverständigenrat 09.11.11, Postbank 23.11.11, Bayern LB 28.10.11.

Die voraussichtliche Lage in der EWU

Mit einer Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP) von 0,2 v.H. im dritten Quartal 2011 im Vergleich zum Vorquartal bleibt die konjunkturelle Dynamik sowohl im Euroraum als auch in der EU27 verhalten. Laut der aktuellen Schnellschätzung von Eurostat liegt die Zuwachsrate damit auf gleichem Niveau wie im zweiten Quartal 2011. Im Vergleich zum dritten Quartal 2010 beträgt der Anstieg 1,4 v.H.

Als fast schon chronisch lassen sich die erheblichen Unterschiede in den konjunkturellen Entwicklungen der Mitgliedsländer bezeichnen. Stützen der Konjunktur sind Deutschland, Frankreich und Österreich mit BIP-Zuwachsraten zwischen 0,3 und 0,5 v.H. Zypern, die Niederlande oder Portugal mit Zuwachsraten zwischen -0,3 und -0,7 v.H. vermelden dagegen einen deutlichen gesamtwirtschaftlichen Rückgang. Für manche größeren Mitgliedsländer der EU27 wie Italien liegen derzeit noch keine Informationen über die Konjunktur im dritten Quartal 2011 vor. Aufgrund der allgegenwärtigen Europäischen Schuldenkrise herrscht derzeit unter Konjunkturexperten eine große

Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung in den nächsten Quartalen. Diese zeigt sich etwa in verschiedenen vorlaufenden Indikatoren.

So weisen die ZEW Konjunkturerwartungen und ebenfalls der ifo Wirtschaftsklima-Index für den Euroraum einen deutlichen Abwärtstrend auf. Zwar hat die Hebelung des EFSF eine Lösung für das Schuldenproblem aufgezeigt, allerdings ist noch ungeklärt, ob die Ausweitung der Schlagkraft der EFSF ausreicht, um das Vertrauen der Finanzmärkte zu gewinnen. Insbesondere aufgrund der politisch unsicheren Situation in Italien und der bisher ungeklärten Frage, ob dort ernsthaft strukturelle Reformen durchgesetzt werden, sind Bedenken angebracht, ob die vorhandenen Möglichkeiten zur Lösung der Schuldenkrise kurzfristig ausreichen.

Ebenfalls nicht zu einer Stabilisierung der Konjunkturprognosen trägt die unsichere Entwicklung des Welthandels bei. Zwar haben die Schwellenländer nach einem kurzen Rückgang ihrer BIP-Wachstumsraten wieder deutlich zugelegt, allerdings hat das aktuelle Jahr gezeigt, dass politische Instabilitäten wie

in Nordafrika oder Katastrophen wie der Tsunami und die Probleme im Atomkraftwerk Fukushima in Japan destabilisierend wirken können. So hat etwa der „arabische Frühling“ vermutlich den Ölpreis erheblich nach oben getrieben, was die weltwirtschaftliche Konjunktur etwas gedämpft hat.

Trotzdem ist ein potenzieller Inflationsdruck in Europa momentan nicht zu erwarten. Zwar lag die jährliche Inflationsrate im Euroraum im Oktober 2011 bei einem Wert von 3,0 v.H. Allerdings wird die schwache Konjunktur wohl dämpfend auf die Preise wirken. Teilweise wird sogar ein weiterer Rückgang des Leitzinses auf 1 v.H. noch in diesem Jahr erwartet, nachdem die letzte Absenkung erst kürzlich erfolgt ist. Die mittelfristige Inflationsentwicklung ist eng mit der Frage verbunden, ob die EZB ihre Unabhängigkeit behält oder den Ankauf weiterer Staatsanleihen aus überschuldeten und gefährdeten Staaten als Mittel zur Krisenbewältigung einsetzt. Dies ist in erster Linie abhängig vom politischen Prozess zur Lösung der Schuldenkrise.

Andreas Sachs, sachs@zew.de

	EWU		Italien		Spanien		Belgien		Österreich		Irland	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
BIP, real	1,5	0,4	0,6	0,4	0,8	1,0	2,5	1,5	2,9	0,8	1,8	2,3
Privater Verbrauch	0,4	0,1	0,8	0,0	0,4	0,5	1,6	1,3	0,9	0,8	-1,3	0,0
Investitionen	0,5	0,4	0,9	1,4	-5,1	-0,6	3,9	2,7	4,0	1,1	-6,7	-2,8
Exporte	6,4	3,8	4,0	1,5	10,1	5,1	6,5	3,5	8,5	4,5	7,0	7,4
Importe	5,2	3,4	2,8	0,5	3,0	-0,3	6,6	3,6	7,0	4,5	4,9	5,8
Verbraucherpreise	2,5	1,5	2,7	2,2	3,1	1,2	3,5	2,0	3,1	2,1	1,3	1,0
Arbeitslosenquote	10,0	10,1	8,1	8,2	20,9	20,3	7,7	7,9	4,5	4,2	14,3	13,6
Beschäftigung	0,3	0,0	0,3	-0,2	-0,4	0,5	0,4	0,5	0,2	0,8	-0,6	0,6

	Niederlande		Frankreich		Finnland		Portugal		Griechenland		nachrichtlich GB	
	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012	2011	2012
BIP, real	1,7	0,9	1,7	0,9	3,5	1,6	-2,1	-1,7	-5,9	-2,7	0,9	0,8
Privater Verbrauch	-0,2	0,5	0,8	1,1	2,8	2,0	-3,8	-3,5	-6,5	-3,5	-1,0	0,7
Investitionen	7,0	2,8	3,4	3,7	5,2	2,1	-10,0	-6,0	-18,2	-10,4	-1,8	-4,9
Exporte	4,8	3,4	4,4	2,5	6,4	2,9	6,0	5,0	1,8	4,6	4,9	1,7
Importe	4,9	2,8	6,1	4,2	5,4	3,1	-4,7	-3,7	-10,9	-7,4	-0,2	-2,4
Verbraucherpreise	2,3	1,9	2,1	1,7	3,3	2,0	3,4	1,8	3,0	0,8	4,4	2,3
Arbeitslosenquote	4,7	4,8	10,0	10,1	7,7	7,4	13,6	13,7	18,4	18,4	8,6	8,5
Beschäftigung	-0,1	0,0	0,4	0,4	0,3	0,2	-1,4	0,2	-2,8	0,4	0,5	0,5

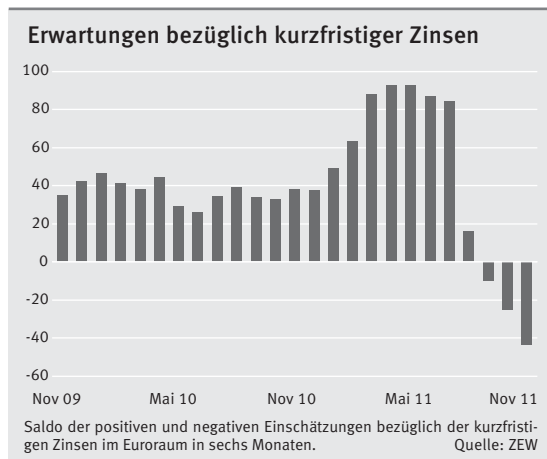
Quellen: Alle: Arbeitslosenquote und Beschäftigung: Europäische Kommission, Brüssel. EWU: Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, Essen. Österreich: Wifo, Wien. Spanien: BBVA, Bilbao. Belgien: IRES, Louvain-la-Neuve. Niederlande: ABN Amro, Amsterdam. Finnland: Nordea, Helsinki. Frankreich: BNP Paribas, Paris. Irland: ESRI, Dublin. Italien: UniCredit, Milano. Portugal: BPI, Porto. Griechenland: NBG, Athen, Verbraucherpreise: Europäische Kommission, Brüssel. GB: NIESR, London.

Stand: 18:11.11

Ergebnisse der Novemberumfrage 2011

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

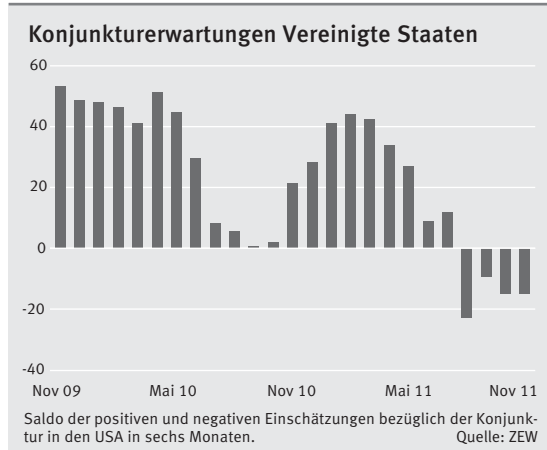
tionaler Finanzmarktdaten befragt. Die gesamten Ergebnisse der Umfrage vom 29.10.-14.11.2011 wurden im aktuellen ZEW Finanzmarktreport (Redaktionsschluss 18.11.2011) veröffentlicht.



EZB: Rückläufige Inflationserwartungen

Die Europäische Zentralbank hat bei ihrem jüngsten Zinsentscheid den Leitzins um 25 Basispunkte auf nun 1,25 v.H. gesenkt. Diese Lockerung mag überraschen, da die aktuelle Inflationsrate von 3,0 v.H. in der Eurozone die von der Europäischen Zentralbank (EZB) selbst formulierte Referenzgröße von knapp unter 2,0 v.H. deutlich übersteigt. Dass die Notenbank in der derzeitigen Krisensituation die Zinsen senkt, kann aber möglicherweise mit geringeren Inflationserwartungen für die Zukunft begründet werden: So rechnet die relative Mehrheit der vom ZEW befragten Finanzexperten damit, dass die Inflationsrate in der Eurozone auf Sicht von sechs Monaten wieder zurückgeht. So erscheint es der EZB offenbar vertretbar, mit der Lockerung der Geldpolitik die Rezession in einigen Euroländern ein Stück weit abzufedern.

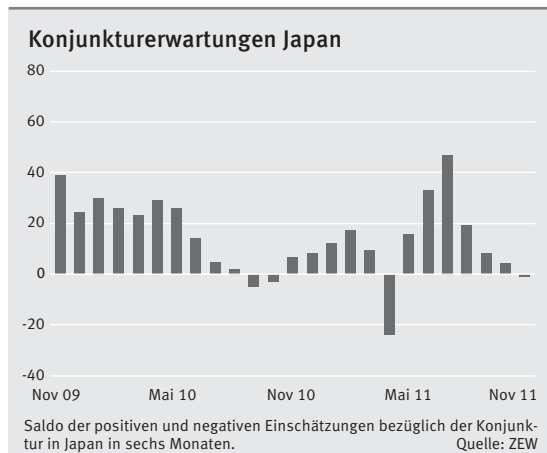
Christian D. Dick



Vereinigte Staaten: Erwartungen trotz dem Trend

Die vorlaufenden Konjunkturindikatoren für die Vereinigten Staaten deuten auf eine zunehmende Wachstumsdynamik hin. Hiervon zeugen unerwartet starke Ergebnisse bei den Auftragseingängen. In Anbetracht dieser erfreulichen Neuigkeiten haben die Konjunkturerwartungen auf Sicht von sechs Monaten in der aktuellen Umfrage dem allgemeinen Trend getrotzt. Der entsprechende Saldo notiert im November nahezu unverändert bei minus 14,9 Punkten. Im Gegensatz hierzu ist der Saldo der Erwartungen für alle anderen im Finanzmarkttest abgefragten Länder und Ländergruppen deutlich zurückgegangen. Noch deutlicher wird die gegenwärtige Sonderstellung der USA, wenn man die Entwicklung der Einschätzung der aktuellen gesamtwirtschaftlichen Lage betrachtet. Diese verbessert sich stark um 10,3 Punkte auf minus 45,0 Punkte.

Frieder Mokinski



Japan: Wolken am Horizont

Die vergangenen Monate waren von einer raschen Aufholjagd der Wirtschaft nach der schweren Erdbebenkatastrophe geprägt. Innerhalb weniger Monate konnten die Ausgangsniveaus bei der Produktion wiederhergestellt werden. Nun scheint der zusätzliche Schwung, den der Wiederaufbau mit sich gebracht hat, aufgebraucht zu sein. Bei den Lageindikatoren zeigen sich erste Bremsspuren. Unter anderem verschlechterten sich die Einzelhandelsumsätze und die Industrieproduktion deutlich. Der Saldo der Einschätzungen zur aktuellen konjunkturellen Lage verändert sich im Vergleich zum Vormonat nur unwesentlich. Stärker haben sich die Neuigkeiten der vergangenen Wochen auf die Konjunkturerwartungen ausgewirkt. In Anbetracht schwacher Auftragseingänge und eines rückläufigen Frühindikatoren-Indexes sind diese deutlich gefallen.

Frieder Mokinski

INFORMATIONSWIRTSCHAFT

Stimmungseinbruch in der IKT-Branche

Nach einem Hoch im zweiten Quartal 2011 hat sich die konjunkturelle Stimmung im Wirtschaftszweig Informationswirtschaft im dritten Quartal deutlich eingetrübt. Der ZEW Stimmungsindikator Informationswirtschaft sinkt um 13,6 Punkte auf einen Wert von 56,6 Punkten. Dies geht maßgeblich auf einen Einbruch der Stimmung in der IKT-Branche zurück. Der Indikator für diese Branche fällt um 25 Punkte.

Dem Branchenreport Informationswirtschaft liegt die neu konzipierte Umfrage bei Unternehmen der Informationswirtschaft zugrunde. Hierzu zählen die Unternehmen der IKT-Branche mit ihren Teilbranchen IKT-Hardware und IKT-Dienstleistungen, der Medienbranche sowie die wissensintensiven Dienstleistungsunternehmen (Rechts- und Steuerberatungen, Wirtschaftsprüfer, Unternehmensberatungen, Architektur- und Ingenieurbüros, Unternehmen der Forschung und Entwicklung sowie Werbe- und Marktforschungsunternehmen).

Im gesamten Wirtschaftszweig Informationswirtschaft sinkt der Indikator für die Geschäftslage im Vergleich zum Vorquartal um 18 Punkte auf 52,5 Punkte. Ein Wert knapp über 50 Punkten spiegelt eine insgesamt nahezu stagnierende Umsatz- und Nachfragesituation wider. Der Indikator für die Geschäftserwartungen deutet mit einem Wert von 61 Punkten auf eine leicht optimistischere Einschätzung für das nächste Quartal hin. Jedoch ist auch bei ihm mit einem Rückgang von 9,1 Punkten eine Eintrübung der Wachstumserwar-

tungen gegenüber dem Vorquartal zu verzeichnen.

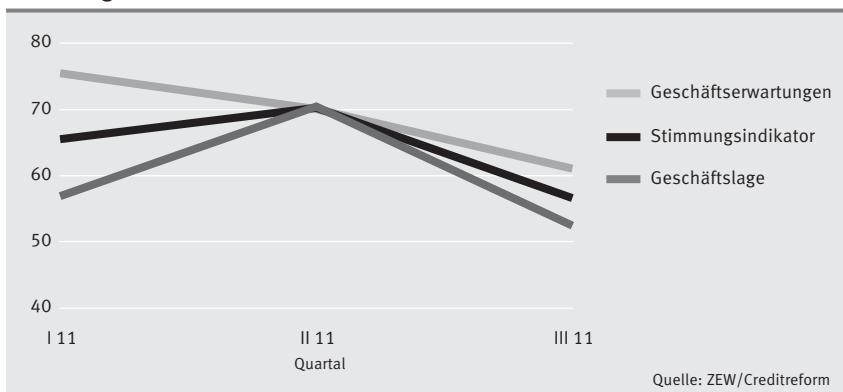
Eintrübung der Stimmung trifft Branchen unterschiedlich

In der IKT-Branche ist mit dem Rückgang des Stimmungsindikators von 75,3 auf 50,3 Punkte ein massiver Einbruch der optimistischen Stimmung zu beobachten. Der Indikator der Geschäftslage fällt von 74 auf 43,3 Punkte. Der Indikator der Geschäftserwartungen sinkt ebenfalls um 18,2 Punkte, liegt aber mit 58,4 Punkten noch deutlich oberhalb der Schwelle von 50 Punkten. Die IKT-Branche dürfte sich im nächsten Quartal also wieder leicht erholen.

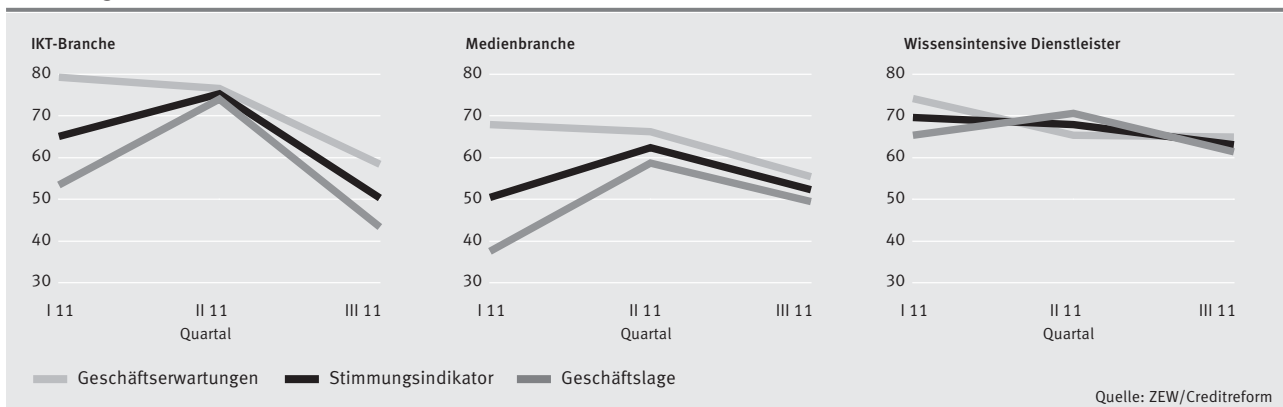
In der Medienbranche trübt sich die konjunkturelle Stimmung ebenfalls merklich ein. Allerdings fällt der Rückgang des entsprechenden Indikators mit zehn Punkten geringer aus als in der IKT-Branche. Innerhalb der Informationswirtschaft sind die wissensintensiven Dienstleister am wenigsten von der Eintrübung der Stimmung betroffen. Der Indikator für diese Branche sinkt um lediglich 4,8 Punkte auf einen Wert von 63,1 Punkten. Mit einem Indikatorwert deutlich über 50 Punkten ist die Stimmung weiterhin gut, auch wenn die wirtschaftliche Dynamik etwas abgeflaut ist.

Marianne Saam, saam@zew.de
Miruna Sarbu, sarbu@zew.de

Stimmungsindikator Informationswirtschaft



Stimmungsindikatoren der Teilbranchen



Rentenreformakzeptanz und intrinsische Arbeitsmotivation

Die in Deutschland ab dem Jahr 2012 geplante schrittweise Erhöhung des Renteneintrittsalters von 65 auf 67 Jahre scheint innerhalb der Bevölkerung wenig populär zu sein. Existierende Studien, die Determinanten von Rentenreformwiderständen untersuchen, fokussieren vor allem auf eigennutzorientierte Faktoren sowie die Bedeutung der Information der Bürger über die Probleme der Rentenversicherung. Hingegen werden Faktoren wie die Freude an Arbeit vernachlässigt. Eine aktuelle Untersuchung zeigt, dass intrinsische Motivation eine weitere relevante Determinante der Reformakzeptanz ist.

Aufgrund des demografischen Wandels stehen viele Wohlfahrtsstaaten weltweit vor der Herausforderung, ihre sozialen Sicherungssysteme nachhaltig auszugestalten und an die veränderten Rahmenbedingungen anzupassen. Dies betrifft im Besonderen Anpassungen im Bereich der staatlichen Alterssicherung. Vor allem Staaten, deren Rentensysteme auf einem umlagebasierten Verfahren beruhen, sind mit einer wachsenden Lücke aus Beitrags- und Rentenzahlungen konfrontiert. Eine Reform der Alterssicherung ist in diesem Fall unausweichlich.

Jedoch stoßen Reformbemühungen von Regierungen häufig auf erhebliche Widerstände in der Bevölkerung. Bereits die Reformen des deutschen Arbeitsmarktes waren von großen Protesten begleitet. Gleiches gilt für die Reform des bestehenden umlagefinanzierten Rentensystems. Repräsentative Umfragen hierzu belegen, dass ein Großteil der Bevölkerung den Status quo bevorzugt oder Maßnahmen befürwortet, die auf eine Verfestigung des bestehenden Systems abzielen. Konfrontiert mit verschiedenen Reformalternativen stimmt eine Mehrheit der Befragten für eine Erhöhung der Rentenbeiträge. Die Alternativen einer Rentenkürzung oder einer Anhebung des Renteneintrittsalters werden hingegen weniger häufig gewählt (siehe dazu die Abbildung). Dies widerspricht einer sinnvollen Anpassung an die sich verändernde Altersstruktur der Bevölkerung. Mit der vom Gesetzgeber in Deutschland beschlossenen schrittweisen Anhebung des Renteneintrittsalters ab 2012 soll eigentlich eine deutliche Erhöhung der Beitragssätze zur

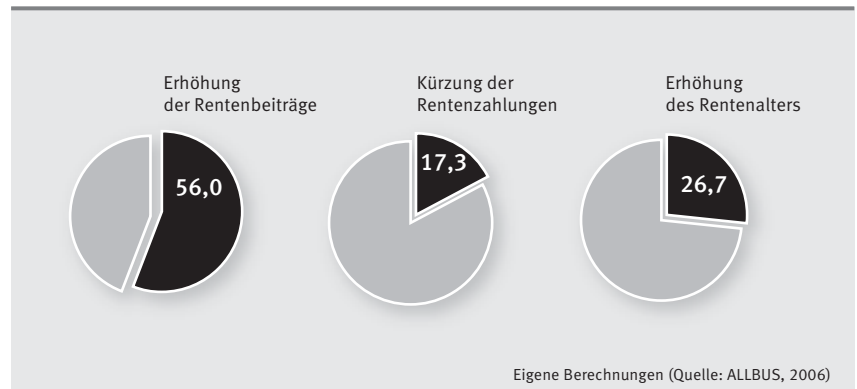
gesetzlichen Rentenversicherung und damit ein weiterer Anstieg der Arbeitskosten vermieden werden.

Determinanten der Rentenreformakzeptanz

Darüber hinaus wird mit dieser Reform die Erwerbsbeteiligung älterer Menschen erhöht, was im Zuge des demografischen Wandels wünschenswert ist. Eine Untersuchung derjenigen Faktoren, die die Zustimmung zu dieser Reform-

auf Basis ihres individuellen Kosten-Nutzen-Kalküls. Beispielsweise zeigen Studien, dass Frauen (aufgrund ihrer höheren Lebenserwartung im Vergleich zu Männern), ältere Menschen (aufgrund der geringeren Lebenserwartung im Vergleich zu jungen) sowie Personen mit niedrigem Einkommen (aufgrund des Umverteilungscharakters eines umlagefinanzierten Rentensystems) relative Gewinner des Status quo in der gesetzlichen Rentenversicherung sind. Folgerichtig sollte von diesen Personengruppen sowohl eine Rentenkürzung als auch eine Anhebung des Renteneintrittsalters mehrheitlich abgelehnt werden. Darüber hinaus ist die (politische) Information der Bürger von Bedeutung. In verschiedenen Untersuchungen wird nachgewiesen, dass besser informierte Wähler generell eine höhere Reformakzeptanz aufweisen

Zustimmung zu Rentenreformalternativen in v.H. der Befragten



option treiben, ist somit von gesamtwirtschaftlicher Bedeutung. Im Mittelpunkt der Analyse steht dabei die individuelle Präferenz für eine Anhebung des Renteneintrittsalters im Vergleich zu den Reformalternativen einer Erhöhung der Beiträge oder einer Kürzung der Rentenzahlungen.

Traditionelle Untersuchungen bezüglich der Determinanten der Rentenreformakzeptanz belegen die Bedeutung eigennutzorientierter Faktoren. Demnach bewerten Individuen verschiedene Reformalternativen vorwiegend

(siehe beispielsweise Boeri et al. 2002). Dies ist vermutlich darauf zurückzuführen, dass diese Personen besser über die (tatsächlichen) Kosten des gegenwärtigen Systems und damit über den Reformbedarf informiert sind.

Bedeutung intrinsischer Arbeitsmotivation

Ein in diesem Zusammenhang bisher jedoch vernachlässigter Faktor ist die intrinsische Arbeitsmotivation. Unter intrinsischer Motivation werden die

„inneren“ Antriebsfaktoren eines Individuums zusammengefasst. Entsprechend der Definition von Deci (1971) ist eine Person intrinsisch motiviert, wenn sie eine Tätigkeit unternimmt, ohne dafür eine besondere Gegenleistung – außer der Tätigkeit selbst – zu erhalten. Der Freude an der Durchführung bestimmter Arbeiten kommt demnach bei intrinsisch motivierten Personen eine besondere Bedeutung zu. Dies steht im Gegensatz zu extrinsischen Motivatoren, wie eine bessere Bezahlung oder die Anerkennung der Leistung durch Vorgesetzte. Mit Blick auf die Determinanten der Rentenreformakzeptanz stellt sich somit die Frage, ob intrinsische Arbeitsmotivation eine weitere Determinante der Rentenreformakzeptanz ist.

Dies wird im Modellkontext einer optimalen Arbeits-/Rentenentscheidung untersucht („job separation decision“). Im Kontext der Verrentungsentscheidung wird der Nutzen aus einer weiteren Erwerbstätigkeit dem Nutzen aus der Verrentung gegenübergestellt. Entscheidend für diesen Nutzenvergleich ist das Zusammenspiel aus mehr Freizeit einerseits und geringerem (Renten-)Einkommen andererseits. An diesem Punkt setzen die Überlegungen bezüglich der Bedeutung intrinsischer Motivation an. Individuen, die über eine geringe intrinsische Motivation verfügen, sollten Arbeit vermehrt als Last wahrnehmen. Dies steigert die Attraktivität der Alternative „Verrentung“ und befördert die Präferenz für einen früheren Renteneintritt. Demgegenüber nehmen intrinsisch motivierte Menschen Arbeit *ceteris paribus* eher als Bereicherung wahr. Dies sollte sich in einer größeren Präferenz für eine Erhöhung des Renteneintrittsalters im Vergleich zu verbleibenden Alternativen niederschlagen.

Ergebnisse multinomialer Regressionsanalysen

Dieses theoretische Kalkül wird mit Daten der Allgemeinen Bevölkerungsumfrage der Sozialwissenschaften (ALLBUS) aus dem Jahr 2006 untersucht. Neben Informationen zu verschiedenen sozioökonomischen Merkmalen der Befragten enthält ALLBUS Daten zu allgemeinen Einstellungen (zum Beispiel Arbeitsethik) und Einschätzungen zu ver-

schiedenen Reformen. Bezüglich der vorzunehmenden Reform des Rentensystems wurden die Individuen mit drei unterschiedlichen Reformalternativen konfrontiert: einer Erhöhung der Rentenbeiträge, einer Senkung der Rentenzahlung oder einer Erhöhung des gesetzlichen Renteneintrittsalters. Diese konkrete Gegenüberstellung verschiedener Reformvorschläge ermöglicht somit eine umfassende Untersuchung darüber, welche individuellen Merkmale der Befragten deren Zustimmung zu diesen drei Reformalternativen treiben. In den durchgeführten multinomialen Regressionsanalysen werden die sozioökonomischen Merkmale der Befragten, ihre Beschäftigungssituation sowie ihre politische Informiertheit berücksichtigt. Die Ergebnisse untermauern den zuvor erläuterten Einfluss eigennutzenorientierter Faktoren sowie die Bedeutung von Information. Befragte, die aktiv im Berufsleben stehen, votieren weniger häufig für eine Anhebung des Rentenalters als diejenigen, die bereits in Rente sind. Gleiches gilt für Befragte mit gesundheitlichen Problemen. Demgegenüber bevorzugen Befragte, die sich als politisch informiert einschätzen, eine Erhöhung des Rentenalters gegenüber den verbleibenden Alternativen.

Neben den bisher dargestellten Kriterien fokussiert die hier vorgestellte Studie vor allem auf die Bedeutung intrinsischer Arbeitsmotivation für die Rentenreformakzeptanz. Um hierauf Rückschlüsse zu ziehen, wird für die Untersuchung die Zustimmung zu der Aussage „auch dann arbeiten zu wollen, wenn man auf die entsprechende Entlohnung nicht angewiesen ist“ verwendet. Die Bereitschaft gegebenenfalls „härter zu arbeiten, um das eigene Unternehmen zu unterstützen“ wird ebenfalls zur Messung intrinsischer Motivation herangezogen. Insgesamt befürworten nahezu zwei Drittel der Befragten die erste Aussage, wohingegen nur ein Drittel der Individuen angibt, gegebenenfalls härter zu arbeiten. Die Ergebnisse der ökonometrischen Untersuchungen belegen die theoretischen Überlegungen zum Einfluss intrinsischer Motivation: Intrinsisch motivierte Individuen präferieren eine Erhöhung des Renteneintrittsalters gegenüber den beiden

verbleibenden Alternativen. Dies wird sowohl durch Probit-Schätzungen als auch anhand multinomialer Logit-Schätzungen gezeigt. Eine ausführliche Darstellung der Schätzergebnisse ist in einem aktuellen ZEW Diskussionspapier von Heinemann et al. (2011) zu finden.

Robustheitsanalyse, Zusammenfassung und Ausblick

Um sicherzustellen, dass der Einfluss intrinsischer Motivation nicht von anderen Faktoren abhängt, werden die Hauptergebnisse verschiedenen Robustheitstests unterzogen. Beispielsweise könnte die intrinsische Motivation der Befragten durch die Art der ausgeübten Tätigkeit beeinflusst werden. Jedoch offenbaren dahingehende Untersuchungen keinen solchen Effekt: Weder die Zustimmung zu der Aussage „schwere körperliche Arbeit zu leisten“ noch eine Klassifizierung der Befragten in ein Arbeiter/Angestellten-Schema vermindert den Einfluss intrinsischer Motivation auf die Reformpräferenzen. Des Weiteren sind die Ergebnisse robust bezüglich einer Anpassung der bisher verwendeten Kontrollvariablen wie einer detaillierteren Altersklassifizierung.

Dies unterstreicht die Bedeutung der aufgezeigten Ergebnisse. Intrinsische Arbeitsmotivation ist demnach eine wesentliche Determinante zur Erklärung von Reformwiderständen und hat einen Einfluss auf die Bildung wirtschaftspolitischer Präferenzen. Damit einhergehend ergeben sich wesentliche Implikationen zur Reformfähigkeit: Gesellschaften, in denen Arbeit vorwiegend als Last wahrgenommen wird, stehen somit vor größeren Schwierigkeiten den Herausforderungen des demografischen Wandels gerecht zu werden als Gesellschaften mit einer hohen Arbeitsethik.

Tanja Hennighausen, hennighausen@zew.de
 Marc-Daniel Moessinger, moessinger@zew.de

Literatur:

- Boeri, Tito, Axel Börsch-Supan and Guido Tabellini (2002): Pension Reforms and the Opinions of European Citizens, *American Economic Review* 92 (2), 396-401.
 Deci, Edward L. (1971): Effects of Externally Mediated Rewards on Intrinsic Motivation, *Journal of Personality and Social Psychology* 18 (1), 105-115.
 Heinemann, Friedrich, Tanja Hennighausen und Marc-Daniel Moessinger (2011): Intrinsic Work Motivation and Pension Reform Acceptance, ZEW Discussion Paper No 11-045, Mannheim.

Strategien der Humankapitalbildung in Europa – eine Wohlfahrtsanalyse

Das Zusammenwachsen Europas bietet neue Möglichkeiten für die Bildungspolitik. Dennoch existieren bislang kaum Untersuchungen zur Frage, wie eine Europäische Strategie zur Optimierung der Investitionen in die Humankapitalbildung aussehen könnte. In einem aktuellen ZEW-Diskussionspapier zeigen Friedhelm Pfeiffer und Karsten Reuß, dass eine am Lebenszyklus orientierte Bildungspolitik dazu beitragen kann, die Wohlfahrt in Europa deutlich zu steigern.

Die Studie bezieht sich auf 29 Länder Europas, in denen insgesamt 503 Millionen Menschen leben. Im Durchschnitt wohnen in einem europäischen Land 17,3 Millionen Einwohner. Das Brutto-sozialprodukt pro Kopf der Bevölkerung beträgt 22.300 Euro. Das entspricht etwa den Werten von Griechenland. Dabei unterscheiden sich die Bildungssysteme, die Ausgaben für Bildung und die Einkommensverteilung teilweise erheblich. Zusammengefasst beträgt das Verhältnis der Einkommen im obersten zum untersten Quintil der Einkommensverteilung 6. Damit sind die Einkommen in Europa insgesamt ungleicher verteilt als beispielsweise in Deutschland, wo der Vergleichswert bei 4,1 liegt.

Modellierung der Humankapitalbildung

Mehr Bildung verbessert das Humankapital. Ein höheres Humankapital führt zu höheren Einkommen. Auf diese Weise kann die gesellschaftliche Ungleichheit verringert werden. Welche europaweiten Strategien der Humankapitalbildung sind besonders geeignet, die Einkommen zu erhöhen und/oder die Einkommensungleichheit in den einzelnen Ländern beziehungsweise in Europa zu verringern?

Als theoretische Grundlage dient das Modell der Humankapitalbildung von Pfeiffer und Reuß (2008). Dieses Modell ist einerseits durch abnehmende Grenzerträge von Bildungsinvestitionen in einer Periode gekennzeichnet. Andererseits wird der kumulative und synergetische Prozess der Bildung von kognitiven und nicht-kognitiven Kompetenzen über den Lebenszyklus mit Produktionsfunktionen abgebildet. So legen früh im

Lebenszyklus, meist im familiären Umfeld, getätigte Bildungsinvestitionen vielfach den Grundstein für den Erfolg von späteren Investitionen in Bildungseinrichtungen und im Arbeitsleben.

Das arbeitsmarktrelevante Humankapital wird im weiteren Lebensverlauf multiplikativ durch kognitive und nicht-kognitive Fähigkeiten gebildet. Die Höhe des Humankapitals bestimmt in der Schule den Schulerfolg und im Erwerbsleben den Arbeitsverdienst. Diese strategische Komplementarität von Bildungsinvestitionen über den Lebenszyklus wird von der Humankapitalforschung zunehmend bestätigt. BildungsökonomInnen fordern daher vielfach einen Ausbau der frühkindlichen Förderung (siehe dazu ausführlich Borgloh et al., 2011). Im Verlauf von Kindheit und Jugend hängt die Höhe der Bildungsinvestitionen von der sozialen, emotionalen und ökonomischen Familienumgebung sowie von Ausmaß und Qualität des Unterrichts in Bildungseinrichtungen ab. Im Erwachsenenalter (ab 18 Jahren) bestimmen die Individuen im Modell selbst über die Bildungsinvestitionen.

Bewertung alternativer Bildungspolitiken

Insgesamt wird der Lebenszyklus repräsentativ für 100.000 Individuen aus den 29 Ländern modelliert. Um das Modell an die empirischen Verhältnisse in Europa anzupassen, werden die Parameter, die das Humankapital und die individuellen Einkommen im Lebenszyklus und deren Verteilung steuern, für die einzelnen Länder mit Hilfe der PISA Daten sowie offiziell verfügbarer Statistiken zu Demographie, Bildungsausgaben, Lebensdauer und Einkom-

mensverteilungen kalibriert. Das Modell wird zur ökonomischen Analyse von Bildungspolitiken verwendet. Hierbei handelt es sich um eine von dem in der empirischen Analyse ermittelten Status quo abweichende, kontrafaktische Bildungsinvestition im Lebenszyklus.

Die Auswirkungen auf das Einkommen und seine Verteilung werden anschließend mit Hilfe einer Wohlfahrtsfunktion bewertet. Diese kann je nach gesellschaftlicher Präferenz eher das Effizienz- oder das Gleichheitsziel berücksichtigen. Beispielsweise legen angelsächsische Länder häufig mehr Wert auf Effizienz, während skandinavische Länder vielfach das Gleichheitsziel höher gewichten.

Es werden drei alternative Bildungspolitiken untersucht:

- Bildungspolitik Eins zielt auf eine Verringerung der empirischen Bildungsungleichheit unter Jugendlichen in den Ländern Europas ab. Alle Kinder (im Alter von 0 bis 17 Jahren) eines Landes, das unterhalb des europäischen PISA-Durchschnitts liegt, erhalten eine Förderung in einem Umfang, der notwendig ist, damit das Land den europäischen Durchschnitt erreicht. Nach den Berechnungen würden bei dieser Bildungspolitik Investitionen von 0,19 v.H. des jährlichen europäischen BIP benötigt. Dies entspricht einer Summe von 42,30 Euro pro Kopf der Bevölkerung der 29 Länder Europas (insgesamt etwa 21,3 Mrd. Euro).
- Bildungspolitik Zwei behandelt alle Kinder und Jugendliche gleich, unabhängig davon, aus welchem Land sie kommen. Die Unterstützung ist jeweils auf eine von drei Altersgruppen konzentriert: entweder auf die Altersgruppe „0 bis 5 Jahre“, „6 bis 11 Jahre“ oder „12 bis 17 Jahre“.
- Bildungspolitik Drei zielt dagegen auf eine Förderung von Bildungsgruppen ab, welche anhand ihrer Bildungsinvestitionen im Status quo bis zum Alter von 17 Jahren definiert

werden. Jedes Individuum wird nach dem im Status quo getätigten Bildungsinvestitionen in der Familie und der Schule einer von drei Gruppen zugeordnet: in die Gruppe mit geringen, mittleren oder hohen Investitionen. Es werden also entweder diejenigen zusätzlich gefördert, die bisher relativ wenig, mittel oder relativ viel Förderung erhalten haben. Der Umfang an zusätzlichen Bildungsinvestitionen wird für die zweite und dritte Politik so gewählt, dass sie die gleichen auf das Jahr 2011 diskontieren Kosten wie die erste Bildungspolitik verursachen, also jeweils 42,30 Euro pro Kopf der Bevölkerung der 29 Länder Europas. Damit können die Wirkungen der Bildungspolitiken untereinander verglichen werden. Um die Realität der Bildungssysteme und Arbeitsmärkte abzubilden, werden zwei konträre Szenarien simuliert. Szenario 1 behandelt alle 29 europäischen Länder als heterogen und unterstellt somit unterschiedliche, länderspezifische Arbeitsmarktbedingungen und Bildungssysteme. In Szenario 2 wird Europa als eine Einheit mit einem einheitlichen Arbeitsmarkt und einem Bildungssystem betrachtet, welches homogene Bildungskosten und -renditen hat. Da das heutige Europa weder aus völlig unabhängigen Nationalstaaten noch aus einem einzigen Staat besteht, liegt die Realität eher zwischen den beiden extremen Szenarien. Die Tabelle stellt die Ergebnisse für das erste Szenario für die Auswir-

kungen auf das Wachstum des BIP (Ziel: Steigerung des BIP, 2. Spalte in der Tabelle) und der Wohlfahrt für den Fall einer relativ hohen Ungleichheitsaversion (Wohlfahrtsziel: 3. Spalte in der Tabelle) dar. Zielt eine Gesellschaft ausschließlich darauf, das Wachstum zu erhöhen, ohne die gesellschaftliche Ungleichheit zu bewerten, so empfiehlt es sich, die frühe Förderung für alle Kinder bis zu einem Alter von 5 Jahren auszubauen, unabhängig davon, ob sie benachteiligt sind oder nicht.

Erst an zweiter Stelle steht die im Rahmen von Bildungspolitik drei initiierte zusätzliche Förderung der Jugendlichen, die im Hinblick auf die Bildungsinvestitionen im Status quo benachteiligt sind. Die geringsten Wachstumsimpulse resultieren aus der Förderung von Individuen der Altersgruppe zwischen 12 und 17 Jahren, also aus dem Ausbau der sekundären Bildung im Rahmen von Bildungspolitik Zwei, gefolgt von einer Eliteförderung. Die Erhöhung der Bildungsausgaben in Ländern mit unterdurchschnittlichen PISA-Ergebnissen kann zwar ebenfalls Einkommenssteigerungen bewirken, sie wird jedoch immer von mindestens einer Variante der Politikalternativen Zwei und Drei dominiert.

Liegt das gesellschaftliche Ziel nicht nur in der Steigerung der Gesamteinkommen, sondern zudem in der Reduktion der Ungleichheit, ergeben sich zum Teil andere Ergebnisse. Wie die Wohlfahrtsanalyse zeigt, führen zusätz-

liche Bildungsinvestitionen in die Gruppe der im Status quo gering geförderten Individuen (Bildungspolitik Drei) zur höchsten Wohlfahrtssteigerung. Je mehr Bedeutung somit eine Gesellschaft der Gleichheit der Lebenseinkommen bemisst, desto mehr zusätzliche Investitionen sollten in im Status quo benachteiligte Kinder und Jugendliche fließen. Im Szenario mit heterogenen Bildungs- und Arbeitsmärkten zeigt sich, dass in einem einheitlichen Europa zusätzliche Chancen bestehen, die Bildungs- und Lohnungleichheiten durch Bildungspolitik zu reduzieren. Gleichzeitig könnte bei einer Fehlallokation von Bildungsinvestitionen die Ungleichheit jedoch ebenso stärker zunehmen.

Fazit

Die Forschungsergebnisse zeigen in der Summe, dass die Bildungspolitik noch viel Potenzial zur Verbesserung der Wohlfahrt in Europa hat. Eine gezielte individuelle Förderung scheint einer Förderung nach einem länderspezifischen Kriterium aus Wohlfahrtsbetrachtungen überlegen zu sein. Eine weitere Förderung der sekundären Ausbildung oder der Individuen, die im Status quo bereits relativ hohe Bildungsinvestitionen erhalten (Eliteförderung), kann beim Stand des Ausbaus der Bildungseinrichtungen weder aus Effizienz- noch aus Gleichheitsgründen empfohlen werden. Steht das Effizienzziel im Vordergrund, sollte die frühkindliche Förderung für alle Kinder unabhängig von deren familiärem Hintergrund ausgebaut werden. Je mehr Gewicht dem Gleichheitsziel beigemessen wird, desto eher sollten zusätzliche Bildungsinvestitionen zu den Kindern und Jugendlichen fließen, die hinsichtlich ihres emotionalen, ökonomischen und sozialen Familienhintergrunds von früher Kindheit an benachteiligt sind.

Friedhelm Pfeiffer, pfeiffer@zew.de
Karsten Reuß, reuss@zew.de

Literatur:

Borgloh, Sarah, Friedrich Heinemann, Alexander Kalb, Friedhelm Pfeiffer, Karsten Reuß und Berthold U. Wigger (2011): Staatliche Anreize für private Bildungsinvestitionen, ZEW Wirtschaftsanalysen, Bd. 99, Baden-Baden.
Pfeiffer, Friedhelm und Karsten Reuß (2008): Age-Dependent Skill Formation and Returns to Education, *Labour Economics*, 15 (4), 631-646.
Pfeiffer, Friedhelm und Karsten Reuß (2011): Human Capital Investment Strategies in Europe, ZEW Discussion Paper No. 11-033, Mannheim.

Tabelle: Kosten und Erträge unterschiedlicher Strategien in Szenario 1

Bildungspolitik	Langfristig realisierte jährliche Steigerung des pro Kopf BIP in Europa	Zunahme der Wohlfahrt bei relativ hoher Ungleichheitsaversion
Bildungspolitik Eins: Förderung nach Ländern	+ 1,45 v.H.	+ 4,38 v.H.
Politik Zwei, 0 bis 5-Jährige	+ 1,73 v.H.	+ 5,57 v.H.
Politik Zwei, 6 bis 11-Jährige	+ 1,19 v.H.	+ 3,83 v.H.
Politik Zwei, 12 bis 17-Jährige	+ 0,41 v.H.	+ 1,54 v.H.
Politik Drei, niedriges Bildungsniveau	+ 1,67 v.H.	+ 10,65 v.H.
Politik Drei, mittleres Bildungsniveau	+ 0,90 v.H.	+ 0,54 v.H.
Politik Drei, hohes Bildungsniveau	+ 0,58 v.H.	- 0,94 v.H.

Quelle: Eigene Berechnungen

Auswirkungen der Finanzmarktintegration auf Investmentfondsgebühren in der EU

Eine aktuelle ZEW-Studie geht der Frage nach, ob die europäische Finanzmarktintegration im Bereich der Fondsindustrie zu Vorteilen für Privatanleger und institutionelle Investoren geführt hat. Dabei werden mögliche Determinanten der Fondsgebühren und die Auswirkungen der Domizilierungsentscheidung der Fondsgesellschaft untersucht. Die Ergebnisse zeigen, dass die Integration zu positiven Wohlfahrtseffekten geführt hat, indem sie die Konzentration von Spezialisten im Cluster ermöglicht und Skaleneffekte bewirkt.

Ende 2006 investierten Investoren weltweit in mehr als 65.000 verschiedene Investmentfonds, um so, im Vergleich zu Direktinvestitionen, ihre Finanzmittel in liquiden und diversifizierten Anlagen zu relativ geringen Kosten anzulegen. Investoren müssen generell eine Fondsgebühr bezahlen, die als Preis unter anderem für die Fondsaufgabe, das Portfoliomanagement, die Wertpapieraufbewahrung und den Vertrieb erhoben wird. Höhere Gebühren bedeuten für den Investor grundsätzlich eine geringere Investitionsrendite. Es zeigt sich zudem, dass keine Beziehung zwischen hohen Fondsgebühren und guter Performance besteht (Gil-Bazo und Ruiz-Verdu, 2009). Allerdings führen höhere Fondsgebühren gleichzeitig zu höheren Gewinnen auf Seiten der Fondsgesellschaft, sodass sich ein Spannungsfeld zwischen den Marktakteuren ergibt. Begünstigt durch rechtliche Harmonisierungen in der europäischen Finanzindustrie hat sich der Wettbewerb zwischen den Fondsgesellschaften in den letzten Jahren weiter erhöht. Dies entspricht der Ausgangsidee zahlreicher Reformschritte der Europäischen Kommission zur Steigerung der Markteffizienz im europäischen Fondssektor. Folglich sollen Kostenvorteile durch einen freien Dienstleistungsverkehr in einem vereinheitlichten europäischen Binnenmarkt für Investoren zustande kommen.

Standortwettbewerb um günstige Rahmenbedingungen

In der EU intensivierte sich der Standortwettbewerb insbesondere mit der Einführung eines „Europa-Passes“ für Investmentfonds, die in gesetzlich defi-

nierte Vermögensklassen investieren und dabei der sogenannten OGAW-Richtlinie (Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren) entsprechen. Dieser Pass ermöglicht es, einen Fonds in einem EU-Land zu registrieren und in jedem anderen Mitgliedsland ohne weitere langwierige Genehmigungsverfahren zu vertreiben. So reicht es ebenso für Fondsgesellschaften mit einem Sitz außerhalb der EU aus, von einem gewählten EU-Standort alle Mitgliedsstaaten zu bedienen. Mit einem Anteil von 79 v.H., gemessen am Anlagevolumen dominieren OGAW-Fonds in der EU. Die Anlagesumme in OGAW-Fonds übersteigt einen Wert von fünf Billionen Euro, was in etwa der Hälfte des BIP der EU entspricht. Eine Untersuchung basierend auf Umfrageergebnissen zum OGAW-Rechtsrahmen zeigt, dass die Entscheidung über das Fondsdomizil in erster Linie nicht mehr durch traditionelle Kostenfaktoren wie Registrierungsgebühren und Steuerlast, sondern vielmehr durch die Spezialisierung der Arbeitskräfte und ein flexibles Genehmigungsverfahren am Finanzplatz bestimmt ist. Um von Skaleneffekten zu profitieren, konzentrieren Fondsgesellschaften daher ihre Domizilierungstätigkeit an einzelnen Standorten. Beispielsweise haben Irland und insbesondere Luxemburg durch ein günstiges regulatorisches Umfeld und eine schnelle Umsetzung der OGAW-Richtlinie stark profitiert und sich zu einem globalen Finanzzentrum der Fondsindustrie entwickelt. Die besondere Rolle dieser Länder zeigt sich etwa beim Vergleich der Relation zwischen dem insgesamt aufgelegten Fondsvolumen in einem Land und dem nationalen BIP. Das aufgelegte Fondsvolumen in

Luxemburg entspricht 485 v.H. und in Irland 438 v.H. des nationalen BIP in 2009. Alle anderen europäischen Länder weisen wesentlich geringere Quoten auf, wie beispielsweise in Frankreich (82 v.H.) und Deutschland (57 v.H.). Es zeigt sich ebenso, dass Fonds aus Luxemburg und Irland in wesentlich mehr Ländern vertrieben werden (durchschnittlich elf und acht Länder), die dabei häufig außerhalb Europas liegen. Die Tabelle gibt einen Überblick über die geographische Verteilung der Investmentfonds und ihre Herkunft.

Die Länder, in denen die meisten Fonds im Betrachtungszeitraum domiziliert wurden, sind Luxemburg (2.934) und die Vereinigten Staaten (1.984). Eine Unterscheidung zwischen Fonds, die einer ausländischen oder einer inländischen Muttergesellschaft zugeordnet werden können, zeigt ebenso die starken Aktivitäten von ausländischen Gesellschaften in Luxemburg und Irland. Bisherige Studien deuten darauf hin, dass Größenvorteile im Fondsvolumen Kostenvorteile bewirken können (beispielsweise Chen et al., 2004). Jedoch stellt sich die Frage, inwieweit Fonds-Investoren durch eine Marktkonzentration profitieren, außer dass sich die Anzahl ihrer Anlagemöglichkeiten erhöht.

Fondstypen unterscheiden sich hinsichtlich der Gebührenstruktur

Daher werden die Determinanten der Fondsgebühren mit einem Fokus auf dem Domizil, also dem Land der Auflage, untersucht. Der Fokus liegt dabei auf dem Fondsdomizil, da Marktintegration zu mehr Wettbewerb unter den Gesellschaften führt und ihnen erlauben sollte, ihre Aktivitäten in spezialisierten Zentren zu konzentrieren. Beides sollte die Kosten der Gründung und des Betriebes eines Fonds reduzieren. Der Datensatz basiert auf der Morningstar-Datenbank und beinhaltet offene Investmentfonds verschiedener Fondstypen. Die unter-

suchte Stichprobe umfasst 11.735 Investmentfonds aus 22 Ländern. Dies entspricht einem Anteil von 80 v.H. des Fondsvolumens und 75 v.H. aller Fonds, die weltweit zwischen 1997 und Ende 2006 aufgelegt wurden. Verzerrungen aufgrund der Finanzmarktkrise sind damit ausgeschlossen. Die Untersuchung konzentriert sich auf die jährlichen Fondsgebühren. Hierfür wird ein Regressionsmodell geschätzt, das die Effekte von fonds-, unternehmens- und länderspezifischen Charakteristika auf die Fondsgebühren identifiziert. Es zeigt sich, dass erhebliche Unterschiede in der Höhe der Fondsgebühren zwischen den einzelnen Ländern und Fondstypen bestehen. Beispielsweise sind Aktienfonds am teuersten und Geldmarktfonds am günstigsten. Auf der anderen Seite sind institutionelle Fonds für Unternehmen günstiger.

Die Regressionsergebnisse zeigen, dass Investoren von einer Konzentration der Fondsindustrie profitieren. Denn es

besteht eine Beziehung zwischen der Marktgröße und der Höhe der Fondsgebühr aufgrund von Skalen- und Verbundeffekten. So ist die Gesamtkostenquote eines Fonds zum einen umso geringer, desto größer das im Fonds investierte Anlagevolumen ist. Zum anderen zeigt sich, dass mit der Größe der Fondsgesellschaft (gemessen am verwalteten Anlagevolumen aller begebenen Fonds) ebenso die Fondsgebühr sinkt. Diesen Vorteilen stehen aber ebenso Nachteile gegenüber. Fonds, die die OGAW-Richtlinie erfüllen, sind für den Investor grundsätzlich teurer. Zusätzlich erhöht sich die Fondsgebühr mit der Anzahl an bestehenden Vertriebsländern, da zusätzliche Vertriebspartner und Genehmigungen benötigt werden. So erhöht sich die Gesamtkostenquote beim Verkauf eines Fonds in sieben statt nur in einem Land um fast 30 Basispunkte. Aus den Resultaten kann aber nicht zwangsläufig geschlossen werden, dass Investoren niedrigere Gebühren für

Fonds aus Luxemburg und Irland im Vergleich zu Fonds aus den anderen Ländern zahlen müssen. Eine Erklärung hierfür könnte zudem in der Bevorzugung dieser Standorte liegen, da insbesondere für margenstarke Fonds eine schnelle Auflage bevorzugt wird. Dies ist in beiden Ländern der Fall. Für Luxemburg lassen sich Vorteile beim grenzüberschreitenden Vertrieb quantifizieren. So reduziert sich der Preis eines in Luxemburg domizilierten Fonds, der in sieben Länder vertrieben wird, um 24 Basispunkte gegenüber einem Fonds, der in einem anderen Land in gleich viele Länder vertrieben wird.

Wettbewerbszunahme durch erweiterte EU-Richtlinien

Die Ergebnisse sind insbesondere im Hinblick auf die aktuelle Umsetzung der erweiterten OGAW-Richtlinie interessant. Denn mit diesem weiteren Schritt der EU-Marktintegration können Fondsgesellschaften einen OGAW-Fonds in einem anderen Mitgliedstaat domizilieren, ohne das bisher notwendige lokale „Substanz-Kriterium“ an die Infrastruktur erfüllen zu müssen. So ist es rechtlich nicht mehr notwendig, eine Tochtergesellschaft im Land der Domizilierung zu unterhalten. Clustervorteile könnten aber weiterhin ein Bleiben von Fondsgesellschaften in spezialisierten Finanzzentren bewirken. Auf jeden Fall wird dieser Integrationsschritt zu weiteren Entscheidungsmöglichkeiten für Fondsgesellschaften führen, ihr Geschäftsmodell geographisch zu optimieren. Dies betrifft nicht nur neue Fonds, sondern ebenfalls die Festlegung auf einen Standort, wenn bestehende Fonds unterschiedlicher Domizilierung zusammengelegt werden sollen. Möglicherweise könnte sich dies schlussendlich weiter positiv für Investoren im Sinne von sinkenden Fondskosten auswirken.

Gunnar Lang, lang@zew.de

Literatur:

Chen, Joseph, Harrison Hong, Ming Huang und Jeffrey Kubik (2004): Does fund size erode mutual fund performance? Liquidity and organization, *American Economic Review*, 94 (5), 1276-1302.

Gil-Bazo, Javier und Pablo Ruiz-Verdu (2009): The Relation between Price and Performance in the Mutual Fund Industry, *Journal of Finance*, 64 (5), 2153-2183.

Lang, Gunnar und Matthias Köhler (2011): How Does the Domiciliation Decision Affect Mutual Fund Fees?, erscheint als ZEW-Discussion Paper.

Tabelle: Verteilung der Fondsdomizilierungen zwischen 1997 und 2006

	Anzahl an Fonds	davon domiziliert durch ausländische (Mutter-)Gesellschaft	davon domiziliert durch inländische Gesellschaft
Österreich	542	74	468
Belgien	318	6	312
Schweiz	193	62	131
Deutschland	529	46	483
Spanien	1.580	171	1.409
Finnland	32	0	32
Frankreich	1.454	386	1.068
Vereinigtes Königreich	690	212	478
Irland	325	321	4
Indien	376	149	227
Italien	12	0	12
Luxemburg	2.934	2.911	23
Mexiko	59	25	34
Malaysia	65	27	38
Niederlande	107	0	107
Norwegen	19	0	19
Portugal	45	8	37
Schweden	12	2	10
Singapur	127	51	76
Thailand	141	29	112
Taiwan	191	78	113
Vereinigte Staaten	1.984	193	1.791
Gesamt	11.735	4.751	6.984

Quelle: Eigene Berechnungen

Die Reform des Europäischen Stabilitäts- und Wachstumspaktes

Die fiskalpolitischen Handlungsspielräume eines Mitgliedlandes der EWU sind grundsätzlich durch den Stabilitäts- und Wachstumspakt eingeschränkt, der so für finanzpolitische Stabilität im Euroraum sorgen soll. Aufgrund der aktuellen Schuldenkrise hat das Europäische Parlament eine Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes verabschiedet, die die Schwächen der bisherigen Vereinbarung beseitigen soll.

Bestehende Regelungen wie die Begrenzung der jährlichen Neuverschuldung auf 3 v.H. des Bruttoinlandsprodukts (BIP) und die Festlegung der Obergrenze von 60 v.H. des BIP hinsichtlich der Gesamtverschuldung sowie Sanktionsmaßnahmen im Falle eines Überschreitens dieser Schwellenwerte wurden ursprünglich als ausreichend erachtet, um die finanzpolitische Stabilität in der Europäischen Währungsunion zu gewährleisten. Die Vergangenheit hat eindringlich gezeigt, dass die bestehenden Sanktionsmöglichkeiten aufgrund politischer Rücksichtnahme und aus politischem Kalkül nicht in der Lage waren, die Schuldenkrise in Europa zu verhindern.

Die Ende September 2011 verabschiedete Reform des Stabilitäts- und Wachstumspaktes dient dem Zweck, künftig eine Schuldenkrise, vergleichbar der aktuellen, zu vermeiden. Im Folgenden werden die Maßnahmen kurz dargestellt. Ein wesentlicher Aspekt betrifft eine bessere Überwachung der Haushaltsdisziplin der Mitgliedsstaaten. Wichtig sind dabei die Verpflichtung zur Festsetzung eines mittelfristigen Haushaltsziels sowie die umfassende Berichterstattung über haushaltsrelevante Zahlen. Damit soll das Risiko von Manipulationen eingedämmt werden. So müssen etwa regelmäßig Angaben

zum geplanten Wachstumspfad und – daraus abgeleitet – zur Entwicklung der Staatsausgaben gemacht werden. Das Ausgabenwachstum des Staates muss dabei unterhalb des mittelfristigen Potenzialwachstums liegen. Eine Abweichung vom mittelfristig geplanten Ziel kann eine Verwarnung der Europäischen Kommission zur Folge haben. Die Kommission kann dann, selbst wenn noch kein Überschreiten der Defizitgrenzen in einem Land zu beobachten ist, bereits zu einem frühen Zeitpunkt Maßnahmen ergreifen. So besteht etwa eine Sanktionsmöglichkeit in der Einforderung einer Einlage in Höhe von 0,2 v.H. des Vorjahres-BIP. Werden von der Kommission vorgeschlagene korrektive Maßnahmen nicht umgesetzt, kann die Einlage in eine Geldbuße umgewandelt werden.

Sanktionsmöglichkeiten

Die Möglichkeiten zur Bestrafung bei Überschreiten der Defizitgrenzen wurden ebenfalls verschärft. Bisher wurde ein langwieriges mehrstufiges Verfahren nur eingeleitet, wenn die 3 v.H. Grenze übersprungen wurde, nicht jedoch bei der 60 v.H. Verschuldungsgrenze. Dies wurde nun dahingehend geändert, dass beide Ereignisse gleichberechtigt behandelt werden. Ein zu hoher Schuldenstand muss nun innerhalb von drei

Jahren jährlich um ein Zwanzigstel des über dem Schwellenwert liegenden Betrages abgebaut werden, um Sanktionen zu vermeiden. Ähnlich der zuvor beschriebenen Sanktion kann eine unverzinsliche Einlage vom betroffenen Staat in Höhe von 0,2 v.H. des Vorjahres-BIP verlangt werden. Neu ist zudem, dass die Sanktionen durch die Kommission festgestellt werden und keine explizite Zustimmung des Rates benötigen. Dieser kann lediglich mit einer qualifizierten Mehrheit das Verfahren stoppen. Allerdings muss zuvor der Rat das Fehlverhalten eines Landes mit qualifizierter Mehrheit feststellen. Insgesamt wird damit die politische Dimension der Sanktionierung eingeschränkt.

Die letzte Neuerung ist auf die Vermeidung makroökonomischer Ungleichgewichte ausgerichtet. Anhand eines Vergleichs verschiedener makroökonomischer Kennzahlen wie etwa der privaten und öffentlichen Verschuldung oder der Produktivität mit zuvor definierten Schwellenwerten wird so beispielsweise analysiert, ob ein Land sich in Richtung eines Ungleichgewichts bewegt oder eine erhebliche Schwächung seiner Wettbewerbsfähigkeit besteht. Gegebenenfalls kann der Rat Empfehlungen aussprechen, welche Korrekturmaßnahmen erforderlich sind, um die Funktionsfähigkeit des Währungsraumes nicht zu gefährden. Anzumerken ist, dass weitergehende Änderungen im Rahmen des Treffens des Europäischen Rates am 9. Dezember 2011 beschlossen werden könnten.

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, 2011