

## Auf einen Blick

- Das globale Wirtschaftswachstum wird in diesem Jahr erneut stark sein und im kommenden Jahr an Tempo gewinnen. In den USA und auch in den meisten Schwellenländern gewinnt die Konjunktur an Fahrt. Im Euroraum dürfte es, bei weiterhin verlangsamter fiskalischer Konsolidierung, zu einer verhaltenen Erholung kommen. Anregend wirken auch der niedrigere Ölpreis und die Abwertung des Euro. Das Wachstum im Euroraum außerhalb Deutschlands beträgt im Jahr 2015 1,1 % (2016: 1,9 %). Die Arbeitslosigkeit bleibt aber weiterhin hoch mit 13,2 % im Jahr 2015 (2016: 12,2 %), und das BIP erreicht noch immer nicht sein Vorkrisenniveau von 2008.
- In Deutschland wird sich die konjunkturelle Dynamik im Prognosezeitraum verstärken. Dabei wird die Binnennachfrage für ein stabiles Wachstum sorgen. Insbesondere werden die privaten Konsumausgaben bei abermals deutlich steigenden Realeinkommen sowie der erneut positiven Arbeitsmarktentwicklung den gewichtigsten Beitrag leisten. Aber auch die Investitionen werden von zunehmender Bedeutung sein. Der Anstieg des BIP wird im Jahresdurchschnitt 2015 2,2 % betragen (2016: 2,2 %). Die Arbeitslosenquote beträgt 6,4 % (2016: 6,2 %) und die Verbraucherpreise steigen nur um 0,2 % (2016: 1,5 %).
- Oberste wirtschaftspolitische Priorität sollten alle Maßnahmen haben, die dazu beitragen, die Krise des Euroraums zu überwinden. Neben der weiterhin expansiven Geldpolitik sollte die Fiskalpolitik eine aktivere Rolle übernehmen.

## Im Aufschwung

### Prognose der wirtschaftlichen Entwicklung 2015/2016

Gustav A. Horn, Sebastian Gechert,  
Alexander Herzog-Stein, Peter Hohlfeld,  
Fabian Lindner, Ansgar Rannenberg,  
Sabine Stephan, Thomas Theobald, Silke Tober



Videostatement:  
Gustav Horn zur Konjunktur  
2015/2016

<http://youtu.be/UdIM29jPAXA>



## Inhaltsverzeichnis

Weltwirtschaft bleibt auf Wachstumskurs .....	2
USA setzen Aufschwung fort .....	2
Schafft Japan die Wende? .....	4
Leicht schwächeres Wachstum in China .....	5
Schwellenländer: Ölprieffekte gegensätzlich .....	6
Großbritannien und Polen weiter auf Wachstumskurs .....	6
Euroraum auf Erholungskurs .....	8
Monetäre Rahmenbedingungen deutlich günstiger .....	11
Deutsche Konjunktur:	
Binnennachfrage sorgt für stabiles Wachstum .....	13
Kräftige Belebung des Außenhandels .....	15
Moderater Investitionsaufschwung .....	17
Expansion der Bauinvestitionen bleibt verhalten .....	18
Privater Konsum expandiert weiterhin kräftig .....	18
Preise für Waren im Minus .....	19
Weiterhin Überschüsse bei den öffentlichen Haushalten .....	19
Arbeitsmarkt: Weitere Besserung zu erwarten .....	20
Den Aufschwung wirtschaftspolitisch gestalten .....	22
Infobox 1: Grexit .....	24
EZB: Hoffnungsträger Quantitative Lockerung .....	24
Europäische Fiskalpolitik: Klarer Strategiewechsel notwendig .....	28
Infobox 2: Effekte der Konsolidierung in Griechenland .....	29
Literatur .....	33

## Weltwirtschaft bleibt auf Wachstumskurs

Das Wachstum der Weltwirtschaft wird im laufenden Jahr ähnlich stark ausfallen wie im Jahr zuvor. Im kommenden Jahr wird die Weltwirtschaft dann an Tempo gewinnen. Dabei profitieren alle wichtigen Wirtschaftsräume vom niedrigen Niveau des Ölpreises.<sup>1</sup>

Das Wachstum in den USA zeigt sich robust und wird sich im Prognosezeitraum noch beschleunigen. Dazu tragen gleichermaßen die Konsumausgaben der privaten Haushalte und die Investitionen der Unternehmen bei, nachdem sich die seit der Finanzkrise hohen Verschuldungs-Einkommens-Relationen inzwischen spürbar verbessert haben. Japan dürfte 2015 und 2016 noch relativ schwach wachsen, während das Wachstum der Schwellenländer insgesamt an Fahrt gewinnt. Dabei sind graduell niedrigere Raten in China zu erwarten; zugleich zieht das Wachstum in Indien an. Im Euroraum wird sich die Aufwärtsbewegung im laufenden und im kommenden Jahr unter Eindruck nachlassender kontraktiver fiskalpolitischer Impulse und des positiven weltwirtschaftlichen Umfeldes beschleunigen.

### USA setzen Aufschwung fort

Die US-Wirtschaft setzte ihren Erholungskurs im vergangenen Jahr fort. Zwar lag das Wachstum im Jahresdurchschnitt nur bei 2,4 %, diese Rate spiegelt aber nicht die zugrunde liegende Konjunkturdynamik wider, sondern ist vor allem auf den witterungsbedingten Rückgang der Wirtschaftsleistung im ersten Quartal 2014 zurückzuführen. Ein unerwartet kalter Winter hatte die Produktion stark belastet (Abbildung 1). In den folgenden drei Quartalen wuchs die Wirtschaft dagegen recht kräftig. Dabei wurde das Wachstum vom privaten Konsum getragen, dessen Wachstumsbeitrag bei 1,7 Prozentpunkten lag. Der Konsum wurde vor allem durch die starke Verbesserung der Beschäftigung gestützt (Abbildung 1). Diese nahm 2014 um 2 % zu – die stärkste Zunahme seit 2010. Seit Anfang

<sup>1</sup> Ein Rückgang des Ölpreises wirkt sich vor allem über zwei Kanäle positiv auf die Weltkonjunktur insgesamt aus. Zum einen ist davon auszugehen, dass die Ausgabenneigung der privaten Haushalte, deren reales Einkommen sich durch die Ölpreissenkung erhöht, die Ausgabenneigung der Ölproduzenten übersteigt. Einzelne Volkswirtschaften mögen dabei aufgrund ihrer Exportproduktstruktur stärker von Ausgabenrückgängen der Ölproduzenten betroffen sein als andere. Ferner kann die mit dem Ölpreisrückgang verbundene Verringerung der Inflation zu einer expansiveren Geldpolitik führen, wenn etwa Zentralbankleitzinsen gesenkt oder von den Märkten erwartete Zinserhöhungen aufgeschoben werden.

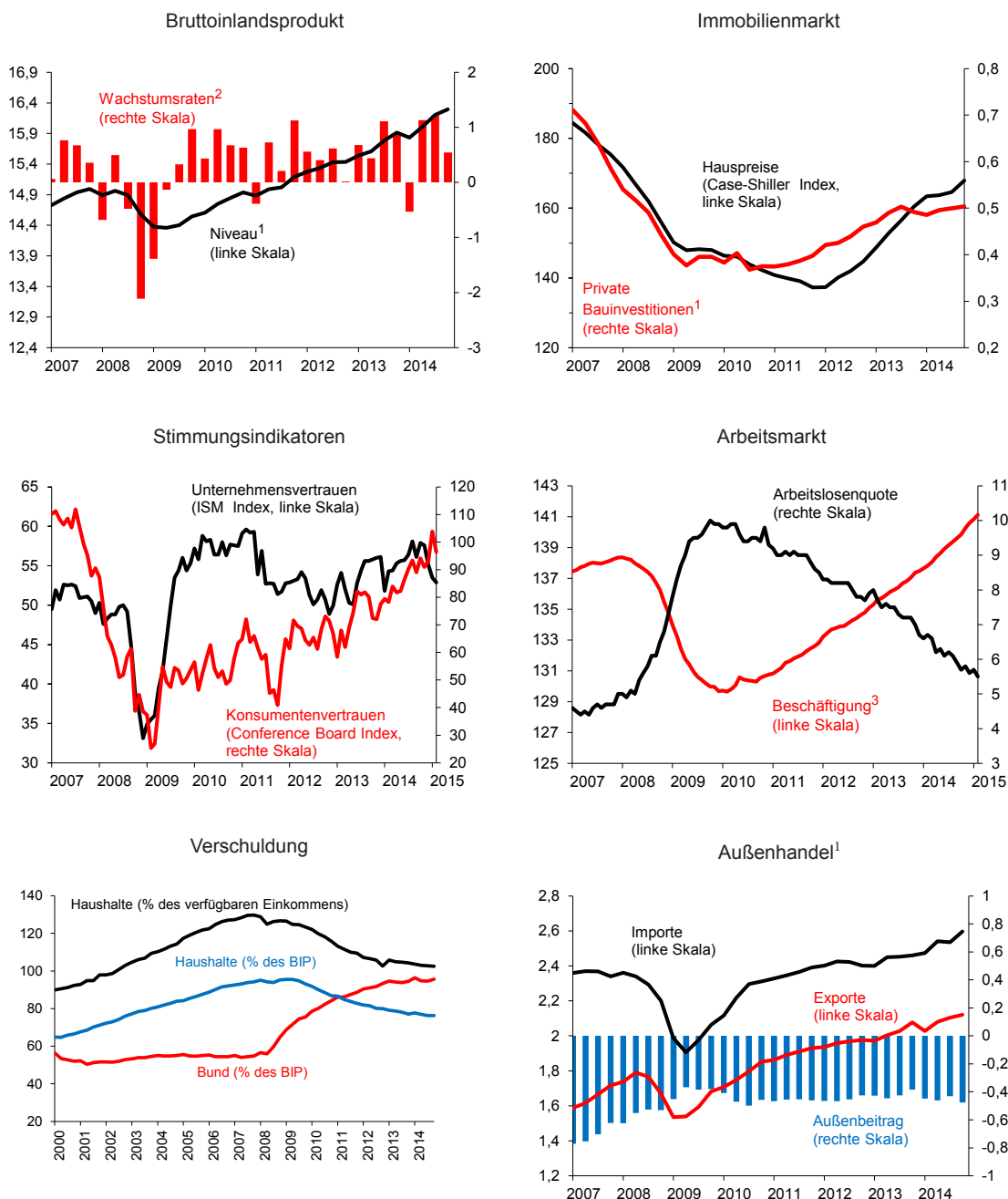
2014 ist der Beschäftigungszuwachs wieder höher als die Zunahme der Bevölkerung, so dass die Beschäftigungsquote nach einem starken Absturz in der Finanzkrise 2009 wieder leicht gestiegen ist.

Die Ausrüstungsinvestitionen als zweitwichtigste Komponente lieferten einen Wachstumsbeitrag von 0,8 Prozentpunkten. Im Gegensatz dazu nahm der private Wohnungsbau, der bis 2013 noch recht kräftig gewachsen war, nicht mehr zu, was allerdings vor allem dem Wetter geschuldet sein dürfte. Die Fiskalpolitik war zum ersten Mal seit 2011 nicht mehr restriktiv. Dabei wurden die wegen der guten Einnahmesituation steigenden Ausgaben auf Ebene der Einzelstaaten durch eine leichte Abnahme der Ausgaben auf Bundesebene kompensiert.

Im Prognosezeitraum dürfte sich die insgesamt gute Entwicklung aus dem vergangenen Jahr verstärkt fortsetzen. Dabei wird vor allem der private Konsum das Wachstum wieder tragen. Zwar ist auch in diesem Jahr der Winter unerwartet kalt. Das dürfte das US-Wachstum diesmal aber weit weniger belasten. So nahm die Beschäftigung im Januar und Februar 2015 trotz des kalten Winters im Durchschnitt um 267 000 Personen zu. Damit fällt das Beschäftigungswachstum stärker aus als die durchschnittliche monatliche Zunahme im vergangenen Jahr, die bei 253 000 Personen lag. Die Arbeitslosenquote erreichte im Februar 2015 mit 5,5 % einen Tiefstand. Auch die Langzeitarbeitslosigkeit ist spürbar gefallen. Gleichwohl liegt sie noch deutlich über ihrem historischen Durchschnittsniveau. Im Prognosezeitraum wird die Beschäftigung weiter steigen und den Konsum stützen.

Zusätzlich zur guten Beschäftigungslage wird auch die spürbare Zunahme der realen verfügbaren Einkommen den Konsum treiben. Die Kaufkraft ist in den vergangenen Monaten vor allem wegen des starken Ölpreisverfalls gestiegen. Die nominalen Lohnzuwächse fielen bislang allerdings gering aus. Wegen der guten Beschäftigungsentwicklung dürften die Löhne im Prognosezeitraum allerdings etwas stärker zunehmen, so dass sowohl das Beschäftigungswachstum als auch Lohnerhöhungen die verfügbaren Einkommen stützen werden. Durch die stetige Verringerung ihrer vor 2007 stark gewachsenen Schulden werden die Ausgaben der privaten Haushalte auch nicht mehr so stark wie in den Vorjahren durch die Notwendigkeit von Schuldentrückzahlungen gebremst (Abbildung 1). All diese Faktoren haben dazu beigetragen, dass das Konsumentenvertrauen derzeit auf seinem höchsten Stand seit 2008 liegt (Abbildung 1). Die steigende Nachfrage nach Konsumgütern wird auch die Ausrüstungsinvestitionen anregen. Die Kapazitätsauslastung der Unternehmen nimmt stetig zu,

## Konjunkturindikatoren für die USA



<sup>1</sup> Billionen US-Dollar, preis- und saisonbereinigte Quartalsdaten.

<sup>2</sup> Veränderung gegenüber Vorquartal in %.

<sup>3</sup> Millionen Personen.

Quellen: Macrobond; Bureau of Economic Analysis; Berechnungen des IMK.



so dass diese verstärkt Erweiterungsinvestitionen vornehmen dürften.

Die Ausgaben des Staates werden die Konjunktur in diesem und im kommenden Jahr nicht bremsen, da die Konsolidierungsprogramme der vergangenen Jahre mittlerweile weitgehend ausgelaufen sind. In diesem Jahr werden die Staatsausgaben ins-

gesamt zwar nur einen sehr geringen Wachstumsbeitrag liefern, im nächsten Jahr aber einen stärker positiven.

Die Geldpolitik wird im Prognosezeitraum etwas weniger locker. Wahrscheinlich wird die Zentralbank Federal Reserve (Fed) den Leitzins im Herbst von seiner momentanen Bandbreite zwi-

## Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts und der Konsumentenpreise wichtiger Handelspartner

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	Exportanteil <sup>1</sup>	Bruttoinlandsprodukt			Konsumentenpreise <sup>2</sup>		
		2014	2015	2016	2014	2015	2016
<b>Europa</b>							
EU28	58,0	1,3	1,7	2,1	0,6	0,4	1,5
Euroraum19	36,8	0,9	1,4	2,0	0,4	-0,3	1,0
UK	7,4	2,6	3,0	2,6	1,4	0,5	1,7
MOE <sup>3</sup>	10,1	2,9	2,4	3,2	0,3	0,4	1,8
Schweiz	4,1	2,0	1,2	0,5	0,0	-0,5	-0,4
Russland	2,6	-0,1	-3,7	-0,1	0,9	10,9	6,2
Türkei	1,7	3,0	3,4	3,8	8,9	6,4	6,3
<b>Asien</b>							
China	6,6	7,4	6,7	6,4	2,1	1,3	0,9
Japan	1,5	-0,1	0,8	1,3	2,7	0,8	1,0
Südkorea	1,4	3,3	3,4	4,3	1,3	0,5	2,5
Indien	0,8	7,2	7,5	7,5	6,4	3,9	4,7
<b>Amerika</b>							
USA	8,5	2,4	3,1	3,3	1,3	0,5	1,5
Brasilien	0,9	0,1	0,8	1,7	6,3	6,0	5,3
Summe <sup>4</sup>	86,1	2,0	2,1	2,5			
		Welthandel					
		3,1	5,4	5,5			

<sup>1</sup> Anteil an den gesamten deutschen Warenexporten 2014 in %.

<sup>2</sup> HVPI für Euroraum sowie dessen Mitgliedsländer, Schweiz und Türkei, Gewichte in der EU und im Euroraum nach Eurostat-Angaben zum HVPI.

<sup>3</sup> Polen, Tschechische Republik, Ungarn, Rumänien, Bulgarien.

<sup>4</sup> Summe der Veränderungsdaten der oben aufgeführten Länder, gewichtet mit dem Exportanteil.

Quellen: Macrobond; NIGEM; U.S. Bureau of Labor Statistics; Bureau of Economic Analysis; Berechnungen des IMK; ab 2015: Prognose des IMK, erstellt unter Verwendung von NIGEM.



schen 0 und 0,25 % leicht anheben, weil sich die Beschäftigungslage deutlich verbessern wird. Zu einer starken Zinsanhebung wird es aber nicht kommen, da sich die Inflation auf absehbare Zeit unter der Zielmarke der Fed von 2 % bewegen wird. Das liegt zum einen an der günstigen Entwicklung des Ölpreises, aber auch an den absehbar nicht stark zunehmenden Lohnstückkosten. Insofern wird die Geldpolitik im Prognosezeitraum das Wachstum weiter stützen, aber in immer geringerem Maße.

Alles in allem wird das BIP der USA in diesem Jahr um 3,1 % zunehmen, im Jahr 2016 dann um 3,3 %. Die Inflation wird in diesem Jahr vor allem wegen des gesunkenen Ölpreises bei 0,5 % liegen, im Jahr 2016 dann bei 1,5 % (Tabelle 1).

### Schafft Japan die Wende?

Die japanische Wirtschaft stagnierte im vergangenen Jahr (-0,1 %). Dies lag maßgeblich an der Erhöhung der Mehrwertsteuer zum 1. April 2014 von 5 % auf 8 %. Diese Maßnahme belastete den privaten Verbrauch und die Bauinvestitionen so stark, dass die japanische Volkswirtschaft im Sommerhalbjahr schrumpfte. Erst im Schlussquartal des vergangenen Jahres legte sie mit einer laufenden Rate von 0,4 % wieder etwas zu, wobei Konsum und Nettoexporte zu gleichen Teilen zum Wachstum beitrugen. Mit der Wiederwahl der Regierung von Premierminister Abe im Dezember 2014 wurde die Entscheidung getroffen, die geplante zweite Mehrwertsteuerhöhung auf das Jahr 2017 zu verschieben und die als Abenomics bezeichnete Wirtschaftspolitik (expansive Geldpolitik, kreditfinanzierte expansive Fiskalpolitik, unternehmensfreundliche Reformen und Deregulierungen) fortzusetzen.

Im Prognosezeitraum befindet sich die japanische Wirtschaft weiterhin in schwierigem Fahrwasser. Der Yen, der seit 2012 um 55 % gegenüber dem US-Dollar abgewertet hatte, hat seit Beginn dieses Jahres kaum noch an Wert verloren. Trotz günstigerer Ölimporte ist daher nicht zu erwarten, dass das niedrige Wachstum im Prognosezeitraum allein über einen höheren Außenbeitrag vermindert werden kann. Des Weiteren besteht immer noch die Gefahr, dass die Deflation zurückkehren könnte. Zwar sind die Verbraucherpreise im letzten Quartal 2014 um 2,5 % gegenüber dem entsprechenden Quartal des Vorjahres gestiegen, allerdings war hier die Erhöhung der Mehrwertsteuer maßgeblich. Ohne Mehrwertsteuererhöhung hätte der Preisanstieg nur etwa 0,8 % betragen. Hinzu kommt, dass auch die mittelfristigen Inflationserwartungen zuletzt wieder leicht abwärtsgerichtet waren.

Um einer Rückkehr der Deflation entgegen zu wirken und mittelfristig das Inflationsziel von 2 % zu erreichen, kauft die Bank of Japan derzeit massiv Wertpapiere an mit einem jährlichen Volumen von umgerechnet 660 Mrd. US-Dollar. Dies sind vor allem Staatsanleihen, aber auch investmentfondsähnliche Instrumente. Zugleich wurde im Dezember 2014 das vorerst letzte von insgesamt drei fiskalischen Stützungsprogrammen in Höhe von umgerechnet 29 Mrd. US-Dollar (0,6 % des BIP) beschlossen. Dieses Programm dürfte die Kaufkraft stärker stimulieren als die vorangegangenen, da ein Drittel der Maßnahmen auf Haushalte mit geringen Einkommen und überdurchschnittlicher Konsumneigung gerichtet sind. Allerdings bleibt das Paket hinsichtlich seines Volumens hinter den Vorgängerprogrammen zurück.

Entscheidend für den Erfolg der Abenomics sowohl hinsichtlich höherer Wachstumsraten als auch der Überwindung der Deflation werden die Lohnabschlüsse des laufenden Jahres sein. Hilfreich für einen höheren Lohndruck könnte sich die zuletzt positive Entwicklung der Arbeitslosenquote auswirken, die im Dezember 2014 auf einem Niveau von 3,4 % und damit um 0,3 Prozentpunkte unter dem entsprechenden Monat des Vorjahres lag. Gleichwohl sind keine starken Lohnzuwächse zu erwarten, da hierfür sowohl der Organisationsgrad der Gewerkschaften als auch die Tarifbindung zu schwach erscheinen.

Insgesamt wird für das Jahr 2015 nicht mit einer nachhaltigen Erholung der Binnennachfrage oder einer Ausweitung des exportinduzierten Wachstums in Japan gerechnet, so dass sich nur ein relativ schwaches BIP-Wachstum von 0,8 % im Jahresdurchschnitt einstellen wird. Trotz möglicher Vorzieheffekte aufgrund einer weiteren Mehrwert-

steuererhöhung im Jahr 2017 wird die japanische Wirtschaft auch im kommenden Jahr nur um 1,3 % zunehmen.

### Leicht schwächeres Wachstum in China

Die chinesische Volkswirtschaft ist im vergangenen Jahr um 7,4 % gewachsen. Die chinesische Regierung geht jedoch davon aus, dass das Wirtschaftswachstum in Zukunft etwas verhaltener ausfallen wird. Entsprechend wurde das Wachstumsziel durch den Volkskongress im März 2015 auf 7,0 % korrigiert. Ein wesentlicher Grund für die Korrektur der Wachstumserwartungen besteht darin, dass Chinas Investitionsboom der vergangenen Jahre vorerst beendet ist. Mit einem Anteil der Investitionen am Bruttoinlandsprodukt von über 45 % und dem der Bauinvestitionen von alleine über 15 % im Jahr 2013 wurden insbesondere am Immobilienmarkt, aber auch in einigen Industriezweigen, Überkapazitäten erzeugt (Europäische Zentralbank 2015). Diese werden sich in den nächsten Jahren sukzessive abbauen, ohne dass ein verlangsamtes Wachstum bei den Investitionen durch erhöhte Zuwachsraten beim Konsum und im Dienstleistungssektor vollständig kompensiert wird. Wachstumsrisiken gehen auch von den zum Teil hohen Schuldenständen im Unternehmenssektor sowie bei lokalen Provinzregierungen aus, die bei erwarteter niedriger Inflation noch schwieriger zu bedienen sind und zu Instabilität auf den Finanzmärkten führen können. Zudem weist der chinesische Aktienmarkt Überhitzungstendenzen auf. Im Februar 2015 war die Marktkapitalisierung an der Börse in Shanghai in US-Dollar gerechnet um 71 % höher als noch ein Jahr zuvor; diese Steigerung ist größer als an jedem anderen Aktienmarkt. Die derzeit vorangetriebene Liberalisierung des grenzüberschreitenden Kapitalverkehrs birgt in dieser Hinsicht Gefahren, da eine zu schnelle Öffnung beim jetzigen Entwicklungsstand des Finanzmarktes die Überhitzung zu verstärken droht.

Die Verbraucherpreise stiegen in China im Jahr 2014 um 2 % und lagen damit deutlich unter dem Inflationsziel von 3,5 %. Inzwischen hat die People's Bank of China durch drei kleinere Zinssenkungen reagiert, auch um deflationären Tendenzen entgegenzuwirken. Im Prognosezeitraum ist davon auszugehen, dass aufgrund der etwas geringeren wirtschaftlichen Dynamik die Tendenz für einen weiteren Rückgang der Inflation bestehen bleibt. Positive Wachstumsimpulse dürften für die sehr energieintensive chinesische Volkswirtschaft hingegen vom starken Rückgang des Ölpreises ausgehen. Alles in allem wird das chinesische BIP im Jahr 2015 um 6,7 % und im Jahr 2016 um 6,4 % zunehmen.

## Schwellenländer: Ölpreiseffekte gegensätzlich

In Indien wuchs das BIP im Jahr 2014 um 7,2 %. Somit beschleunigte sich die Konjunktur spürbar, was insbesondere auf die Entwicklung des Ölpreises zurückzuführen ist. Neben dem stimulierenden Effekt auf die Haushaltsausgaben half der niedrigere Ölpreis auch bei der Reduzierung der Inflation. Die indischen Verbraucherpreise stiegen im Februar dieses Jahres nur um 5,4 % gegenüber dem Vorjahr, nachdem die Zuwachsraten zum Jahresbeginn 2014 noch oberhalb des Inflationsziels von 8,0 % gelegen hatten. Dies ermöglichte der Reserve Bank of India seit Januar 2015 Zinssenkungen um insgesamt 50 Basispunkte, was sich positiv auf das Wachstum im Prognosezeitraum auswirken wird. Die Zentralbank senkte zudem das Inflationsziel für 2016 auf 6,0 %. Zum Konjunkturoptimismus tragen auch beabsichtigte Reformen der Regierung Modi bei. Insgesamt wird die indische Wirtschaft in den Jahren 2015 und 2016 jeweils mit einer Rate von 7,5 % wachsen.

In Brasilien stagnierte die Wirtschaft im Jahr 2014 (+0,1 %). Auch im Prognosezeitraum wird nur mit moderaten Wachstumsraten gerechnet, da Brasilien gleichzeitig unter hoher Inflation und Auslandsverschuldung leidet. Der Real wertete seit Oktober 2014 um 14 % ab. Die Kerninflation im Februar dieses Jahres betrug 6,7 % und lag somit oberhalb des Inflationsziels. In der Zwischenzeit hat die brasilianische Zentralbank die Leitzinsen auf 12,75 % erhöht, was sich kontraktiv auf das Wachstum auswirken wird. Der fiskalische Spielraum bleibt angesichts eines Schuldendienstes, zu einem hohen Teil in Fremdwährung, in Höhe von 6 % des BIP im Jahr 2014 begrenzt.

Die russische Wirtschaft geht schweren Zeiten entgegen. Bei ohnehin schon schwierigen Finanzierungsbedingungen aufgrund der im Zuge des Ukraine-Konfliktes beschlossenen Sanktionen seitens der EU und der USA, setzt der Ölpreiserückgang die russische Wirtschaft massiv unter Druck. Der Rubel wertete seit Oktober 2014 um mehr als 30 % ab, sodass die Kerninflation im Februar dieses Jahres über 10 % lag. Die russische Zentralbank reagierte mit Leitzinserhöhungen bis auf 17 % im Dezember 2014. Seit Beginn dieses Jahres hat sich der Wechselkurs des Rubels stabilisiert und der Leitzins liegt inzwischen bei 14 %. Die Reserven der Zentralbank sind jedoch durch die jüngsten Stützungskäufe weitgehend aufgebraucht. Neben mittelfristig geringeren Einnahmen aus den Ölexporten drohen bei stark steigender Inflation auch Rückgänge beim Konsum aufgrund einer rückläufigen Reallohnentwicklung. Zwar ist mit fiskalischen Stützungs-

maßnahmen zu rechnen, da jedoch über 30 % der Fiskaleinnahmen aus dem Ölgeschäft stammen, das stark rückläufig ist, wird das Volumen dieser Maßnahmen nicht ausreichen, um eine tiefe Rezession abzuwenden. Alles in allem dürfte das russische BIP im Jahr 2015 um 3,7 % und im Jahr 2016 um 0,1 % schrumpfen.

## Großbritannien und Polen weiter auf Wachstumskurs

Das Vereinigte Königreich und Polen – die beiden größten Volkswirtschaften der EU außerhalb des Euroraums – setzten im vergangenen Jahr ihren wirtschaftlichen Aufschwung fort. Im Verlauf des Jahres 2014 legte das Bruttoinlandsprodukt dieser Länder um 2,6 % bzw. 3,1 % zu.

Im Vereinigten Königreich wuchs die gesamtwirtschaftliche Produktion im vierten Quartal 2014 um 0,5 % und damit immer noch sehr dynamisch, wenn auch etwas langsamer als im Vorquartal. Damit expandierte die britische Wirtschaft zum achten Mal in Folge mit einer laufenden Rate von 0,5 % oder mehr. Getragen wurde dieses Wachstum von einem weiterhin kräftig expandierenden privaten Konsum, während die Unternehmensinvestitionen in der zweiten Jahreshälfte nur noch einen geringen Beitrag leisteten. Bemerkenswert ist, dass der robuste private Verbrauch, der 2013 noch durch eine Verringerung der Ersparnisse ermöglicht wurde, inzwischen durch eine solide Einkommensentwicklung fundiert ist. So ist für das abgelaufene Jahr ein starker Anstieg der realen Arbeitnehmerentgelte zu verzeichnen, der fast vollständig auf einer starken Ausweitung der Beschäftigung beruht. Dies spiegelt sich auch in der Entwicklung der Arbeitslosenquote wider, die im Dezember 2014 auf 5,7 % fiel und damit um 0,5 Prozentpunkte unter ihrem Wert vom Juni 2014 und sogar 1,6 Prozentpunkte unter ihrem Wert vom Dezember 2013 lag. Die realen Arbeitnehmerentgelte je Arbeitnehmer legten anders als noch in der ersten Jahreshälfte ebenfalls geringfügig zu. Unbeeindruckt vom Tempo der wirtschaftlichen Erholung zeigt sich bisher die Preisentwicklung. In Folge von Preisrückgängen bei Energieträgern und Nahrungsmitteln sank die Inflation zuletzt auf 0,3 %, aber auch die Kerninflation lag mit 1,4 % deutlich unter dem Inflationsziel der Bank of England.

Die sehr dynamische wirtschaftliche Entwicklung und der rasante Rückgang der Arbeitslosigkeit geben seit längerem Anlass zu Spekulationen über den Zeitpunkt der ersten Leitzinserhöhung. Angesichts der aktuell schwachen Entwicklung der Verbraucherpreise haben die Finanzmärkte ihre Erwartungen bezüglich des Datums der ersten Erhöhung in den letzten Monaten deutlich nach hinten korrigiert.

## Entwicklung des realen Bruttoinlandsprodukts und der Konsumentenpreise wichtiger Handelspartner in der EU

Veränderung gegenüber Vorjahr in %

	Bruttoinlandsprodukt <sup>1</sup>			Konsumentenpreise <sup>2</sup>		
	2014	2015	2016	2014	2015	2016
Deutschland	1,6	2,2	2,2	0,8	0,2	1,5
Frankreich	0,4	1,3	1,7	0,6	-1,1	0,2
Italien	-0,4	0,1	1,5	0,1	-0,9	0,3
Spanien	1,4	1,7	2,7	-0,2	0,3	2,3
Niederlande	0,8	1,8	2,2	0,3	0,2	0,8
Belgien	1,0	1,3	1,3	0,6	1,3	2,1
Österreich	0,4	1,3	2,2	1,5	0,3	0,6
Griechenland	0,7	0,6	3,2	-1,4	-4,2	-3,0
Finnland	-0,1	0,7	1,9	1,3	0,8	1,9
Portugal	0,9	1,7	1,6	-0,2	-0,6	1,6
Irland	4,8	3,1	2,6	0,5	0,7	0,8
<b>Euroraum ohne Deutschland</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,9</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,5</b>	<b>0,8</b>
<b>Euroraum</b>	<b>0,9</b>	<b>1,4</b>	<b>2,0</b>	<b>0,4</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,0</b>
UK	2,6	3,0	2,6	1,4	0,5	1,7
<b>EU</b>	<b>1,3</b>	<b>1,7</b>	<b>2,1</b>	<b>0,6</b>	<b>0,4</b>	<b>1,5</b>
	<b>Arbeitslosenquote</b>					
Euroraum	11,9	10,9	10,1			
Euroraum ohne Deutschland	14,4	13,2	12,2			

<sup>1</sup> Mit Ausnahme Deutschlands auf der Basis von saison- und kalenderbereinigten Daten berechnet.

<sup>2</sup> HVPI. Euroraum mit Gewichten laut Eurostat für 2014.

Quellen: Macrobond; NIGEM; ab 2015 Prognose des IMK, erstellt unter Verwendung von NIGEM.



So wird die erste Erhöhung jetzt für Mitte 2016 erwartet und damit für einen eineinhalb Jahre späteren Zeitpunkt als noch im November des vergangenen Jahres. Diese Erwartungshaltung wird auch von Aussagen des Gouverneurs der Bank of England bei der Vorstellung des Inflation Reports vom Februar 2015 gestützt. Maßgeblich für diese Einschätzung scheint die Befürchtung des geldpolitischen Ausschusses zu sein, die derzeitige deutliche Unterschreitung des Inflationsziels könnte das Preis- und Lohnsetzungsverhalten nachhaltig negativ beeinflussen.

Im Vereinigten Königreich hatte sich im vergangenen Jahr das Tempo der Haushaltskonsolidierung stark verlangsamt. Der fiskalische Impuls betrug -0,1 %, nach -1,2 % im Vorjahr.<sup>2</sup>

<sup>2</sup> Das hier verwendete Maß ist die Summe der von der EU-Kommission ermittelten diskretionären fiskalpolitischen Änderungen an laufenden Ausgaben, Investitionsausgaben und Einnahmen (mit negativem Vorzeichen).

Das Wachstum des privaten Verbrauchs und der Unternehmensinvestitionen dürfte sich in diesem Jahr noch beschleunigen. Darauf weisen die Indikatoren der EU-Kommission für das Konsumenten- und das Unternehmensvertrauen hin. Der Ölpreisrückgang und das dynamische Wachstum der Beschäftigung lassen das reale Einkommen der Haushalte steigen. Im kommenden Jahr wird sich dann das Tempo der binnenwirtschaftlichen Expansion in Folge der teilweisen Erholung des Ölpreises, verstärkter Entschuldungsbemühungen der privaten Haushalte sowie der stärker bremsenden Konsolidierung der öffentlichen Haushalte etwas verlangsamen. Vor diesem Hintergrund ergibt sich für das Vereinigte Königreich ein jahresdurchschnittlicher Zuwachs von 3 % im Jahr 2015 und von 2,6 % im Jahr 2016 (Tabelle 2).

In Polen setzte sich der seit fast zwei Jahren andauernde Aufschwung weiter fort. So legte das BIP

im Schlussquartal 2014 um 0,7 % zu, nach 0,8 % im Vorquartal. Maßgeblich für die Expansion waren der private Konsum, die Bruttoanlageinvestitionen und die Exporte, während die Importe das Wachstum erneut stark bremsen.

Polen befindet sich derzeit noch in einem „Verfahren bei einem übermäßigen Defizit“ der EU-Kommission. Allerdings ist zu erwarten, dass das Defizit – wie mit der Kommission vereinbart – in diesem Jahr unter die 3 %-Schwelle fallen wird. Somit wird die Haushaltskonsolidierung das Wachstum im Prognosezeitraum nur noch leicht bremsen, die Staatsnachfrage wird sogar spürbar positive Wachstumsbeiträge liefern.

Die Geldpolitik ist im vergangenen halben Jahr spürbar gelockert worden. So hat die Zentralbank den Leitzinssatz im Oktober 2014 und Anfang März 2015 um jeweils 0,5 Prozentpunkte gesenkt. Grund ist die anhaltende, sich verstärkende Deflation. So verstärkte sich der Rückgang der Verbraucherpreise im Februar auf 1,3 %. Mit weiteren Zinssenkungen ist daher zu rechnen.

Primäre Wachstumsmotoren werden im Prognosezeitraum der private Konsum und die Exporte sein, während die Importe stark bremsen. In der zweiten Hälfte des Prognosezeitraums spielen die privaten Investitionen nach einer Pause im laufenden Jahr eine größere Rolle. Alles in allem wird das BIP in Polen in diesem Jahr um 2,8 % und um 3,6 % im Jahr 2016 zunehmen (Tabelle 2). Damit bleibt das Wirtschaftswachstum in Polen und im Vereinigten Königreich sehr viel dynamischer als im Euroraum.

## Euroraum auf Erholungskurs

Im Euroraum außerhalb Deutschlands blieb die im zweiten Quartal 2013 begonnene wirtschaftliche Erholung in der zweiten Jahreshälfte 2014 noch verhalten, auch wenn das BIP mit einer Steigerung von 0,4 % etwa doppelt so schnell wuchs wie in der ersten Jahreshälfte. Das entspricht einem Anstieg im Jahresverlauf von 0,6 %. Im vierten Quartal legte das BIP erneut um 0,2 % zu. Maßgeblich für die Expansion in der zweiten Jahreshälfte war der private Konsum, fundiert durch eine Expansion der realen Arbeitnehmerentgelte um 1,2 % (Abbildung 2, Tabelle 3). Dabei stützte die Stagnation des Deflators des privaten Verbrauchs, die auch auf den Rückgang des Ölpreises im vierten Quartal zurückzuführen sein dürfte, die realen Haushaltseinkommen. Die Beschäftigungsdynamik spielte ebenfalls eine Rolle. Die Arbeitslosigkeit lag saisonbereinigt im Januar 2015 mit 13,4 % um 0,5 % unter ihrem Niveau vom Juni 2014. Dagegen leisteten die

Bruttoanlageinvestitionen nur einen geringfügigen Beitrag. Passend zur Dominanz des privaten Konsums auf der Verwendungsseite war das Wachstum entstehungsseitig praktisch vollständig auf den privaten Dienstleistungssektor zurückzuführen, der im Wesentlichen den privaten Verbrauch bedient.

Die wirtschaftliche Entwicklung im Euroraum außerhalb Deutschlands wird stark durch die großen Volkswirtschaften Frankreich, Italien und Spanien geprägt, die sich derzeit sehr unterschiedlich entwickeln. Die italienische Wirtschaft verharrte mit einem geringfügigen BIP-Rückgang weiter in einer seit dem zweiten Quartal 2011 andauernden Rezession, die nur durch eine leichte Zunahme des BIP im dritten Quartal 2013 unterbrochen wurde. In der zweiten Jahreshälfte ging das BIP um 0,2 % zurück. Maßgeblich hierfür war ein spürbarer Lagerabbau, der von einem positiven Beitrag der Exporte nur zum Teil kompensiert wurde. Von den Ausrüstungsinvestitionen und dem staatlichen Konsum kamen positive Impulse, während von den Nichtwohnbauten negative Impulse auf die Inlandsnachfrage ausgingen.

Die französische Wirtschaft tritt seit dem dritten Quartal 2013, als die Rezession im Euroraum insgesamt endete, auf der Stelle. Im Schlussquartal 2014 legte das BIP nur geringfügig zu, nach einem Anstieg von 0,3 % im Vorquartal. Maßgeblich für das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte waren die Exporte und der private Konsum, während die Wohnungsbauinvestitionen negative Beiträge leisteten und die Importe das Wachstum stark bremsen. Dagegen beschleunigte sich das Wachstum in Spanien zum sechsten Mal in Folge auf 0,7 % im

TABELLE 3

### Wachstumsbeiträge der Verwendungsaggregate<sup>1</sup> im Euroraum außerhalb Deutschlands in Prozentpunkten

	2013	2014	2015	2016
Bruttoinlandsprodukt <sup>2</sup>	-0,7	0,6	1,1	1,9
Inlandsnachfrage	-1,4	0,6	1,0	1,4
Privater Konsum	-0,7	0,5	0,9	0,8
Private Investitionen	-0,3	0,1	0,2	0,5
Staatsnachfrage	-0,1	0,1	0,1	0,1
Vorratsveränderung	-0,3	-0,1	-0,1	0,0
Außenbeitrag	0,7	0,0	0,1	0,5

<sup>1</sup> Berechnet aus verketteten Volumenangaben; Lundberg-Komponente; Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

<sup>2</sup> in %.

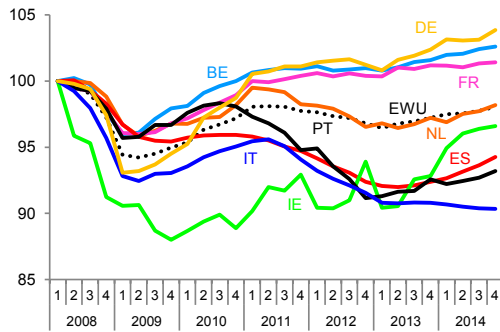
Quellen: Macrobond, NIGEM; Berechnungen des IMK, ab 2015 Prognose des IMK, erstellt unter Verwendung von NIGEM.



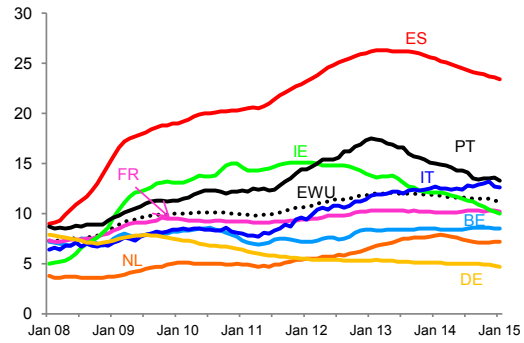
# Realwirtschaftliche Auswirkungen der Krise in ausgewählten Euroländern

1. Q 2008 = 100

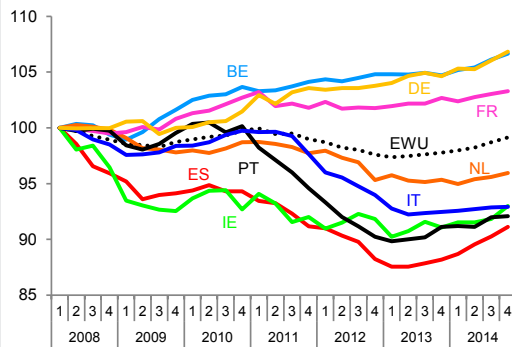
**Bruttoinlandsprodukt<sup>1</sup>**



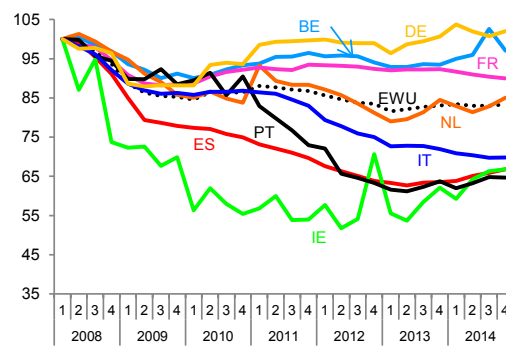
**Arbeitslosenquote in %  
harmonisierte Monatswerte<sup>2</sup>**



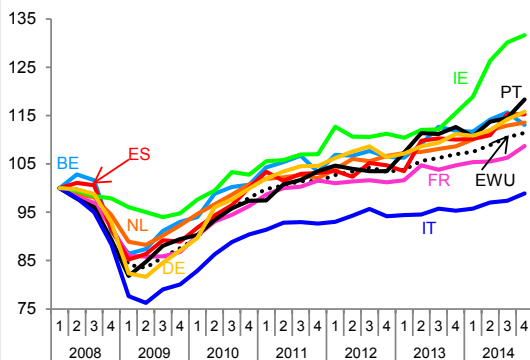
**Privater Konsum<sup>1</sup>**



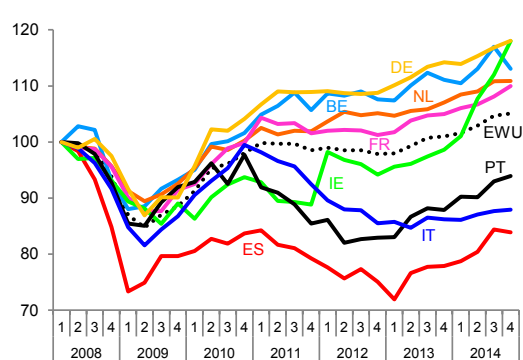
**Bruttoanlageinvestitionen<sup>1</sup>**



**Exporte<sup>1</sup>**



**Importe<sup>1</sup>**



<sup>1</sup> preis-, saison- und kalenderbereinigt.

<sup>2</sup> saisonbereinigt.

BE = Belgien, DE = Deutschland, ES = Spanien, EWU = Euroraum, FR = Frankreich, IR = Irland, IT = Italien, NL = Niederlande, PT = Portugal.

Quellen: Macrobond; Berechnungen des IMK.



vierten Quartal des vergangenen Jahres, nach 0,5 % im Vorquartal. Die Erholung wurde weiterhin maßgeblich von der Binnennachfrage und dabei insbesondere vom privaten Konsum und den Ausrüstungsinvestitionen getragen; die Bauinvestitionen leisten ebenfalls positive Beiträge.

Auch unter den kleineren Volkswirtschaften fiel die Entwicklung heterogen aus. Nach einer sehr dynamischen Entwicklung in der ersten Jahreshälfte verlangsamte sich das Wachstum in Irland stark auf nur noch 0,2 %. In Österreich ging das BIP nach einer schwachen Zunahme im Vorquartal zum Jahresende sogar um 0,2 % zurück. In Belgien lag das Wachstum der gesamtwirtschaftlichen Produktion wie schon in der Vergangenheit nah am Durchschnitt des Euroraums, während sich die Konjunktur in den Niederlanden und Portugal zuletzt von jeweils 0,5 % wieder etwas beschleunigte.

Für den Beginn des Prognosezeitraumes ist von einer verhaltenden, aber leicht beschleunigten Expansion im Euroraum auszugehen. So hat sich der Einkaufsmanagerindex (PMI) zum dritten Mal in Folge verbessert und liegt mit 53,3 Punkten deutlicher über der Expansionsschwelle von 50 Punkten und damit nur wenig unter dem entsprechenden Wert für Deutschland. Ebenso liegen in Folge der deutlichen Verbesserung des französischen Wertes die PMIs der vier größten Volkswirtschaften des Euroraums (Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien) wieder über der Expansionsschwelle.

Der Umfang der Maßnahmen zur Konsolidierung der öffentlichen Haushalte wird sich im laufenden und im kommenden Jahr weiter verringern und im Jahr 2016 0,3 % des BIP betragen. Die Verlangsamung ist regional breit angelegt und fällt in Spanien und den Niederlanden überdurchschnittlich aus.<sup>3</sup> Nachdem der Rat der EU-Finanzminister Mitte des vergangenen Jahres einige kleinere Mitgliedsstaaten aus dem „Verfahren bei einem übermäßigen Defizit“ entlassen hatte, befinden sich derzeit noch Frankreich, Spanien, Irland, Griechenland, Portugal, Slowenien, Zypern und Malta in diesem Verfahren. Dabei ist für Frankreich die Frist zur Einhaltung der Drei-Prozent-Grenze beim Haushaltsdefizit nochmals auf jetzt 2018 verlängert worden, während sich Spanien zu einer Einhaltung des Defizitkriteriums im kommenden und Irland und Portugal im laufenden Jahr verpflichtet haben. Während Irland und Portugal die gesetzte Frist einhalten werden können, erscheint dies im Falle Spaniens unwahrscheinlich.

<sup>3</sup> Das hier verwendete Maß ist die Summe der von der EU-Kommission ermittelten diskretionären fiskalpolitischen Änderungen an laufenden Ausgaben, Investitionsausgaben und Einnahmen (mit negativem Vorzeichen).

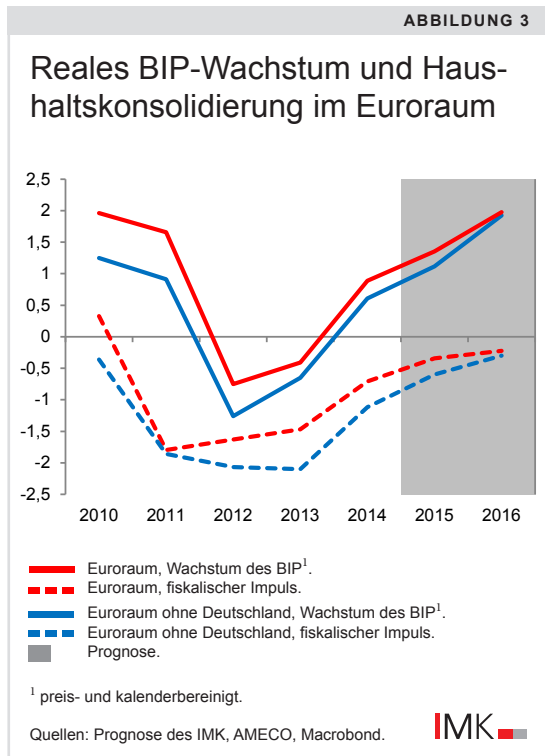
In der Prognose wird unterstellt, dass Spanien eine Fristverlängerung gewährt und der sich entfaltende Aufschwung nicht durch neue Sparauflagen gefährdet wird. Alles in allem wird die öffentliche Nachfrage nach Gütern und Dienstleistungen im Euroraum außerhalb Deutschlands im Prognosezeitraum nach wie vor keinen Beitrag zum BIP-Wachstum leisten (Tabelle 3).

Das Abklingen der negativen fiskalpolitischen Impulse der vergangenen Jahre sowie die Erhöhung der Realeinkommen der privaten Haushalte durch den Rückgang der Energiepreise schafft Raum für die Entfaltung einer verhaltenen binnenwirtschaftlich fundierten Aufwärtsbewegung, die, wie im vergangenen Jahr, primär vom privaten Konsum getragen wird. Positiv wirkt sich hier auch aus, dass sich das von der EU-Kommission gemessene Konsumentenvertrauen zuletzt in fast allen Mitgliedsstaaten aufgeheitert hat. Im Windschatten der Konsumnachfrage gewinnen die privaten Investitionen an Tempo. Hier wirkt sich der zunehmende Ersatzbedarf stützend aus. Die Bruttoanlageinvestitionen lagen im Euroraum außerhalb Deutschlands Ende des vergangenen Jahres immer noch um 22 % unter ihrem letzten zyklischen Hochpunkt im ersten Quartal 2008.

Der Außenhandel leistet besonders in der zweiten Hälfte des Prognosezeitraums positive Beiträge. Zum einen wird die Inlandsnachfrage bei einer Reihe von wichtigen Handelspartnern beschleunigt zunehmen; so etwa in Deutschland, im Vereinigten Königreich, in den USA, in den Mittel- und Osteuropäischen Ländern sowie in einer Reihe außereuropäischer Schwellenländer. Zum anderen hat der Euro gegenüber dem US-Dollar seit der ersten Jahreshälfte 2014 spürbar abgewertet, wodurch sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit europäischer Anbieter auf Absatzmärkten außerhalb des Euroraums deutlich verbessert hat.

In Folge der anziehenden Produktion wird die Arbeitslosigkeit zum Ende des Prognosezeitraums auf gut 12 % zurückgehen. Der Anstieg der realen Haushaltseinkommen ermöglicht neben höherem Konsum auch eine höhere Ersparnis.

Alles in allem wird das BIP im Euroraum außerhalb Deutschlands im Jahresdurchschnitt 2015 um 1,1 % zulegen und im Jahr 2016 dann um 1,9 % wachsen. Die Verbraucherpreise werden im laufenden Jahr sinken. Ursächlich hierfür sind die bereits seit längerem stark gedämpfte inländische Preisentwicklung in Folge hoher Arbeitslosigkeit und unterausgelasteter Produktionskapazitäten, sowie der Ölpreiserückgang im vergangenen Jahr. Unter dem Eindruck der in der Prognose angenommenen Stabilisierung des Ölpreises im laufenden Jahr werden



die Verbraucherpreise im kommenden Jahr wieder um 0,8 % zulegen. Im Euroraum insgesamt wird das BIP in diesem Jahr um 1,4 % und im nächsten Jahr um 2,0 % zulegen, während die Inflation -0,3 % und 1,0 % betragen wird (Tabelle 2).

Die Rückkehr zum Wachstum und der sich abzeichnende konjunkturelle Tempogewinn wird mancherorts als Beleg für den Erfolg der Wirtschaftspolitik im Euroraum im Allgemeinen und der Spar- und Reformpolitik der letzten Jahre im Besonderen interpretiert. Schon eine einfache deskriptive Analyse lässt jedoch Zweifel an dieser Deutung aufkommen. Wie Abbildung 3 verdeutlicht, traf der Rückfall des Euroraums und des Euroraums außerhalb Deutschlands in die Rezession mit einer Verschärfung, der Austritt aus der Rezession mit dem Abflauen kontraktiver Impulse zusammen. Passend dazu zeigen neuere Simulationsstudien (Gechert et al. 2015; Rannenberg et al. 2014), dass die forcierte Sparpolitik das Wachstum im Euroraum in den Jahren 2011-2013 stark belastet hat. Mit ins Bild zu nehmen ist außerdem, dass die seit dem zweiten Quartal 2013 andauernde und für den Prognosezeitraum erwartete BIP-Zunahme lediglich die Verluste der jüngeren Vergangenheit aufholt. Das BIP im Euroraum insgesamt wird seinen konjunkturellen Hochpunkt, der im ersten Quartal 2008 und damit vor Ausbruch der Weltfinanzkrise erreicht wurde, erst Anfang 2016 überschreiten. Im Euroraum außerhalb Deutschlands dagegen wird das BIP auch zum Ende des Prognosezeitraums noch um gut 0,5 % unter dem Niveau

von Anfang 2008 liegen. Im Durchschnitt der sogenannten Peripherieländer (Portugal, Irland, Griechenland, Spanien, Italien) wird der Abstand noch ca. 6 % betragen.

### Monetäre Rahmenbedingungen deutlich günstiger

Die monetären Rahmenbedingungen im Euroraum haben sich im Verlauf der vergangenen zwölf Monate deutlich verbessert. Die Zinsen sind im kurz- und im langfristigen Bereich niedriger, der Euro hat abgewertet und die Kreditvergabebedingungen wurden etwas gelockert (Abbildung 4).

Im Juni und im September 2014 hatte die Europäische Zentralbank den Leitzins um insgesamt 0,2 Prozentpunkte auf nunmehr 0,05 % gesenkt und den Zins für Einlagen beim Eurosystem auf -0,2 % von vormals 0 % verringert. In der Folge sind auch die Bankzinsen gesunken. Nach wie vor existieren bei den Kreditzinsen für Unternehmen nennenswerte Unterschiede zwischen den Euroländern: Während sie in Deutschland, Belgien, Frankreich, Luxemburg und Finnland bei oder unter 2,5 % liegen, erreichen sie in Griechenland 5,1 %, in Portugal 4,5 % und in Italien 3,4 %.

Die unterschiedlichen Zinsniveaus spiegeln Unterschiede in der Einschätzung der länderspezifischen Risiken innerhalb des Euroraums wider. Dies zeigt sich auch an den ebenfalls verringerten, aber dennoch signifikanten Divergenzen in den Renditen für Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren. Die höchsten Anleiherenditen hat nach wie

TABELLE 4

### Rahmendaten der Prognose

Jahresdurchschnittswerte

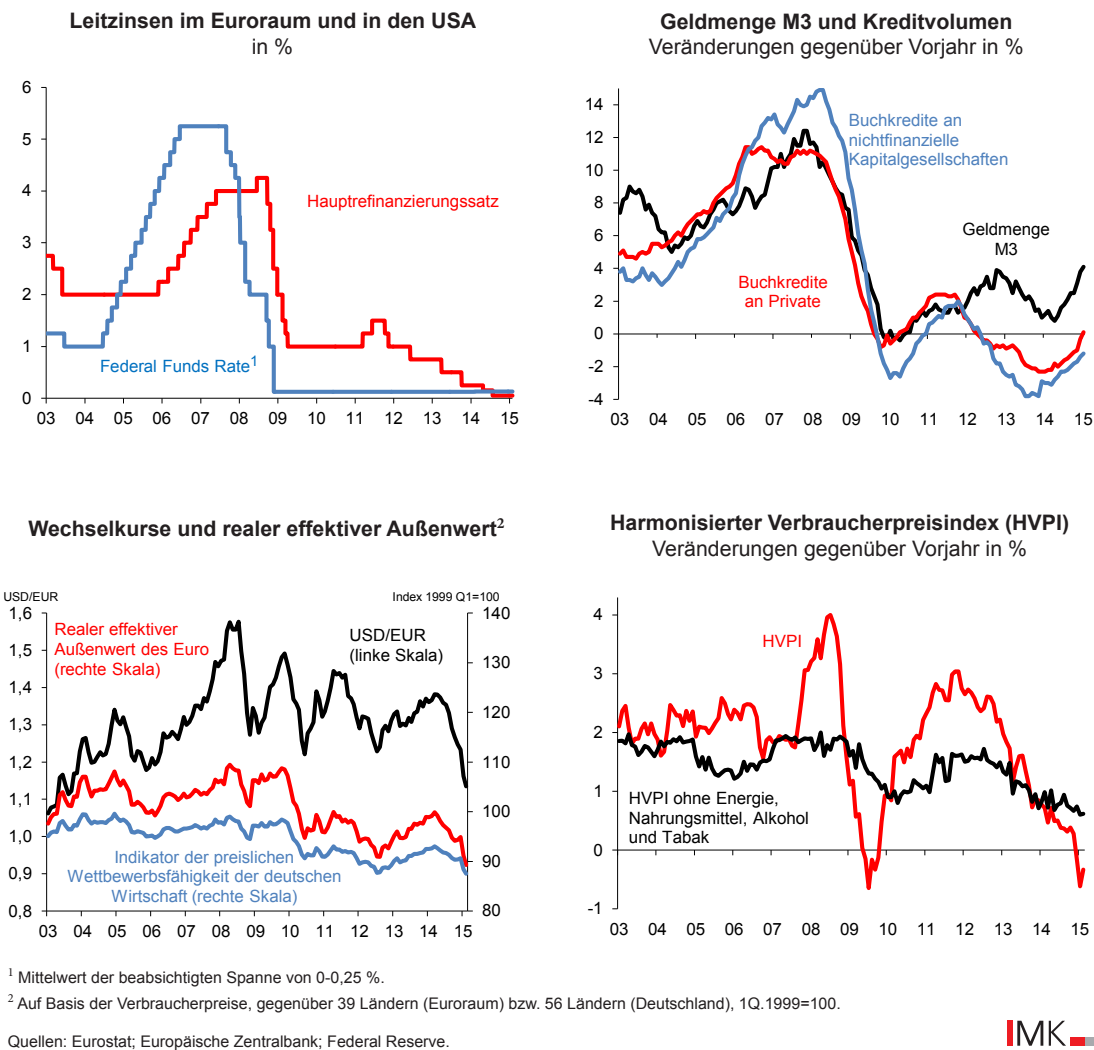
	2014	2015	2016
Dreimonats-Euribor (%)	0,2	0,04	0,06
Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (Euroraum) (%) <sup>1</sup>	2,0	1,0	1,0
Rendite zehnjähriger Staatsanleihen (USA) (%)	2,5	2,1	2,6
Wechselkurs (USD/EUR)	1,33	1,12	1,12
Realer effektiver Wechselkurs des Euro (gegenüber 39 Ländern) <sup>2</sup>	97,0	89,2	88,3
Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands (gegenüber 56 Ländern) <sup>2</sup>	91,7	87,5	87,1
Tarifindex (Bundesbank, je Stunde) (% gg. Vorjahr)	3,1	3,0	3,1
Ölpreis (Brent, USD)	96	59	75

<sup>1</sup> Deutschland, Frankreich, Niederlande, Belgien, Österreich, Finnland, Irland, Portugal, Spanien, Italien und Griechenland; BIP-gewichtet.

<sup>2</sup> Sinkende Werte des Indikators bedeuten eine Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit.

Quellen: Deutsche Bundesbank; EZB; EIA; Federal Reserve; ab 2014 Prognose des IMK.

## Monetäre Rahmenbedingungen im Euroraum



vor Griechenland mit 11,5 %, gefolgt von Portugal mit 1,7 %, Spanien und Italien mit jeweils 1,2 % und Irland mit 0,8 % (Ende März 2015). Der deutsche Staat erhält gegenwärtig einen zehnjährigen Wertpapierkredit zu einem Zinssatz von 0,2 %.

Vom Wechselkurs gehen derzeit stark expansive Wirkungen aus. Mitte März 2015 lag der Wechselkurs des Euro zum US-Dollar mit 1,06 um mehr als 20 % unter dem Vorjahresniveau; real effektiv wertete der Euro um über 10 % ab und die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft ist um etwa 6 % gestiegen.

Die Kreditentwicklung ist im Euroraum weiterhin sehr verhalten. Die Buchkredite an den privaten Sektor wurden zuletzt um 0,1 % zurückgefahren (Januar 2015), ein Jahr zuvor belief sich die Rate noch auf -2,4 %. Die darin enthaltenen Buchkredite an nicht-finanzielle Unternehmen schrumpften um 1,2 %, verglichen mit einer Rate von -3 % im

Januar 2014. Auch hier gibt es weiterhin deutliche Unterschiede zwischen den Ländern. Während diese Kredite in Deutschland mit einer Rate von 1,6 % ausgeweitet wurden, verringerten sie sich weiterhin deutlich in Irland (-11,5 %), Spanien (-7,7 %), Portugal (-7,3 %), Italien (-3 %) und Griechenland (-2,5 %).

Der Anstieg der Geldmenge M3 hat sich nennenswert verstärkt und erreichte im Januar 2015 mit 4,1 % den höchsten Wert seit April 2009, ist aber weiterhin als verhalten einzuschätzen, wenn man das sehr niedrige Zinsniveau berücksichtigt und die damit einhergehende Tendenz der Anleger, liquide Mittel zu halten.

Die Finanzierungsbedingungen werden sich im weiteren Prognosezeitraum zwar nur wenig ändern, aber die starke Abwertung und das verringerte Zinsniveau werden im Laufe dieses Jahres eine positive Wirkung auf die Wirtschaft entfalten. Die

EZB dürfte den Leitzins auf dem Niveau von 0,05 % belassen (Tabelle 4). Unter den hier getroffenen wirtschaftspolitischen Annahmen wird die bisher erreichte Entspannung an den Finanzmärkten des Euroraums im Prognosezeitraum anhalten. Es werden weder ein Grexit noch eine spekulative Verwerfung am Markt für Staatsanleihen eines anderen Eurolandes angenommen. Die Gefahr von Letzterem ist insbesondere durch die mögliche Aktivierung der im August 2012 beschlossenen gezielten Staatsanleihenkäufe (OMT) begrenzt.

## Deutsche Konjunktur: Binnennachfrage sorgt für stabiles Wachstum

Die Konjunktur in Deutschland war im vergangenen Jahr recht wechselhaft. Nach einem kräftigen Wachstum in den ersten Monaten des Jahres, stagnierte die gesamtwirtschaftliche Produktion im Sommerhalbjahr. Im Abschlussquartal nahm das Bruttoinlandsprodukt (BIP) wieder spürbar zu. Neben witterungsbedingten Sondereffekten in der ersten Jahreshälfte beeinträchtigte die zeitweise wieder gestiegene Unsicherheit der Unternehmen hinsichtlich der Entwicklung des Euroraums und der weltweiten Krisenherde die konjunkturelle Entwicklung. So war es zu einer deutlichen Zurückhaltung bei Investitionsentscheidungen gekommen, die die erwartete Fortsetzung des Investitionsaufschwungs spürbar dämpfte. Das BIP legte 2014 im Jahresdurchschnitt um 1,6 % zu, wobei rund die Hälfte des Zuwachses auf die lebhaftere Ausweitung der privaten Konsumausgaben zurückzuführen war (Tabelle 5, Tabelle 6).

Für das erste Quartal 2015 zeichnet sich abermals eine starke Expansionsrate des BIP ab. Sowohl die Industrie- als auch die Bauproduktion expandierten zu Jahresbeginn kräftig. Die Januarwerte lagen deutlich über denen des Vorquartals. Gleiches gilt für die realen Umsätze des Einzelhandels. Das IMK erwartet eine saisonbereinigte Wachstumsrate des BIP von 0,7 % im ersten Quartal. Im weiteren Jahresverlauf dürfte sich das Tempo etwas verringern. Das lassen die zuletzt rückläufigen Auftragseingänge erwarten und auch die seit November 2014 aufwärtsgerichteten Geschäftserwartungen der Unternehmen steigen nur verhalten. Allerdings dürften die deutschen Exporteure im Prognosezeitraum von der günstigeren Weltkonjunktur sowie der spürbaren Abwertung des Euro und günstigeren Rohstoffpreisen, die ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutlich verbessern, profitieren. Auch die Investitionstätigkeit wird infolge zunehmender Kapazitätsauslastung und steigender

TABELLE 5

### Statistische Komponenten des BIP-Wachstums

in % bzw. Prozentpunkten

	2014	2015	2016
Statistischer Überhang am Ende des Vorjahres <sup>1</sup>	0,7	0,5	0,8
Jahresverlaufsrate <sup>2</sup>	1,5	2,2	2,0
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate, arbeitstäglich bereinigt	1,6	2,0	2,1
Kalendereffekt <sup>3</sup>	0,0	0,2	0,1
Jahresdurchschnittliche BIP-Rate	1,6	2,2	2,2

<sup>1</sup> Saison- und arbeitstäglich bereinigter Indexstand im vierten Quartal des Vorjahres in Relation zum arbeitstäglich bereinigten Quartalsdurchschnitt des Vorjahres.

<sup>2</sup> Jahresveränderungsrate im vierten Quartal, arbeitstäglich bereinigt.

<sup>3</sup> in % des BIP.

Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK, ab 2015 Prognose des IMK.



TABELLE 6

### Wachstumsbeiträge der Verwendungsaggregate<sup>1</sup> in Deutschland

in Prozentpunkten

	2013	2014	2015	2016
Bruttoinlandsprodukt <sup>2</sup>	0,1	1,6	2,2	2,2
Inlandsnachfrage	0,6	1,2	1,9	2,1
Konsumausgaben	0,6	0,9	1,6	1,2
Private Haushalte	0,5	0,7	1,3	1,0
Staat	0,1	0,2	0,3	0,2
Anlageinvestitionen	-0,1	0,7	0,6	0,8
Ausrüstungen	-0,2	0,3	0,3	0,4
Bauten	0,0	0,4	0,2	0,3
Sonstige Anlagen	0,0	0,0	0,1	0,1
Vorratsveränderung	0,2	-0,4	-0,3	0,2
Außenbeitrag	-0,5	0,4	0,3	0,1
Ausfuhr	0,7	1,8	2,8	3,3
Einfuhr	-1,3	-1,3	-2,5	-3,2

<sup>1</sup> Berechnet aus verketteten Volumenangaben; Lundberg-Komponente; Abweichungen in den Summen durch Runden der Zahlen.

<sup>2</sup> in %.

Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK, ab 2015 Prognose des IMK.

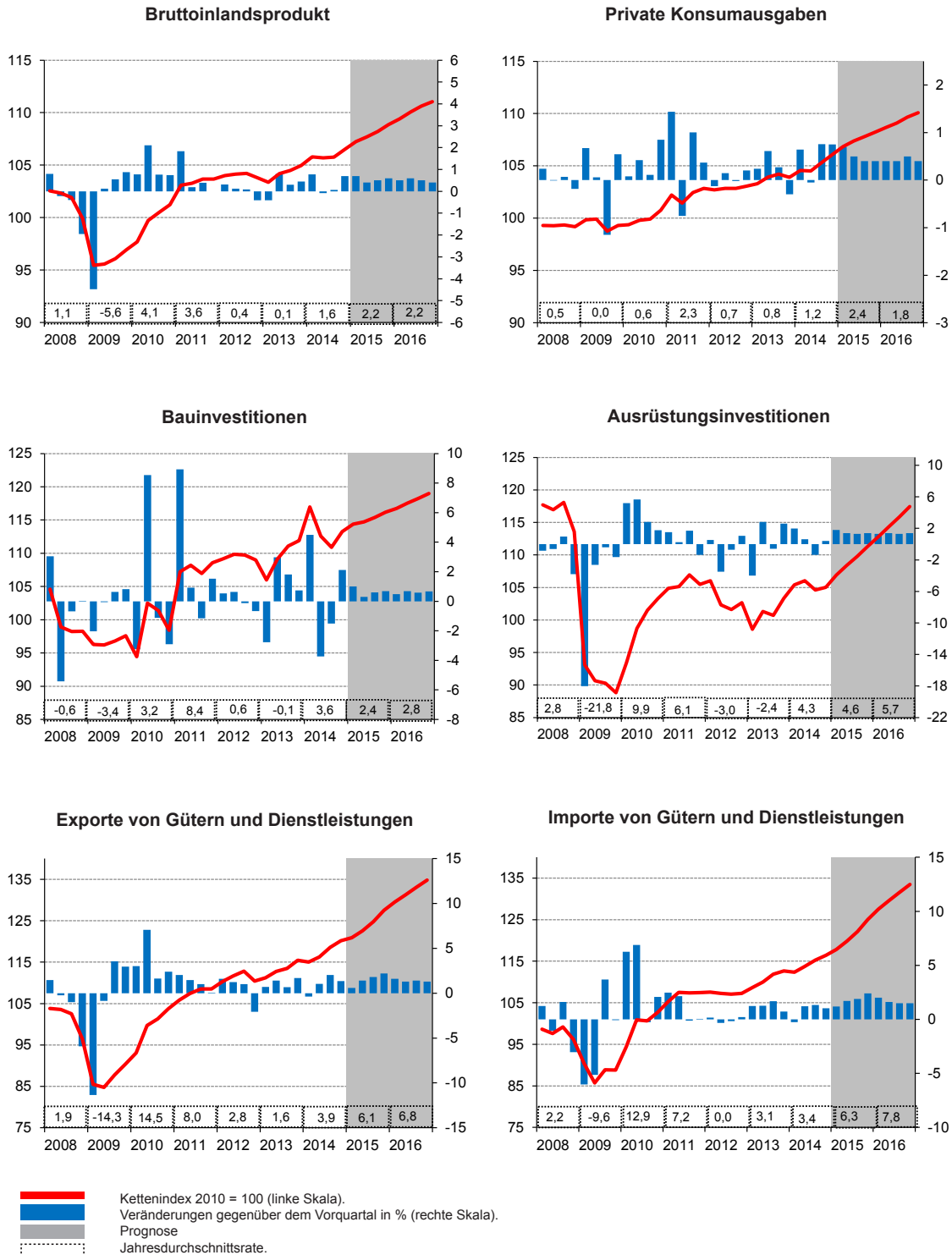


Gewinne verstärkt ausgeweitet. Der Arbeitsmarkt zeigt sich weiterhin in guter Verfassung. Bis zuletzt setzte sich der Beschäftigungsaufbau nahezu unvermindert fort. Dies und weiterhin merklich steigende Tariflöhne dürften, bei nur geringer Inflation, die privaten Konsumausgaben beflügeln.

Die Europäische Zentralbank verfolgt weiterhin eine expansive Geldpolitik, so dass die Kreditvergabe für die Realwirtschaft bei weiter günstigen Kon-

# Verwendung des Bruttoinlandsprodukts

Saison- und kalenderbereinigte Verläufe<sup>1</sup>



<sup>1</sup> ab 1. Quartal: 2015 Prognose des IMK.

Quellen: DESTATIS; Berechnungen des IMK.

ditionen gewährleistet ist. Die deutsche Finanzpolitik wird leicht expansiv ausgerichtet sein.

Vor diesem Hintergrund dürfte das BIP in Deutschland in diesem Jahr als auch im Jahr 2016 um 2,2 % zunehmen. Die Jahresverlaufsrates – die die konjunkturelle Dynamik besser abbildet – beträgt 2016 2 % nach 2,2 % in diesem Jahr (Abbildung 5, Tabelle 5). In beiden Jahren bleibt die Konsumnachfrage die wichtigste konjunkturelle Stütze bei zunehmender Bedeutung der Investitionen (Tabelle 6). Die Beschäftigung wird im Jahresdurchschnitt abermals deutlich steigen und die Zahl der Arbeitslosen im Jahresdurchschnitt weiter leicht abnehmen. Die Verbraucherpreise werden in diesem Jahr nahezu stagnieren (0,2 %) und im nächsten Jahr um 1,5 % steigen (Tabelle 7).

Dieser Prognose haften allerdings Risiken an. Sollten sich – entgegen der Annahme dieser Prognose – die deflationären Tendenzen verstärken und die Krise im Euroraum erneut ausbrechen, könnte jederzeit eine rezessive Tendenz auf Deutschland übergreifen. Außerdem besteht die Gefahr, dass sich die gegenwärtigen geopolitischen Spannungen nicht eindämmen lassen, sondern im Gegenteil sogar noch verstärken. In diesem Fall wäre mit einem weltweiten Vertrauensverlust mit erheblichen negativen Konsequenzen für die Realwirtschaft zu rechnen.

### Kräftige Belegung des Außenhandels

Nach einem leichten Rückgang zu Beginn des vergangenen Jahres hat sich der deutsche Außenhandel in den darauf folgenden Quartalen merklich belebt. So stiegen die Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen im Jahresverlauf 2014 preisbereinigt um 4,1 %, während die entsprechenden Einfuhren um 3,4 % zunahmen. Im Jahresdurchschnitt lag der Zuwachs bei den Exporten bei 3,9 % und bei den Importen bei 3,4 %.

Besonders stark expandierten 2014 die deutschen Ausfuhren in die EU-Länder außerhalb des Euroraums, in die USA und nach Asien (Abbildung 6). Auch die Versendungen in die Länder des Euroraums verzeichneten eine spürbare Belegung. Demgegenüber setzte sich der Abwärtstrend bei den Exporten in die anderen europäischen Länder fort (Abbildung 6), was maßgeblich daran lag, dass die Lieferungen nach Russland um 18 % und in die Türkei um fast 10 % einbrachen und auch der Warenverkehr mit der Schweiz rückläufig war.

TABELLE 7

### Gesamtwirtschaftliche Entwicklung in Deutschland

Veränderung gegenüber dem Vorjahr in %

	2013	2014	2015	2016
<b>Verwendung<sup>1</sup></b>				
Private Konsumausgaben <sup>2</sup>	0,8	1,2	2,4	1,8
Staatskonsum	0,7	1,1	1,3	1,0
Ausrüstungsinvestitionen	-2,4	4,3	4,6	5,7
Bauinvestitionen	-0,1	3,6	2,4	2,8
Sonstige Anlageinvestitionen	1,3	1,2	1,8	2,0
Exporte	1,6	3,9	6,1	6,8
Importe	3,1	3,4	6,3	7,8
Bruttoinlandsprodukt	0,1	1,6	2,2	2,2
<b>Preise</b>				
Bruttoinlandsprodukt	2,1	1,7	1,8	1,6
Konsumausgaben <sup>2</sup>	1,2	0,9	0,2	1,2
Importe	-1,6	-1,5	-0,4	0,4
Nachrichtlich:				
Verbraucherpreise	1,5	0,9	0,2	1,5
<b>Einkommensverteilung</b>				
Arbeitnehmerentgelte	2,8	3,7	4,5	4,1
Gewinne <sup>3</sup>	0,9	3,0	3,5	4,5
Volkseinkommen	2,2	3,5	4,2	4,2
Nachrichtlich:				
Tariflöhne (Stundenbasis)	2,4	3,1	3,0	3,2
Effektivverdienste (Stundenbasis)	2,8	1,8	3,5	3,3
Lohn drift	0,4	-1,2	0,5	0,1
Bruttolöhne und -gehälter	3,0	3,8	4,8	4,5
Bruttolöhne und -gehälter je Beschäftigten	2,1	2,7	3,8	3,5
<b>Entstehung</b>				
Erwerbstätige	0,6	0,9	0,8	0,9
Arbeitszeit je Erwerbstätigen	-0,9	0,6	0,3	0,2
Arbeitsvolumen	-0,3	1,5	1,1	1,1
Produktivität (je Stunde)	0,4	0,1	1,1	1,1
Bruttoinlandsprodukt <sup>1</sup>	0,1	1,6	2,2	2,2
Nachrichtlich:				
Erwerbslose <sup>4</sup> , in 1000	2 182	2 088	1 954	1 819
Erwerbslosenquote <sup>5</sup> , in %	4,9	4,7	4,3	4,0
Arbeitslose <sup>6</sup> , in 1000	2 950	2 898	2 786	2 670
Arbeitslosenquote <sup>7</sup> , in %	6,9	6,7	6,4	6,2
Lohnstückkosten (je Stunde)	2,2	1,6	1,9	1,6
Budgetsaldo, in % des BIP	0,1	0,6	0,5	0,4

<sup>1</sup> Preisbereinigt.

<sup>2</sup> Private Haushalte einschließlich privater Organisationen ohne Erwerbszweck.

<sup>3</sup> Unternehmens- und Vermögenseinkommen.

<sup>4</sup> In der Abgrenzung der International Labour Organization (ILO).

<sup>5</sup> In % der inländischen Erwerbspersonen.

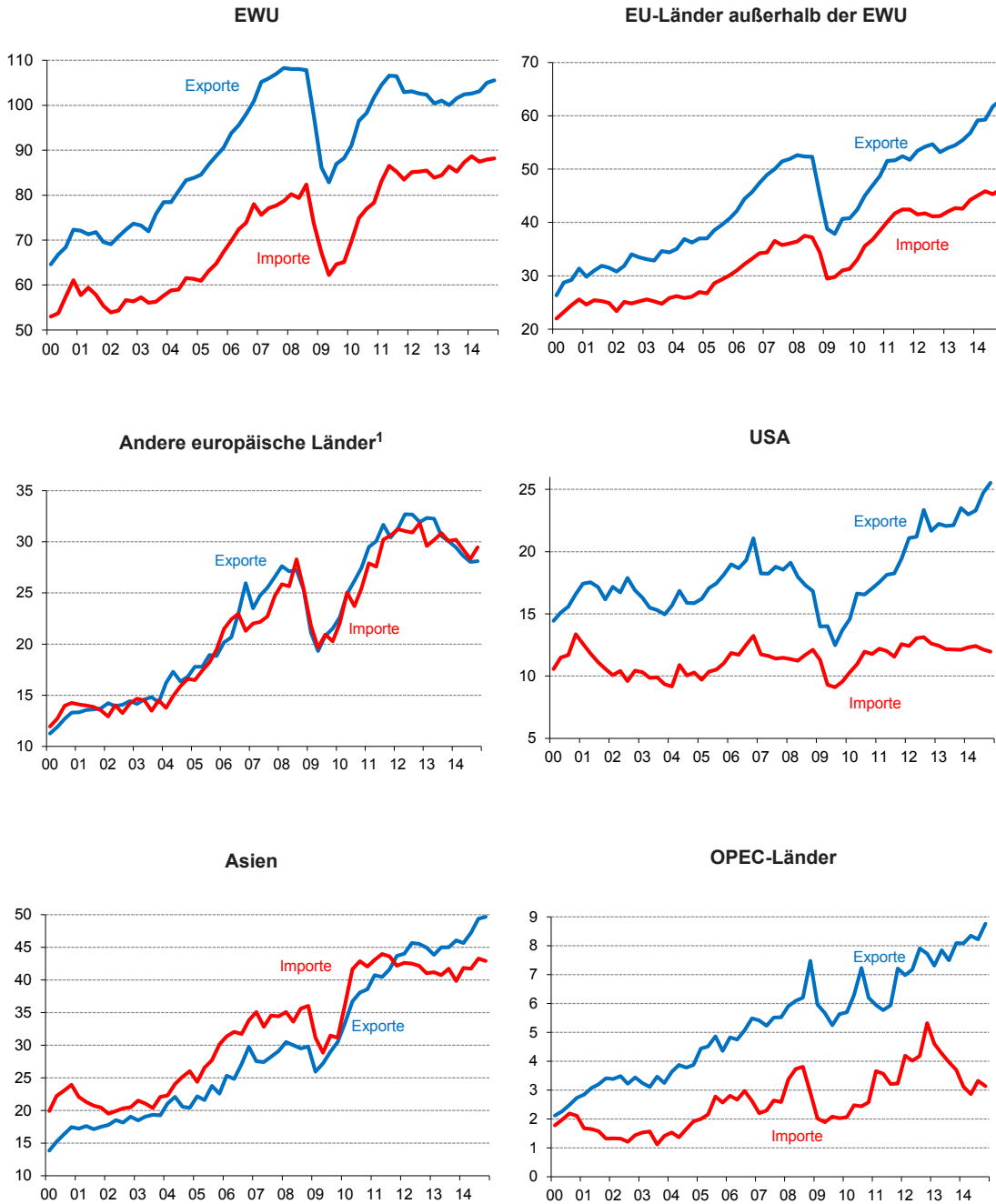
<sup>6</sup> In der Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit.

<sup>7</sup> In % aller zivilen Erwerbspersonen.

Quellen: Deutsche Bundesbank; DESTATIS; Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen des IMK, ab 2015 Prognose des IMK.

## Außenhandel Deutschlands nach Regionen und Ländern

Spezialhandel, saisonbereinigte Quartalswerte in Mrd. Euro  
1. Quartal 2000 - 4. Quartal 2014



<sup>1</sup> Die Schweiz, Russland, die Türkei und Norwegen haben einen Anteil von 90 % an diesem Länderkreis

Quellen: Deutsche Bundesbank; DESTATIS; Berechnungen des IMK.



Im Prognosezeitraum werden günstige Rahmenbedingungen dafür sorgen, dass die Exportentwicklung auf breiter Basis weiter an Fahrt gewinnt. Zum einen werden kräftige positive Impulse aus dem Dollarraum erwartet, weil das Wirtschaftswachstum sowohl in den USA als auch auf wichtigen Absatz-

märkten in Asien dynamisch bleibt und die massive Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar im Schlussquartal 2014 die preisliche Wettbewerbsfähigkeit deutscher Anbieter auf den außereuropäischen Absatzmärkten signifikant verbessert hat, was der Warenausfuhr in den Dollarraum in



der zweiten Hälfte dieses Jahres einen zusätzlichen Schub verleihen dürfte. Zum anderen zeichnet sich im Euroraum außerhalb Deutschlands eine deutliche konjunkturelle Belebung ab. Im Zuge dessen werden sowohl die Konsum- als auch die Investitionsnachfrage aus dem übrigen Euroraum, Deutschlands wichtigstem Absatzmarkt, wieder anziehen.

Insgesamt werden die Ausfuhren von Waren und Dienstleistungen im Verlauf um 6,1 % in diesem Jahr und um 5,7 % im nächsten Jahr zunehmen. Dies entspricht einem durchschnittlichen Anstieg um 6,1 % im Jahr 2015 und um 6,8 % im Jahr 2016.

Die Importe expandierten im vergangenen Jahr schwächer als erwartet, was maßgeblich daran lag, dass die Entwicklung der Ausrüstungsinvestitionen nach einem verheißungsvollen Jahresauftakt deutlich hinter den Erwartungen zurück blieb. Vermutlich haben die politischen Krisen in Europa – namentlich die Ukraine-Krise sowie die Spekulationen über ein Ausscheiden Griechenlands aus dem Euroraum – dazu beigetragen, dass Investitionen aufgeschoben wurden.

Im Prognosezeitraum wird die Binnennachfrage spürbar an Fahrt gewinnen: Zum einen wird der private Verbrauch aufgrund der anhaltend guten Lage am Arbeitsmarkt – sowohl bei den Löhnen als auch bei der Beschäftigung – und des geringen Preisauftriebs kräftig ausgeweitet werden. Zum anderen werden lebhaft expandierende Exporte und eine robuste Konsumnachfrage die Investitionstätigkeit hierzulande anregen.

Insgesamt werden die Einfuhren von Waren und Dienstleistungen im Verlauf um 7,4 % in diesem Jahr und um 6,8 % im nächsten Jahr zulegen. Im Durchschnitt beträgt der Zuwachs 6,3 % im Jahr 2015 und 7,8 % im Jahr 2016. Sowohl in diesem als auch im kommenden Jahr wird der Außenhandel einen positiven Beitrag zum Wachstum des Bruttoinlandsprodukts leisten. Dieser beträgt 0,3 Prozentpunkte in diesem und 0,1 Prozentpunkte im kommenden Jahr (Tabelle 6).

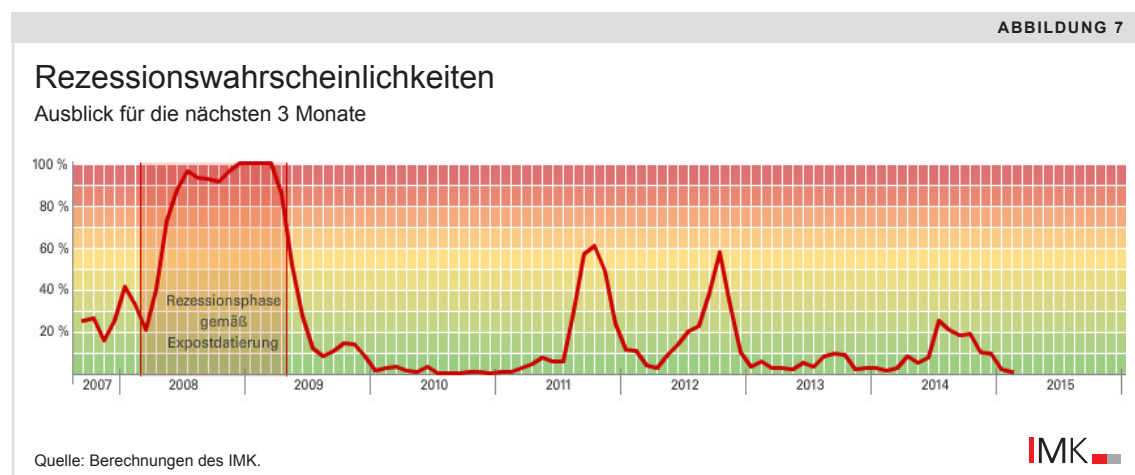
Die Einfuhrpreise sind 2014 nochmals deutlich gesunken (-1,5 %). Im Vorjahresvergleich gingen insbesondere die Preise für importierte Rohstoffe und Energieträger stark zurück. Im Prognosezeitraum werden die Importpreise allmählich wieder steigen, weil Weltkonjunktur und Ölpreis anziehen und ein anhaltend schwacher Euro die Importe verteuert. Im Jahresdurchschnitt wird der Importdeflator in diesem Jahr um 0,4 % unter dem Niveau des Vorjahres liegen; im kommenden Jahr wird er dann um 0,4 % steigen. Die Ausführpreise sind im vergangenen Jahr ebenfalls gesunken (-0,2 %), allerdings weit weniger stark als die Einfuhrpreise. Im Zuge lebhaft expandierender Exporte und allmählich anziehender Importpreise wird der Preisauftrieb bei den Ausfuhren zunehmen. Alles in allem wird der Exportdeflator in diesem Jahr um 0,4 % und im kommenden Jahr um 0,5 % steigen. Während sich die Terms of Trade in diesem Jahr noch einmal deutlich verbessern, bleiben sie im Jahr 2016 annähernd konstant.

### Moderater Investitionsaufschwung

Die Ausrüstungsinvestitionen haben nach einer recht dynamischen Ausweitung im Winterhalbjahr 2013/14 im weiteren Jahresverlauf 2014 nahezu stagniert. Damit kam der Investitionsaufschwung ins Stocken. Wesentlich hierfür war die Enttäuschung darüber, dass die Erholung im Euroraum schwächelte. Aber auch die geopolitischen Risiken dürften hierzu beigetragen haben. Aufgrund des starken Wachstums zu Jahresbeginn und eines statistischen Überhangs aus dem Vorjahr betrug die durchschnittliche Jahresrate dennoch 4,3 %, im Jahresverlauf allerdings nur 1,6 %.

Im ersten Quartal 2015 wird die Expansion der Ausrüstungsinvestitionen wieder Fahrt aufnehmen. Zuletzt stiegen Auftragseingänge und Umsätze der Investitionsgüterproduzenten in der Tendenz kräftig. Auch der IMK-Indikator signalisiert seit einigen Monaten eine sehr geringe Rezessionswahrscheinlichkeit für die Industrieproduktion (Abbildung 7).

ABBILDUNG 7



Für den weiteren Prognosezeitraum ist mit einer Fortsetzung der lebhaften Investitionsdynamik zu rechnen. So weist der Order-Capacity-Index der Deutschen Bundesbank seit nunmehr einem Jahr in verstärktem Maße auf ein Überschreiten der Normalauslastung der Kapazitäten im Verarbeitenden Gewerbe hin. Somit dürften auch die Erweiterungsinvestitionen eine zunehmende Rolle spielen, nachdem bislang das Ersatz- und das Rationalisierungsmotiv bei den Investitionen im Vordergrund gestanden haben. Sofern – wie in der Prognose unterstellt – es zu einer verstärkten konjunkturellen Erholung im Euroraum und zu keiner Verschärfung der geopolitischen Risiken kommt, dürfte auch die Verunsicherung der Unternehmen nachhaltig abklingen und relativ schnell einer verstärkten Zuversicht weichen. Dies deutet sich seit einigen Monaten in den sich aufhellenden Geschäftsaussichten der Investitionsgüterproduzenten an. Auch sind die Bedingungen für Fremdfinanzierungen weiterhin sehr günstig und Spielräume bei der Innenfinanzierung aufgrund der Gewinnentwicklung bei vielen Unternehmen vorhanden.

Alles in allem werden die Ausrüstungsinvestitionen im Verlauf dieses Jahres um 6,0 % zunehmen, im Jahresdurchschnitt um 4,6 %. Im Jahr 2016 werden sie um 5,7 % steigen, im Verlauf um 5,5 % (Abbildung 5, Tabelle 7). Diese Expansionsraten sind allerdings im Vergleich zu denen früherer Investitionsaufschwünge recht moderat. Am Ende des Prognosezeitraums wird erstmals das Vorkrisenniveau nahezu erreicht.

### Expansion der Bauinvestitionen bleibt verhalten

Nach einem – im Wesentlichen witterungsbedingten – fulminanten Start zum Jahresbeginn 2014 sanken die Bauinvestitionen im Sommerhalbjahr kräftig. Zum Jahresende erholten sie sich wieder. Der Rückgang war einerseits ein Reflex auf die überaus starke Zunahme im ersten Quartal, als viele Baumaßnahmen aufgrund der sehr milden Witterung zu Jahresbeginn vorgezogen wurden. Andererseits wirkte sich die temporäre Verunsicherung der Unternehmen über die weitere wirtschaftliche Entwicklung aus. Dies drückte sich in einer deutlichen Zurückhaltung bei den Investitionen im Wirtschaftsbau aus. Hingegen expandierte der Wohnungsbau kräftig. Er profitierte von der günstigen Entwicklung der Einkommen und der Beschäftigung. Auch die sehr niedrigen Hypothekenzinsen dürften dazu beigetragen haben. Die öffentlichen Investitionen nahmen überdurchschnittlich zu. Die Bauinvestitionen insgesamt stiegen im Jahresdurchschnitt 2014 um 3,6 %, im Jahresverlauf nur um 1,2 %.

Im Prognosezeitraum werden die Wohnungsbauinvestitionen vorerst weiterhin lebhaft ausgedehnt. Die kräftige Zunahme der Auftragseingänge sowie der hohe Auftragsbestand deuten darauf hin. Auch die Rahmenbedingungen bleiben weiterhin günstig. Beschäftigung und Einkommen entwickeln sich vorteilhaft und dürften abermals stimulierend wirken. Eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen ist für den Prognosezeitraum nicht zu erwarten. Einzig die aktuell rückläufigen Baugenehmigungen deuten auf eine etwas ruhigere Gangart im späteren Prognosezeitraum hin. Der Wirtschaftsbau dürfte vorerst nur zögerlich zunehmen. Erst im weiteren Verlauf des Prognosezeitraums wird der Wirtschaftsbau von der lebhafteren Expansion der Ausrüstungsinvestitionen profitieren und etwas stärker zunehmen.

Die öffentlichen Bauinvestitionen dürften infolge sinkender Auftragsbestände und schwächerer Auftragseingänge vorerst nur geringfügig steigen. Erst im späteren Prognosezeitraum wird es zu einer Belebung kommen. Sowohl die Maßnahmen der Bundesregierung aus dem Programm „Zukunftsinvestitionen für die öffentliche Infrastruktur und Energieeffizienz“, als auch die insgesamt günstigere Haushaltslage vieler Kommunen werden sich expansiv auswirken. Insgesamt beträgt die Zunahme der Bauinvestitionen 2015 im Jahresdurchschnitt 2,4 %. Im kommenden Jahr steigen sie im Durchschnitt um 2,8 % (Abbildung 5, Tabelle 7).

### Privater Konsum expandiert weiterhin kräftig

Die Konsumausgaben der privaten Haushalte nahmen im Verlauf des vergangenen Jahres beachtlich um 2,1 % zu; im Jahresdurchschnitt stiegen sie um 1,2 %. Ursächlich hierfür waren der kräftige Anstieg der Bruttolohn- und -gehaltssumme sowie der Kaufkraftzuwachs aufgrund der geringen Inflation. Die Gewinnentnahmen stagnierten nahezu. Die Sparquote stieg um 0,3 Prozentpunkte auf 9,4 %.

Im Prognosezeitraum werden die Bruttolöhne und -gehälter nochmals deutlich steigen (2015 um 4,8 % und 2016 um 4,5 %), die Nettolöhne in einer ähnlichen Größenordnung. Der beachtliche Anstieg für 2015 ist teilweise auch Ausdruck der Einführung des gesetzlichen Mindestlohns. Die monetären Sozialleistungen nehmen in beiden Jahren infolge der Leistungsausweitungen der gesetzlichen Rentenversicherung kräftig zu. Hingegen werden die Leistungen für das Arbeitslosengeld aufgrund leicht sinkender Arbeitslosenzahlen etwas geringer ausfallen.

Die Entnahmen aus Gewinn- und Vermögenseinkommen dürften stärker expandieren als im

Vorjahr. Alles in allem steigen die nominalen verfügbaren Einkommen in diesem Jahr um 2,9 %. Da die Inflation sehr gering sein wird, steigen sie real fast gleich stark (2,7 %). Im nächsten Jahr nehmen sie nominal ebenfalls um 2,9 % zu; real allerdings, bei wieder zunehmender Teuerung, nur um 1,7 %. Die Sparquote wird in diesem Jahr um 0,2 Prozentpunkte steigen und im nächsten Jahr unverändert bleiben. Die realen privaten Konsumausgaben expandieren 2015 im Jahresdurchschnitt um 2,4 %. Im nächsten Jahr dürften die privaten Konsumausgaben etwas schwächer ausgeweitet werden, im Jahresdurchschnitt um 1,7 %. (Abbildung 5, Tabelle 7). Dabei wird der Wachstumsbeitrag der privaten Konsumausgaben zum BIP in diesem Jahr mehr als die Hälfte des BIP-Wachstums ausmachen, im nächsten etwas weniger (Tabelle 6). Seit 2012 ist er die wichtigste Säule des gesamtwirtschaftlichen Wachstums.

### Preise für Waren im Minus

Nach einem Rückgang um 0,4 % zu Jahresbeginn sind die Verbraucherpreise zuletzt um 0,1 % gegenüber dem Vorjahr gestiegen (Februar 2015). Seit September 2014 sind die Verbraucherpreise zunächst Monat für Monat gesunken und stiegen dann im Februar dieses Jahres schubartig an. Ausschlaggebend hierfür war die Entwicklung der Ölpreise. Im Januar 2015 lag der Ölpreis um 51 % unter dem Niveau von September 2014, zwischen Januar und Februar 2015 stieg er um 21 % an. Wegen der zeitgleichen, deutlichen Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar belief sich der jüngste Anstieg des Rohölpreises (Brent) in Euro gerechnet sogar auf 24 %. Insgesamt hat sich der Ölpreis zwischen Februar 2014 und Februar 2015 in Euro gerechnet um 36 % verbilligt (in US-Dollar gerechnet: 47 %).

Die Kerninflation – hier gemessen am Gesamtindex ohne Energie und Nahrungsmittel – lag in den ersten beiden Monaten des Jahres bei 1,1 %, der Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak geringfügig darunter. Beide Kerninflationen verlaufen seit Anfang 2008 unterhalb des Inflationsziels der EZB in Höhe von 1,9 % - zumeist sehr deutlich.

Die Nahrungsmittelpreise, die 2014 um durchschnittlich 1 % zunahmen, waren zuletzt rückläufig (Februar 2015: -0,4 %). Gleichzeitig gingen die Energiepreise (Haushaltsenergie und Kraftstoffe) um 7,3 % zurück. Da Nahrungsmittel und Energie zusammen reichlich zwei Drittel der (kurzlebigen) Verbrauchsgüter ausmachen, wurden letztere deutlich billiger, insgesamt um 2 %. Die Preise für Waren mittlerer

Lebensdauer (wie Bekleidung und Schuhe) sowie für langlebige Verbrauchsgüter (wie Fahrzeuge und Fernseher) gingen jeweils um 0,3 % zurück. Demgegenüber wiesen die Preise für Dienstleistungen, die etwas mehr als die Hälfte des Verbraucherpreisindex ausmachen, eine positive Steigerungsrate in Höhe von 1,4 % auf, wobei sich Nettokaltmieten um 1,3 % verteuerten (Februar 2015).

Die Inflation wird im Prognosezeitraum zunehmen, insbesondere weil die Ölpreise nicht mehr sinken, sondern von ihrem Tiefpunkt im Januar 2015 aus weiter leicht steigen. Der Preisauftrieb dürfte aber deutlich unter dem Inflationsziel der EZB bleiben. Die Lohnstückkosten, die die Produktionskosten der Unternehmen maßgeblich mitbestimmen, werden 2015 und 2016 um 1,9 % bzw. 1,6 % zunehmen. Mit 0,2 % in diesem Jahr und 1,5 % im kommenden Jahr wird der Anstieg der Verbraucherpreise in Deutschland weiterhin schwach bleiben, und dabei jeweils um einen halben Prozentpunkt über der noch geringeren Inflationsrate des Euroraums insgesamt liegen.

### Weiterhin Überschüsse bei den öffentlichen Haushalten

Im Jahr 2014 wiesen die öffentlichen Haushalte in der Abgrenzung der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen einen positiven Finanzierungssaldo in Höhe von 18 Mrd. Euro aus bzw. 0,6 % in Relation zum BIP. Sowohl der Bund als auch die Kommunen und die Länder wiesen positive Finanzierungssalden aus.

Auch im Prognosezeitraum dürfte die Lage der öffentlichen Haushalte weiterhin günstig sein. Die gesamtstaatlichen Einnahmen nehmen infolge der guten Konjunktur verstärkt zu, was im Wesentlichen auf die stärker steigenden Sozialbeiträge, aber auch weiter deutlich steigende Steuereinnahmen zurückzuführen ist. Die Änderungen bei den Beitragssätzen der Sozialversicherungen haben per saldo keine nennenswerten Auswirkungen. Die Vermögenseinkommen werden spürbar niedriger ausfallen, da sowohl der Gewinn der Bundesbank als auch die Einnahmen aus der Unterstützung des Bankensektors nach der Finanzmarktkrise deutlich sinken.

Die Ausgaben erhöhen sich ebenfalls stärker als zuvor, wobei die monetären Sozialleistungen infolge des Rentenpakets stark zulegen. Auch die Investitionen werden im Verlauf der beiden Jahre infolge der verabschiedeten Maßnahmenprogramme spürbar stärker angehoben. Gleichzeitig werden die öffentlichen Haushalte weiterhin durch rückläufige Zinsausgaben entlastet. Da die Ausgaben und die Einnahmen in beiden Jahren in einer ähnlichen

Größenordnung zunehmen, wird der Finanzierungssaldo aufgrund der unterschiedlichen Ausgangsniveaus weiter einen Überschuss ausweisen. Nach 18 Mrd. Euro (0,6 % des BIP) im Jahr 2014 dürfte er in diesem Jahr rund 16 Mrd. Euro (0,5 % des BIP) und im kommenden Jahr rund 14 Mrd. Euro (0,4 % des BIP) betragen (Tabelle 7). Angesichts der Überschüsse wird auch die Schuldenstandsquote im Prognosezeitraum weiter sinken.

### Arbeitsmarkt: Weitere Besserung zu erwarten

Im abgelaufenen Jahr 2014 verbesserte sich die Situation am deutschen Arbeitsmarkt abermals merklich. Die Beschäftigung nahm deutlich zu. So stieg die Zahl der Erwerbstätigen um 0,9 % auf jahresdurchschnittlich fast 42,7 Millionen Erwerbstätige. Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung entwickelte sich noch günstiger mit einem jahresdurchschnittlichen Zuwachs um fast 500 000 Personen auf 30,2 Millionen Personen. Auch die Arbeitslosigkeit ging 2014 wieder leicht zurück und lag im Jahresdurchschnitt knapp unter 2,9 Millionen registrierten Arbeitslosen, nachdem sie im Vorjahr nach vier Jahren erstmals wieder angestiegen war. Wiederum wurde aber ein Großteil des Beschäftigungsanstiegs durch den Zuwachs des Erwerbspersonenpotentials gespeist, während die Arbeitslosigkeit nur unterdurchschnittlich vom Beschäftigungsanstieg profitierte.

Zum Jahresabschluss 2014 nahm die Arbeitszeit je Erwerbstätigen saison- und kalenderbereinigt um 0,3 % ab. Gleichzeitig stieg die Erwerbstätigenzahl wie schon im vorherigen Quartal erneut um 0,2 %. Das Arbeitsvolumen ging saison- und kalenderbereinigt leicht um 0,1 % zurück, wobei insgesamt der Rückgang auf die geringere Zahl der geleisteten Arbeitsstunden der Selbständigen zurückzuführen ist, deren Zahl sich im letzten Quartal 2014 um 0,3 % verringerte. Das Arbeitsvolumen der Arbeitnehmer nahm dagegen saison- und kalenderbereinigt leicht um 0,1 % zu, die Zahl der Arbeitnehmer um 0,2 %.

Die aktuelle wie auch die zukünftige Arbeitsmarktentwicklung in Deutschland stehen auch unter dem Einfluss der Einführung des gesetzlichen Mindestlohns. Mit der Verabschiedung des Gesetzes zur Stärkung der Tarifautonomie (Tarifautonomiestärkungsgesetz) im Juli 2014 wurde zum 1. Januar 2015 zum ersten Mal in Deutschland ein allgemeiner gesetzlicher Mindestlohn eingeführt. Dabei waren bis zuletzt aus dem ökonomischen Mainstream in Deutschland vor allem Stimmen zu hören, die hierzulande einen allgemeinen gesetzlichen Mindestlohn ablehnen und deshalb dessen

Einführung sehr kritisch beurteilen.<sup>4</sup> So deutete beispielsweise der Sachverständigenrat (SVR) in seinem aktuellen Jahresgutachten 2014 an, dass der Mindestlohn schon vor seiner Einführung Anfang 2015 durch entsprechende negative Erwartungseffekte auf Seiten der Unternehmen die Wachstumsperspektiven der deutschen Wirtschaft eingetrübt haben könnte (SVR 2014, S. 8). Die Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft (INSM) vermeldete nochmals kurz vor dem Jahreswechsel basierend auf einer von ihr in Auftrag gegebenen Untersuchung: „Zwischen 250.000 und 570.000 Arbeitsplätze werden nach neuesten Berechnungen durch den gesetzlichen Mindestlohn ab 1. Januar 2015 in Deutschland wegfallen.“ (INSM, Presseerklärung vom 3.12.2014).

Erfreulicherweise gibt es bislang aber keine Hinweise, dass diese negativen Vorhersagen zutreffen. Die Wirtschaftsleistung legte im Schlussquartal 2014 deutlich (saison- und kalenderbereinigt) um 0,7 % zu und der weitere wirtschaftliche Ausblick für die deutsche Volkswirtschaft ist positiv und hat sich in den letzten Monaten sogar noch verbessert. Auch die Entwicklung am Arbeitsmarkt ist weiterhin erfreulich, sowohl was den weiteren Beschäftigungsaufbau als auch den weiteren Abbau der Arbeitslosigkeit betrifft. Hinzu kommt, dass mit der Einführung des gesetzlichen Mindestlohns von Seiten der Politik ein wichtiger Schritt unternommen wurde, um zukünftig die Qualität der Arbeitsbedingungen in Deutschland wieder zu verbessern.

Zum Jahresbeginn 2015 hat die Zahl der Erwerbstätigen im Januar saisonbereinigt um 42 000 Personen zugenommen – nach monatsdurchschnittlichen Zuwächsen – von 29 000 Personen von Oktober bis Dezember 2014. Im Januar lag die Zahl der Erwerbstätigen, nicht saisonbereinigt, bei 42,48 Millionen Personen; das sind 408 000 Erwerbstätige mehr als im Januar vor einem Jahr.

Die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung entwickelt sich ebenfalls weiterhin sehr dynamisch. Im Dezember 2014 nahm die Zahl der sozialversicherungspflichtig Beschäftigten saisonbereinigt um 57 000 Personen auf knapp 30,5 Millionen Personen zu. Nach Einschätzung der Bundesagentur für Arbeit dürfte die aktuelle Entwicklung aber etwas überzeichnet sein, da die am aktuellen Rand hochgerechneten Beschäftigtenzahlen durch Änderungen im Meldeverfahren zur Sozialversicherung im Jahr 2014 mit größeren Unsicherheiten behaftet sind.

Die Arbeitslosigkeit in Deutschland ist in den Wintermonaten weiter zurückgegangen. Laut An-

<sup>4</sup> siehe hierzu insbesondere auch die Ausführungen in Horn et al. 2015.

gaben der Bundesagentur für Arbeit gab es im Februar 2015 saisonbereinigt 2,81 Millionen registrierte Arbeitslose in Deutschland; das war eine Abnahme um 20 000 Arbeitslose, nach Rückgängen von 10 000 und 26 000 Personen im Januar und Dezember. Dabei wurde der saisonbereinigte Rückgang auch etwas durch das milde Winterwetter begünstigt. Nicht saisonbereinigt beläuft sich die Zahl der registrierten Arbeitslosen im Februar auf 3,02 Millionen Personen, das sind rund 120 000 Arbeitslose weniger als im Vorjahr.

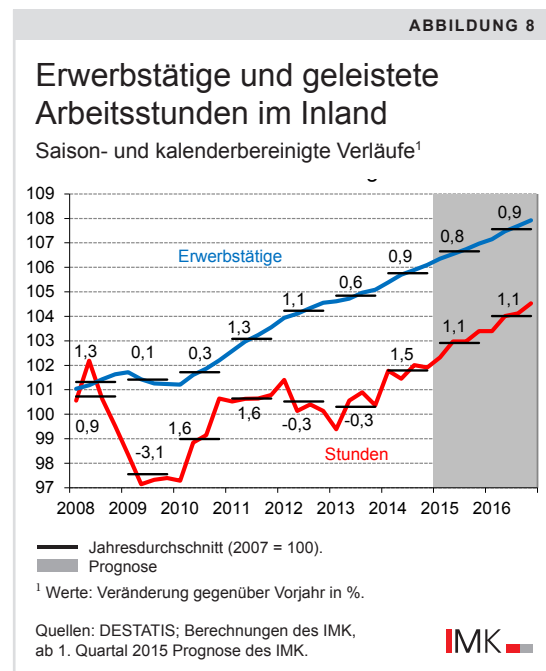
Die Unterbeschäftigung (ohne Kurzarbeit), ein breiteres von der Bundesagentur für Arbeit verwendetes Konzept zur Erfassung des Ausmaßes der Arbeitslosigkeit in Deutschland, welches auch arbeitslos gemeldete Personen in arbeitsmarktpolitischen Maßnahmen und in kurzzeitiger Arbeitsunfähigkeit umfasst, hat im Februar 2015 saisonbereinigt um 20 000 Personen abgenommen, nach Rückgängen von 15 000 und 17 000 Personen in den beiden Vormonaten. Insgesamt nahm die Unterbeschäftigung in den zwölf vorhergehenden Monaten durchschnittlich um 10 000 Personen pro Monat ab. Nicht saisonbereinigt lag die Unterbeschäftigung (ohne Kurzarbeit) im Februar bei knapp 3,9 Millionen Personen, 173 000 Personen weniger als vor einem Jahr.

Wie bereits weiter oben ausgeführt wird im Prognosezeitraum die Entwicklung am Arbeitsmarkt, neben dem sich verbessernden konjunkturellen Umfeld, auch von der Einführung eines allgemeinen gesetzlichen Mindestlohns am 1. Januar 2015 und der damit begonnenen dreijährigen Einführungsphase geprägt werden. Es ist davon auszugehen, dass von dem eingeführten Mindestlohn keine gesamtwirtschaftlichen Beschäftigungseffekte ausgehen werden. In einzelnen Bereichen kann es zwar durchaus zu einer Dämpfung der Beschäftigungsdynamik oder gar zu Beschäftigungsverlusten kommen, aber in anderen Bereichen wird die Beschäftigungsentwicklung dagegen in Folge der Einführung des Mindestlohns positiver ausfallen. Auch die geringfügige Beschäftigung dürfte in Folge der Einführung des Mindestlohns zurückgehen, gleichzeitig gewinnt die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung deutlich an wirtschaftlicher Attraktivität und wird dynamisch wachsen.

Die Erwerbstätigkeit wird 2015 jahresdurchschnittlich um 0,8 % zunehmen und könnte im Jahresdurchschnitt damit erstmals knapp über der Marke von 43 Millionen Erwerbstätigen liegen. Im nächsten Jahr wird der Zuwachs dann mit knapp 380 000 Personen im Jahresdurchschnitt ähnlich stark ausfallen (Abbildung 8, Tabelle 8). Das Arbeitsvolumen wird in diesem und im nächsten Jahr

jeweils um 1,1 % zunehmen, die durchschnittliche individuelle Arbeitszeit um 0,3 % beziehungsweise um 0,2 %. Die Veränderungsrate der Stundenproduktivität dürfte in beiden Jahren des Prognosezeitraums 1,1 % betragen und damit deutlich höher ausfallen als in den letzten Jahren.

Die Arbeitslosigkeit wird in diesem Jahr um rund 110 000 Personen auf knapp unter 2,8 Millionen registrierte Arbeitslose zurückgehen. Im da-



**TABELLE 8**

### Arbeitsmarktbilanz

Jahresdurchschnitt in 1000 Personen

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Erwerbstätige Inländer	40 983	41 522	41 979	42 226	42 598	42 959	43 326
Pendlersaldo	37	48	54	55	54	54	54
Erwerbstätige Inland	41 020	41 570	42 033	42 281	42 652	43 014	43 380
Arbeitnehmer sozialversicherungspflichtige Beschäftigung	36 533	37 024	37 489	37 824	38 247	38 634	39 011
Minijobs	5 025	5 014	4 981	5 017	5 033	4 959	4 942
Ein-Euro-Jobs <sup>1</sup>	306	188	137	111	97	94	90
Selbständige	4 487	4 546	4 544	4 457	4 405	4 380	4 369
geförderte Selbständige <sup>2</sup>	154	136	75	23	30	29	29
Arbeitslose <sup>3</sup>	3 239	2 976	2 897	2 950	2 898	2 786	2 670
Arbeitslosenquote BA <sup>4</sup>	7,7	7,1	6,8	6,9	6,7	6,4	6,2
Erwerbslose <sup>5</sup>	2 821	2 399	2 224	2 182	2 088	1 954	1 819
Erwerbslosenquote <sup>6</sup>	6,4	5,5	5,0	4,9	4,7	4,3	4,0
konjunkturelle Kurzarbeit	456	104	67	78	49	45	41

<sup>1</sup> Arbeitsgelegenheiten mit Mehraufwandschädigung.  
<sup>2</sup> Gründungszuschüsse, Existenzgründungszuschüsse, Überbrückungsgeld und Einstiegsgeld.  
<sup>3</sup> In der Abgrenzung der Bundesagentur für Arbeit.  
<sup>4</sup> In % aller zivilen Erwerbspersonen.  
<sup>5</sup> In der Abgrenzung der International Labour Organization (ILO).  
<sup>6</sup> In % der inländischen Erwerbspersonen.

Quellen: DESTATIS; Bundesagentur für Arbeit; Berechnungen des IMK, ab 2015 Prognose des IMK.

rauffolgenden Jahr dürfte die Arbeitslosigkeit dann im Jahresdurchschnitt um rund 120 000 Personen zurückgehen (Abbildung 9). Die Arbeitslosenquote wird im Jahresdurchschnitt 2015 bei 6,4 % liegen und 2016 dann bei 6,2 %.

Insgesamt ist davon auszugehen, dass es in diesem Jahr infolge der Einführung des gesetzlichen Mindestlohns zu einer positiven Lohndrift in der Größenordnung von einem halben Prozentpunkt kommen wird. Bei Tariflohnsteigerungen in Höhe von 3,0 % werden die Effektivlöhne in diesem Jahr um 3,5 % zunehmen. Im nächsten Jahr werden die Tariflöhne dann, auch als Folge der Übergangsregelungen bei der Einführung des gesetzlichen Mindestlohns, etwas stärker um 3,2 % zunehmen, die Effektivlöhne um 3,3 %.

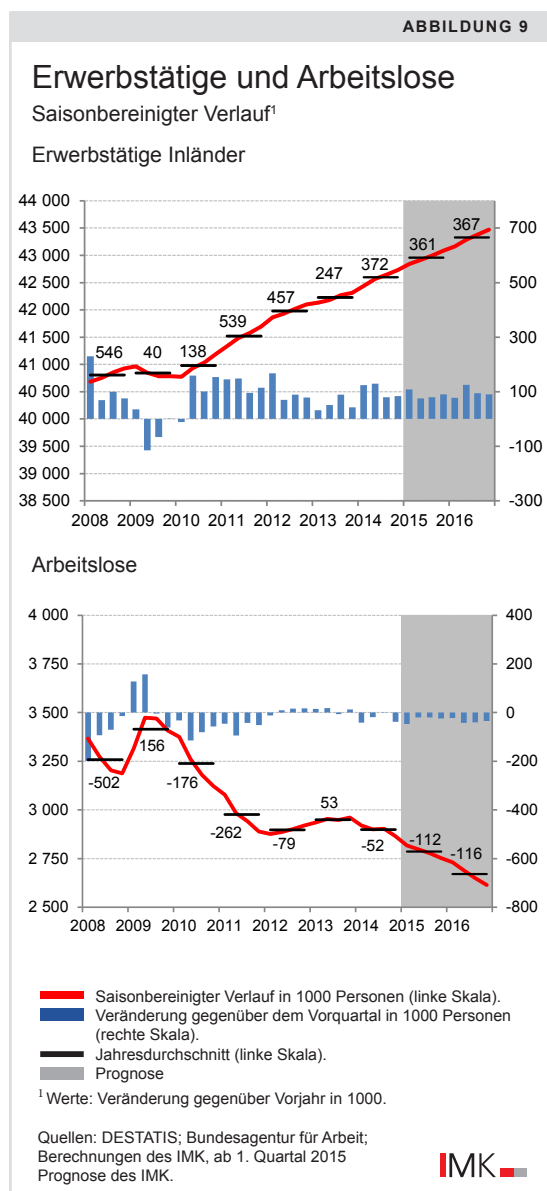
Insgesamt leistet die Politik mit dem Mindestlohn einen wichtigen Beitrag zur Stabilisierung der gesamtwirtschaftlichen Lohnentwicklung und zur Verbesserung der Arbeitsbedingungen in Deutsch-

land. Wichtig ist allerdings, dass sie sich in den nächsten Monaten standhaft zeigt gegenüber Versuchen, die Bindekraft des neu eingeführten Mindestlohns unter dem vermeintlichen Deckmantel des „Bürokratiemonsters“ sofort wieder auszuhebeln und die Dokumentationspflichten im Zusammenhang mit dem Mindestlohn aufzuweichen. Erfolgreiche Wirtschafts- und Beschäftigungspolitik zeichnet sich auch durch die Vorgabe klarer und verlässlicher Regeln aus, so dass Unternehmen unter gleichen Rahmenbedingungen in einen fairen unternehmerischen Wettbewerb treten können. Die geltenden Dokumentationspflichten der Unternehmen sind keineswegs übertrieben, wie interessierte Kreise glaubhaft machen wollen. In entwickelten Volkswirtschaften kann erwartet werden, dass ein gutes Unternehmen über den täglichen Arbeitsbeginn und das Arbeitsende sowie die Arbeitsdauer seiner Beschäftigten Auskunft geben kann. Nicht mehr als das verlangt aber die Dokumentationspflicht im Zusammenhang mit dem Mindestlohn für geringfügige Beschäftigungsverhältnisse und für die im Schwarzarbeitsbekämpfungsgesetz genannten Wirtschaftsbereiche bis zu einem regelmäßigen Bruttomonatsgehalt von 2985 Euro, eine Obergrenze, die sich aus der Höhe des gesetzlichen Mindestlohns und der maximal möglichen monatlichen Zahl an Arbeitsstunden von 348 Stunden nach dem Arbeitszeitgesetz ergibt.

### Den Aufschwung wirtschaftspolitisch gestalten

Die Konjunkturaussichten für Deutschland sind erfreulich. Getragen von einer Konsumdynamik, die in dieser Stärke in Deutschland lange nicht zu verzeichnen war, strebt die Wirtschaft in Deutschland einem Aufschwung zu. Im Aufschwung erscheint der wirtschaftspolitische Handlungsbedarf immer gering. Wirtschaftspolitische Abstinenz wäre jedoch derzeit fehl am Platz. Denn das wirtschaftliche Umfeld ist nach wie vor durch die Krise des Euroraums geprägt, die den Aufschwung in Deutschland jederzeit zum Absturz bringen kann. Hinzu kommt, dass auch in Deutschland dringender investiver Handlungsbedarf besteht, soll der künftige Wachstumspfad nicht vergleichsweise flach verlaufen.

Der Aufschwung in Deutschland ist nunmehr seit etwa zwei Jahren in stärkerem Ausmaß binnenwirtschaftlich getrieben. Eine große Rolle spielen dabei die höheren Lohnabschlüsse, die die Einkommen der privaten Haushalte vor dem Hintergrund der niedrigen Inflationsrate preisbereinigt kräftig steigern lassen. Das stimuliert den privaten Verbrauch.



In die gleiche Richtung wirkt die Einführung des Mindestlohns. Entgegen der vom Sachverständigenrat im vergangenen Jahr geäußerten Vermutung trübte dieser das konjunkturelle Klima nicht ein (Sachverständigenrat 2014, Ziffer 2 ff.). Dies ist nicht überraschend. Schließlich spielen neben Angebotsbedingungen, die sich gleichfalls durch die Einführung eines Mindestlohns verbessern können (Horn et al. 2015), auch Nachfragefaktoren, die durch eine höhere Lohnsumme zum Tragen kommen, eine Rolle für die konjunkturelle Dynamik. Insgesamt zeigt sich damit, dass in Deutschland ein stärker binnenwirtschaftlicher Aufschwung mit hoher Beschäftigung und hohen Wachstumsraten erreichbar ist. Aus steuerlicher Sicht ist ein solcher Aufschwung sogar ergiebiger als die vergangenen, im Wesentlichen außenwirtschaftlich induzierten. Auf Exporte fallen weniger Steuereinnahmen an, vor allem wegen der Mehrwertsteuer auf den privaten Konsum. Dies kommt den öffentlichen Haushalten zu Gute.

Es wäre sinnvoll, wenn die hierdurch entstehenden finanziellen Spielräume für investive Mehrausgaben zur Modernisierung der Infrastruktur genutzt würden. Dies ist gerade aus langfristiger Sicht eine bessere, weil produktivere Verwendung der Mittel als sie für eine über die Anforderungen der Schuldenbremse hinausgehende Konsolidierung einzusetzen. Letzteres lässt im Gegensatz zu erstem keine Wachstumsimpulse erwarten.

Die erfreuliche binnenwirtschaftliche Perspektive für Deutschland spiegelt sich im Euroraum als Ganzes trotz der leichten Erholung kaum wider. Zwar hat die Geldpolitik mit dem Beginn der Quantitativen Lockerung nochmals einen Impuls gesetzt. Dieser dürfte sich auf kürzere Sicht aber primär über die Abwertung des Euro positiv auswirken. Ob es damit in absehbarer Zeit gelingt, die Preissteigerungen in die Nähe des Inflationsziels anzuheben, ist zweifelhaft.

Oberste wirtschaftspolitische Priorität sollten alle Maßnahmen haben, die dazu beitragen, die Krise des Euroraums zu überwinden. Derzeit ist insbesondere die Debatte um die Maßnahmen in Griechenland sehr aufgeheizt. Deren Zuspitzung schadet wirtschaftlich dem gesamten Euroraum, da sie die Unsicherheit über die Zukunft der gemeinsamen Währung wieder erhöht hat. Das belastet in allen Mitgliedstaaten vor allem die Investitionen, deren zähe Schwäche seit Jahren bereits Beschäftigung und Wachstum belastet und vor allem künftige Wachstums- und Beschäftigungsmöglichkeiten

beschränkt. Vor diesem Hintergrund erscheint eine rasche Lösung des Konflikts in allseitigem Interesse.

Die Kompromissmöglichkeiten liegen dabei sogar auf der Hand. Auf der einen Seite ist die Forderung der griechischen Regierung nach mehr Spielraum in der Ausgabenpolitik unmittelbar nachzuvollziehen. Denn der harte Austeritätskurs ist gescheitert. Produktion und Beschäftigung sind in untragbarer Weise eingebrochen. Die Hoffnungen auf eine Überwindung der depressiven Tendenzen haben sich immer wieder als Irrtum erwiesen.

Dies ist nicht nur das Ergebnis zu harter Vorgaben von der europäischen Ebene, die die Bremswirkungen dieses Kurses massiv unterschätzten (Blanchard et al. 2013; Gechert und Rannenber 2015), sondern auch das Ergebnis der Umsetzung von Vorgaben seitens der früheren griechischen Regierungen, die den Beziehern niedriger Einkommen die Hauptlast des überharten Sparkurses aufgebürdet haben (Giannitsis und Zografakis 2015). Hier eine Korrektur vorzunehmen, ist nicht nur aus sozialen und Gerechtigkeitsgründen geboten, sondern dürfte über die von diesen Haushalten zu erwartende hohe zusätzliche Nachfrage die griechische Wirtschaft beleben.

Daher sollten die übrigen Mitgliedstaaten des Euroraums es Griechenland ermöglichen, seine Ausgaben moderat, aber gezielt für diese Haushalte zu erhöhen. Darüber hinaus sollte Griechenland aus europäischen Programmen, z.B. dem Juncker-Plan, Mittel für Investitionen erhalten, um positive Impulse für Wachstum und Beschäftigung setzen zu können.

Wenn dies geschieht, kann die neue griechische Regierung im Gegenzug keinen Schuldenschnitt erwarten. Insbesondere wenn die Steuerzahler der übrigen Mitgliedstaaten bereit sind, neue Investitionsmittel zur Verfügung zu stellen, wie auch die bereits geleisteten Garantien auf die älteren griechischen Schulden fortzuschreiben, ist die Erwartung, dass Schulden bedient werden, politisch und ökonomisch sinnvoll. Es ist auch leistbar, denn es bedarf unter den gegenwärtigen Rahmenbedingungen nur eines geringen nominalen Wachstums, um die Schuldenstandsquote Griechenlands zu verringern, und die Zinslast ist mittlerweile geringer als in einigen anderen Ländern des Euroraums (Watt 2015). Verweigert sich hingegen eine Mehrheit der Mitgliedsstaaten einer expansiveren Fiskalpolitik, wird auf Dauer ein Schuldenschnitt unvermeidlich. Sollte dieser zudem im Konflikt entstehen, ist ein nicht-intendierter Austritt Griechenlands aus dem Euro nicht auszuschließen.

## Grexit

Der Austritt oder Ausschluss eines Landes aus dem Euroraum ist in den Verträgen nicht vorgesehen. Ebenso wenig kann ein Land aber daran gehindert werden, den Euroraum zu verlassen; in Zusammenhang mit Griechenland wird diese Möglichkeit immer wieder diskutiert.

Vermeintliche Vorteile für Griechenland bestünden darin, dass es mit einer eigenen Währung abwerten und dadurch die preisliche Wettbewerbsfähigkeit seiner Wirtschaft steigern könnte. Es müsste sich ferner nicht an die Sparauflagen der EU-Kommission halten, sondern könnte selbstbestimmt wirtschaftspolitische Akzente setzen. Die Nachteile für den Euroraum werden angesichts des geringen Engagements privater Akteure in griechischen Wertpapieren vielfach als gering eingeschätzt. Abgesehen von möglichen politischen Konsequenzen wäre ein Austritt Griechenlands aber aus folgenden Gründen sowohl für Griechenland selbst als auch für den Euroraum ein kostenträchtiges und riskantes Unterfangen (Horn et al. 2011a). Selbst bei einer neuen Währung würde die Schuldenlast Griechenlands erst einmal steigen.

- Ohne Schuldenschnitt wäre der griechische Staat in einer noch prekäreren Lage, da die überwiegend auf Euro lautende Schuldenlast entsprechend der zu erwartenden und angestrebten Abwertung der nationalen Währung deutlich steigen würde.
- Die Abwertung der Währung würde die Inflation erhöhen und Reallohnverluste erzeugen; es besteht die Wahrscheinlichkeit von Zweitrundeneffekten und damit von steigender Inflation und weiteren Abwertungen. Damit könnten potentielle Exporterfolge möglicherweise erst gar nicht entstehen.
- Die griechische Zentralbank könnte nicht mehr von der Reputation der EZB profitieren, sondern müsste ihre Glaubwürdigkeit erst unter Beweis stellen. Hohe Risikoprämien und hohe Zinsen wären die Folge, mit negativen Konsequenzen für die wirtschaftliche Aktivität und den Fiskus.

Für den Euroraum bestünde das Hauptproblem darin, dass mit einem Austritt Griechenlands ein Präzedenzfall geschaffen würde. Das Risiko eines Austritts – auch einer Ländergruppe – würde wieder verstärkt in die Renditen nationaler Wertpapiere eingepreist werden und damit nicht nur die geldpolitische Transmission erschweren, sondern auch fiskalische Belastungen nach sich ziehen. Auch würde die latent vorhandene Gefahr von Finanzmarkturbulenzen infolge von Erwartungsänderungen an den Finanzmärkten steigen.

Die Staatsverschuldung Griechenlands ist zwar mit rund 300 Mrd. Euro bzw. 170 % des Bruttoinlandsproduktes sehr hoch, sie stellt aber unter den gegebenen Bedingungen keine massive Belastung der Wirtschaft dar. Mehr als 70 % der entsprechenden Forderungen werden von öffentlichen Gläubigern gehalten, die Laufzeiten sind lang und die Zinsbelastung relativ gering. Entscheidend ist, dass die griechische Wirtschaft wächst und die gigantische Produktionslücke geschlossen wird. Die Wirtschaftsleistung liegt um 25 % unter dem Vorkrisenniveau, die Arbeitslosenquote liegt bei 26 %; bei den unter 25-Jährigen sogar bei 51 % (Dezember 2014). Innerhalb des Euroraums sind die Aussichten auf einen Wachstumsprozess höher, insbesondere wenn gezielt Investitionen gefördert werden. Ob die öffentlichen Gläubiger darüber hinaus gewillt sind, auf einen Teil ihrer Forderungen zu verzichten, ist dann zweitrangig. Kommt es allerdings zu einem Grexit, erhöht sich nicht nur die Instabilität insgesamt, sondern die Forderungen gegenüber Griechenland – auch die der EZB – müssten überwiegend abgeschrieben werden.

### EZB: Hoffnungsträger Quantitative Lockerung

Als Reaktion auf die hartnäckige wirtschaftliche Schwäche im Euroraum und die fortwährende Unterschreitung des Inflationsziels hat die Europäische Zentralbank (EZB) Anfang März 2015 damit begonnen, in großem Stil Wertpapiere – insbesondere Staatsanleihen – aufzukaufen, um den Expansionsgrad der Geldpolitik zu erhöhen. Die Leitzinsen kann sie kaum noch senken: Der entscheidende Refinanzierungssatz liegt seit dem 10. September

2014 bei 0,05 % und die Verzinsung von Einlagen, die Geschäftsbanken bei der EZB halten, bei -0,2 %. So richtig die Quantitative Lockerung angesichts unterausgelasteter Kapazitäten und anämischer Inflationsdynamik ist, so fraglich ist es, ob dadurch eine durchgreifende Aufwärtsbewegung in Gang gesetzt werden kann. Vor vier Jahren, als die Zinsen noch deutlich höher und die Kurse noch deutlich niedriger waren, wäre dies ein Erfolg versprechender Weg gewesen. In der aktuellen Lage bei Zinsen von nahe Null muss in erster Linie die Fiskalpolitik



agieren, um die gesamtwirtschaftliche Nachfrage direkt zu stimulieren. Diese sollte zügig handeln, da eine lang währende Krise das Produktionspotential beeinträchtigt und von einer längeren Phase niedriger Zinsen auch negative Wirkungen ausgehen können.

#### „Inflation schnellstmöglich erhöhen“<sup>5</sup>

Aktuell sinken die Verbraucherpreise im Euroraum, zuletzt mit einer Rate von -0,3 % (Februar 2015). Wegen des starken Verfalls der Ölpreise seit Mitte 2014 überzeichnet diese Rate die Deflationstendenzen, aber auch die aussagekräftigere Kerninflationsrate – der Anstieg des harmonisierten Verbraucherpreisindex ohne Energie, Nahrungsmittel, Alkohol und Tabak – beträgt nur 0,6 % und lag damit deutlich unter dem Ziel für Preisstabilität. Diese Kernrate hat sich binnen Jahresfrist erneut abgesenkt; damals lag sie bei 1 %. (Abbildung 4).

Das Inflationsziel der EZB in Höhe von 1,9 % wird bereits seit mehreren Jahren deutlich unterschritten. Die Inflation im Euroraum war in den vergangenen Jahren gemessen am Inflationsziel nicht nur zu niedrig, sondern nahm zudem kontinuierlich ab und auch die meisten Inflationsprognosen wurden Quartal für Quartal gesenkt.

Im Januar 2015 entschied die EZB daher, zusätzlich zu den bereits beschlossenen Käufen besicherter Wertpapiere, wie Pfandbriefen und asset-backed securities (ABS), auch Staatsanleihen zu kaufen, um mittels einer Erhöhung der Liquidität dem „erhöhten Risiko einer zu ausgedehnten Phase niedriger Inflation zu begegnen.“<sup>6</sup>

Im Vordergrund steht dabei weniger die Gefahr einer Deflation, sondern vor allem die negative realwirtschaftliche Wirkung einer andauernden Unterschreitung des Inflationsziels. Das Inflationsziel ist eine wichtige Richtschnur für die wirtschaftlichen Akteure, an dem sich die Erwartungen ausrichten. Wird es verfehlt, werden diese Erwartungen enttäuscht. Steigen die Preise weniger als erwartet, bleiben auch die Einnahmen der Unternehmen hinter den Erwartungen zurück, die Realzinsen fallen höher aus und die Schuldenlast steigt. Der dämpfende Effekt auf die Produktion und die Investitionstätigkeit wirkt negativ auf die Beschäftigung und damit auf den Konsum, während zugleich die Steuereinnahmen des Staates geringer ausfallen. Die

Wirtschaft gerät in eine Stagnationsfalle bzw. sogar in eine Abwärtsspirale.

Die negativen Wirkungen einer zu geringen Inflation werden noch verstärkt, wenn auch die Inflationserwartungen sinken. Dann steigen die erwarteten Realzinsen und dämpfen die Produktionstätigkeit zusätzlich. Dies ist besonders gravierend, wenn die Leitzinsen – wie aktuell der Fall – bereits an der Nullgrenze sind und folglich nicht mehr gesenkt werden können.

Vor diesem Hintergrund erstaunt die vornehmlich in Deutschland geäußerte Auffassung, dass eine Inflationsrate nahe Null kein Problem darstelle, sondern im Gegenteil die Erfüllung des stabilitätspolitischen Auftrages der EZB sei (Stark 2014). Ähnlich äußerte sich im November 2014 der Sachverständigenrat (2014). Zuletzt gab es sogar Stimmen, die forderten, die EZB möge ihr Inflationsziel nach unten anpassen, da sie so ihr Mandat für Geldwertstabilität besser erfüllen würde (Rürup 2015b).

Eine solche Sicht verkennt die oben skizzierten Wirkungszusammenhänge. Auch das von Rürup vorgebrachte Argument, die Inflation sei deshalb niedrig, weil die Produktivitätsentwicklung im Vergleich zu den nominalen Lohnzuwächsen hoch ist, vermag nicht zu überzeugen (Rürup 2015a): Erstens ist die Produktivitätsentwicklung im Euroraum nicht hoch, sondern schwach ausgeprägt. Zweitens würde es der stabilitätspolitischen Funktion des Inflationsziels widersprechen, hierauf Rücksicht zu nehmen. Steigt das durchschnittliche Produktivitätswachstum, so nimmt der Lohnspielraum entsprechend zu, so wie der Lohnspielraum im Falle einer Schwäche der Produktivitätsentwicklung abnimmt; die mittelfristige Inflationsentwicklung sollte hiervon nicht beeinflusst werden. Zur Verdeutlichung: Keiner dieser Autoren würde im Falle einer Abschwächung der Produktivitätsentwicklung dafür plädieren, das Inflationsziel anzuheben. Ein solches Verhalten erzeugt zudem einen Moment der Unsicherheit, das Inflationsziel genau dann zu ändern, wenn es deutlich verfehlt wird. Damit wird unklar, wie ernst die EZB ihre eigene Zielsetzung eigentlich nimmt.

Insbesondere aber ignorieren die Verfechter einer Inflationsrate nahe Null die stabilitätspolitische Bedeutung der Zinsuntergrenze von Null. Die Nominalzinsen können im Großen und Ganzen nicht unter Null sinken. Läge die Inflationsrate üblicherweise bei Null, so würde sie in einem Abschwung schnell in den negativen Bereich rutschen und die Realzinsen könnten nicht negativ werden, sondern wären selbst bei einem Nominalzins von Null in dem Maße positiv, in dem die Inflationsrate negativ ist.

<sup>5</sup> “We will do what we must to raise inflation and inflation expectations as fast as possible, as our price stability mandate requires of us.” (Draghi 2014b).

<sup>6</sup> „... the prevailing degree of monetary accommodation was insufficient to adequately address heightened risks of too prolonged a period of low inflation.” (Draghi 2015a)

## Macht und Ohnmacht der EZB

An eben diese untere Zinsschranke ist die EZB im vergangenen Jahr gestoßen, und das obwohl das Inflationsziel bei 2 % und nicht bei Null liegt. Mit dem Kauf von Pfandbriefen, ABS und Staatsanleihen betreibt sie nun notgedrungen eine Quantitative Lockerung, deren Wirkung eher bescheiden sein dürfte.

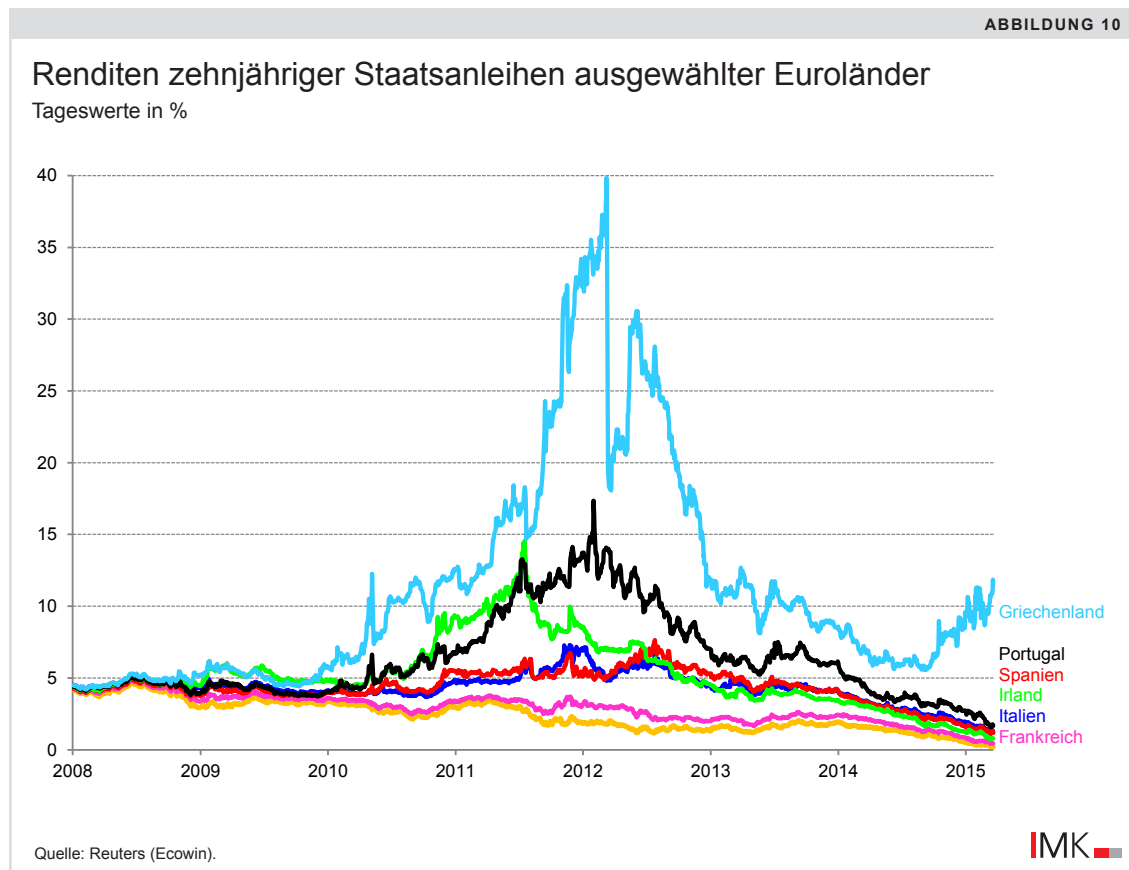
Die entscheidenden Wirkungskanäle der aktuellen Quantitativen Lockerung bestehen in der Signalwirkung und der Wechselkurswirkung. Die EZB bekräftigt mit diesem Schritt ihre Entschlossenheit, den Euroraum zusammenzuhalten und zu stabilisieren, und wirkt damit positiv auf das Vertrauen. Die Abwertung des Euro – real effektiv um 7 % seit August 2014, gegenüber dem US-Dollar um 17 % – wirkt stimulierend über die Exportnachfrage und die Importsubstitution.

Hinzu kommt der Rückgang der Renditen im längerfristigen Bereich, der für sich genommen positiv auf realwirtschaftliche Investitionen wirken sollte (Portfolio-Effekt). Die Renditen für deutsche Bundesanleihen mit einer Laufzeit von neun bis zehn Jahren sind seit August 2014 um 0,7 Prozentpunkte auf knapp 0,3 % gesunken (Mitte März 2015). In den am stärksten von der aktuellen Krise betroffenen Ländern war der Rückgang noch ausgeprägter, und zwar in den meisten Ländern um rund 1 Prozentpunkt (Abbildung 10). Eine Ausnahme bildet Griechenland, wo erneut die Gefahr eines

staatlichen Zahlungsausfalls bzw. eines Grexits einen Anstieg der langfristigen Renditen um knapp 6 Prozentpunkte zur Folge hatte (Infobox 1).

Ob es der EZB tatsächlich gelingt, ihre Bilanzsumme um rund 1000 Mrd. Euro auszuweiten, ist zwar ungewiss, aber nicht von entscheidender Bedeutung. Der Vergleich mit der Bilanzsumme im März 2012 in Höhe von knapp 3000 Mrd. Euro ist wenig zielführend: Damals waren die Banken angesichts der hohen Unsicherheit bestrebt, viel kurzfristig verfügbare Liquidität bei den Zentralbanken des Eurosystems zu halten. Diese Einlagen der Banken (Girokonten und Einlagefazilität) waren im März 2012 dreimal so hoch wie aktuell und die Refinanzierung der Banken beim Eurosystem war entsprechend aufgebläht (Abbildung 11). Mittlerweile ist die Refinanzierung der Banken in der Nähe des Vorkrisenniveaus von Anfang 2007. Ähnliches gilt für die Einlagen. Wenn die EZB nun wie angekündigt bis September 2016 monatlich Wertpapiere im Wert von 60 Mrd. Euro kauft, erhöht sie zwar ihren Wertpapierbestand um rund 1000 Mrd. Euro, aber die Bilanz verlängert sich nicht zwangsläufig in gleichem Ausmaß. Dies wäre nur dann der Fall, wenn beispielsweise die Banken ihre Liquidität entsprechend erhöhen oder die Unternehmen und privaten Haushalte ihren Banknotenbestand. Wahrscheinlicher ist, dass die Geschäftsbanken ihre reguläre Refinanzierung beim Eurosystem wei-

ABBILDUNG 10



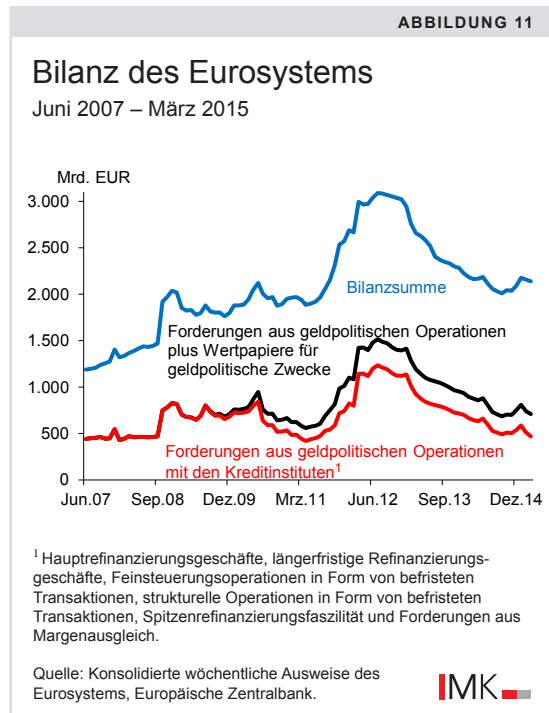
ter abbauen und es zu einer weniger starken Bilanzverlängerung kommt.

Dessen unbeschadet erzielt die Quantitative Lockerung eine expansive Wirkung. Die Frage ist allerdings, ob diese ausreicht, um den Euroraum aus seiner Lethargie zu reißen und einen Aufschwung in Gang zu bringen, der die Arbeitslosigkeit senkt, die Produktionssteigerungen erhöht und dadurch die erhebliche Schuldenlast des privaten und öffentlichen Sektors tragfähig gestaltet. Manche der vielfach geforderten angebotsorientierten Strukturereformen mögen prinzipiell in der Lage sein das Produktionspotential zu steigern. Bei unterausgelasteten Kapazitäten bilden aber nicht die Angebotsbedingungen, sondern eine zu geringe Nachfrage den Hemmschuh. Wenn die Geldpolitik den Realzins nicht hinreichend senken kann und die Fiskalpolitik die stabilitätspolitische Lücke nicht füllt, besteht die Gefahr, dass der Euroraum über noch längere Zeit in einer stagnativen Phase verharrt mit deutlich negativen Auswirkungen nicht nur auf die wirtschaftlichen und politischen Lebensbedingungen sondern auch auf das Produktionspotential.

Jüngsten Schätzungen des Internationalen Währungsfonds und der EU-Kommission zufolge, hatte der Euroraum 2014 eine negative Produktionslücke in Höhe von 2 bzw. 3 %. Allein um diese Lücke zu schließen, müsste das Wachstum also 2 % betragen und mit jedem Jahr, in dem das nicht geschieht schließt sich die Lücke angebotsseitig – durch die Verringerung der Produktionsanlagen und des Arbeitsangebots. Gegenwärtig muss der deutsche Staat für einen längerfristigen Kredit keine Zinsen zahlen, er bekommt sogar Geld dafür. Während die Geldpolitik nur indirekt auf die Finanzierungsbedingungen wirken kann, beeinflusst der Staat durch investive Ausgaben die Nachfrage sofort und fördert zudem die mittelfristigen Produktionsbedingungen für den Privatsektor durch eine verbesserte Infrastruktur.

Im August 2014 hat Zentralbankpräsident Draghi ähnlich argumentiert (Draghi 2014a). Er hob damals zudem einen wichtigen Unterschied zwischen den USA und dem Euroraum hervor, der die Stabilisierung auf der anderen Seite des Atlantiks etwas einfacher gestaltete: Die Rolle der US-amerikanischen Zentralbank als Käufer von Staatsanleihen stabilisierte die Erwartungen, während im Euroraum, wo die Zentralbank keine derartige Rückfallposition eingenommen hat, Verunsicherung zu stark steigenden Risikoprämien führte.

Enttäuschend und besorgniserregend sind daher seine jüngsten Äußerungen im März dieses Jahres. Nicht nur stellt er Strukturereformen in den Vordergrund (Draghi 2015b), sondern er regte jüngst



auch an, die Sonderbehandlung von Staatsanleihen bei der Bankenregulierung zu überdenken und diese nicht mehr als risikofreie, sondern als riskante Anlagen zu behandeln (Draghi 2015c). So argumentiert bereits seit einiger Zeit die Bundesbank (Weidmann 2013). Für die künftige Stabilität des Euroraums wäre dies allerdings verheerend: Können sich Investoren nicht darauf verlassen, dass Staatsanleihen des Euroraums „sichere“ Aktiva sind, können Erwartungsänderungen und Spekulation kumulative Prozesse in Gang setzen, an deren Ende sich die Erwartungen tatsächlich erfüllen. Für die Stabilität des Euroraums und auch die ungestörte Transmission geldpolitischer Impulse wäre es demgegenüber erforderlich, staatliche Zahlungsausfälle und Austritte aus dem Währungsraum auszuschließen (Tober 2015).

Die niedrigen Zinsen und die Erhöhung der Liquidität im Euroraum können die Nachfrage nur indirekt erhöhen, bergen aber zugleich die Gefahr von Fehlallokation, Blasenbildung und Problemen bei der Altersvorsorge in sich. Stimulierend wirkt ohne Zweifel die starke Abwertung des Euro. Aber die Abwertung exportiert letztlich die Nachfrageschwäche und belastet damit das weltwirtschaftliche Umfeld. Schon von daher wäre es riskant, allein aus der Abwertung eine nachhaltige Beschleunigung der Konjunktur im Euroraum zu erwarten. Das gilt insbesondere, da sich immer höhere außenwirtschaftliche Ungleichgewichte abzuzeichnen beginnen. Vielmehr wäre eine Stärkung der Binnennachfrage durch eine aktivere Fiskalpolitik notwendig.

## Europäische Fiskalpolitik: Klarer Strategiewechsel notwendig

Nach fünf Jahren Austeritätspolitik setzt sich langsam die Erkenntnis durch, dass der harte Sparkurs nicht die Erfolge gebracht hat, die sich unter anderem das Bundesministerium der Finanzen (2012) versprochen hatte. Ausgabenkürzungen werden inzwischen nicht mehr unkritisch als Wachstumsbeschleuniger angesehen, sondern es wird ein plausibler Zielkonflikt zwischen Konsolidierung und Wachstum beschrieben (Europäischer Rat 2014). Dieser Zielkonflikt zeigt sich in der Parallelität von fiskalischen Impulsen und BIP-Wachstum im Euroraum seit 2010 (Abbildung 3). Mit der Verschärfung der Konsolidierung sank die Wachstumsrate des BIP drastisch. Mit der Lockerung des Sparkurses nach 2012 stieg auch die Wachstumsrate wieder an.

Freilich sind allein anhand dieser Korrelation keine Kausalzusammenhänge festzumachen. Gechert et al. (2015) haben jedoch auf Basis einer breit angelegten Schätzung von Fiskalmultiplikatoren die Auswirkungen der Austerität auf das Wachstum im Euroraum untersucht und schätzen, dass die Maßnahmen in Summe einen Einbruch des BIP um 7,7 % bewirkt haben. Rannenberg et al. (2014) kommen auf der Basis von Modellsimulationen zu ähnlichen Ergebnissen. Am Beispiel Griechenlands zeigt sich sogar noch deutlicher, wie drastische Ausgabenkürzungen und Steuererhöhungen mitten in einer tiefen Rezession die Krise noch weiter verschärfen und letztlich die Konsolidierung erschweren können (Infobox 2).

Diese Analysen verdeutlichen, dass die regelmäßige Verfehlung der vereinbarten Konsolidierungsziele nicht etwa die Folge einer zu laxen Sparpolitik war, sondern auf eine systematische Unterschätzung der negativen Rückwirkungen der Sparmaßnahmen auf das BIP durch die Europäische Kommission, die Troika und die Regierungen zurückzuführen ist. Die wirtschaftspolitischen Entscheidungsträger haben aber nicht nur mit bemerkenswerter Konsequenz an ihrem falschen Kurs festgehalten, sondern ihn im Lichte der sich häufenden Zielverfehlungen zunächst sogar noch verschärft (Horn et al. 2011b).

Mittlerweile hat in den europäischen Institutionen ein teilweises Umdenken eingesetzt. In den vergangenen beiden Jahren wurde das Tempo der Konsolidierung in den meisten Ländern etwas zurückgefahren. Dieser Prozess wird sich auch im laufenden und im kommenden Jahr fortsetzen. Die fiskalischen Impulse waren aber in allen betrachteten Ländern mit Ausnahme Deutschlands und Österreichs auch 2014 noch kontraktiv.

Mit dem „European Fund for Strategic Investment“ (EFSI, Juncker-Plan) zum Jahresende 2014

wurde ein Instrument geschaffen, welches die mangelnde Investitionsbereitschaft im Euroraum bekämpfen soll, wobei dessen Schlagkraft aufgrund der geringen Ausstattung mit öffentlichen Mitteln anzuzweifeln ist (Horn et al. 2015).

Im Januar 2015 hat die Europäische Kommission (2015) außerdem eine neue Auslegung der Regeln des Stabilitäts- und Wachstumspaktes (SWP) vorgelegt, mit fünf wesentlichen Bestandteilen: Erstens wird Mitgliedsländern, welche sich in einer Rezession befinden, eine leichte Streckung des Konsolidierungspfades für die mittelfristigen strukturellen Budgetziele („Medium-Term Objectives“) erlaubt, wodurch die Prozyklizität der bestehenden Regeln etwas verringert wird. Zweitens wird zur Ermittlung des strukturellen Defizits auf ein neues bottom-up Verfahren zurückgegriffen („discretionary fiscal effort“), das eine bessere Bereinigung von zyklischen Schwankungen verspricht. Dadurch wird gerade in tiefen Abschwüngen ein größerer Teil des Defizits als konjunkturell anerkannt und somit werden prozyklische Konsolidierungsaufgaben verringert.

Drittens können zusätzliche Defizite aufgrund von strukturellen Reformen bis zu einer Grenze von 0,5 % des BIP über einen gestreckten Konsolidierungspfad bei den mittelfristigen Budgetzielen und bei den „Verfahren bei einem übermäßigen Defizit“ zurückgeführt werden („Strukturreformklausel“). Die Europäische Kommission beurteilt, was als strukturelle Reform in diesem Sinne gilt. Viertens können gemäß der „Investitionsklausel“ Länder, die in keinem Verfahren wegen eines übermäßigen Defizits sind, temporär von ihrem Konsolidierungspfad durch höhere Investitionsausgaben abweichen, wenn sich das Land in einer konjunkturellen Schwächephase (negatives BIP-Wachstum oder Produktionslücke über 1,5 % des BIP) befindet und wenn diese Investitionen von der EU ko-finanziert sind. Das Land darf dadurch aber nicht die Drei-Prozent-Defizitregel verletzen und die Mehrausgaben müssen innerhalb von vier Jahren kompensiert werden, sodass die mittelfristigen Budgetziele unverändert bleiben. Fünftens gelten Beiträge der Länder zum EFSI nicht als defizitwirksam im Sinne des Stabilitätspakts.

Wie stark sich diese Änderungen in der Praxis auswirken, muss sich noch zeigen. Gerade die Wirkung der Strukturreformklausel ist aufgrund der diskretionären Entscheidungsstruktur nicht prognostizierbar. Allerdings sind mit der Strukturreformklausel und der Investitionsklausel zusätzliche Hebel geschaffen worden, mit denen ein Teil der Mittel, die das langfristige Wachstumspotenzial steigern, wie z.B. Investitionen in Energieeffizienz und Bildungsausgaben, vor Kürzungen geschützt

werden können (Truger 2015). Immerhin wurde auf Basis der neuen Regeln der Budgetplan Italiens im Rahmen der jüngsten Überprüfung akzeptiert und die Konsolidierungsanforderungen aufgrund außergewöhnlicher Umstände gesenkt. Frankreich erhielt zwei zusätzliche Jahre zur Reduzierung seines Budgetdefizits.

Allerdings ging die bisherige Verlangsamung des Konsolidierungskurses nicht mit einem klaren öffentlichen Eingeständnis einher, dass die bisherige Austeritätspolitik gescheitert ist. Nicht zuletzt aus diesem Grund wurde dieser Kursänderung in der öffentlichen Wahrnehmung gerade in Deutschland mit Misstrauen gegenüber den anderen Mitgliedstaaten und den europäischen Institutionen begegnet. Im Kern wurde dies als Ergebnis mangelnden Reformwillens und der Weigerung, notwendige Opfer zu bringen, verstanden.

Um das Vertrauen der Mitgliedstaaten untereinander und in die europäischen Institutionen wieder herzustellen, wäre eine Einbettung der neuen Regeln in eine klar kommunizierte makroökonomische Strategie notwendig. Die politischen Entscheidungsträger müssen den Bürgern erklären, dass die Überwindung der Stagnation eine Grundvoraussetzung für eine Sanierung der öffentlichen Haushalte in den Krisenländern ist.

Das IMK hat bereits mehrfach darauf hingewiesen, dass zur Überwindung der Stagnation im Euroraum ein finanzpolitischer Impuls, z.B. in Form eines mehrjährigen europäischen öffentlichen Infrastrukturprogramms, notwendig ist und hat entsprechende Simulationen durchgeführt, die zeigen, dass ein solcher Impuls aktuell hohe Selbstfinanzierungseffekte mit sich bringen würde (Horn et al. 2015, OFCE / IMK / ECLM 2013). Für ein solches Programm wäre auch das derzeitige Rahmenwerk ausreichend, denn es erlaubt gemäß der Interpretation der EU-Kommission (2015) ein Aussetzen der Konsolidierung in ökonomischen Ausnahmezuständen (negatives Wachstum oder Produktionslücke größer 4 % des BIP). Würde die jahrelange Stagnation des Euroraums mit ihrer enorm hohen Arbeitslosigkeit als Ausnahmesituation anerkannt, könnte innerhalb der bestehenden Regeln ein koordinierter kreditfinanzierter Investitionsimpuls der Mitgliedsstaaten gesetzt werden. Dazu bedarf es allerdings eines klar kommunizierten Strategiewechsels, weg von einer gescheiterten Politik der Austerität mit Notkorrekturen, hin zu einer investiven Fiskalpolitik im Euroraum.

INFOBOX 2

## Effekte der Konsolidierung in Griechenland

In dieser Infobox werden die Effekte der Konsolidierung in Griechenland von 2010 bis 2014 auf die Entwicklung des BIP, des öffentlichen Defizits und der Schuldenstandsquote untersucht, die ausführlicher in Gechert und Rannenberg (2015) analysiert werden. In einem ersten Schritt wird der Umfang der in diesem Zeitraum durchgeführten Konsolidierungsmaßnahmen, getrennt nach einzelnen Komponenten des Staatshaushaltes ermittelt. Diese sind in Tabelle Box 2.1 dargestellt. Auf der Ausgabenseite (darunter insbesondere beim öffentlichen Konsum) kam es in der Summe zu Kürzungen, die mehr als 12 % des griechischen Bruttoinlandsprodukts ausmachen. Einnahmeseitig ergeben sich Zahlen in ähnlicher Größenordnung.

Die Auswirkungen dieser Maßnahmen auf die Gesamtwirtschaft werden durch den Multiplikator bestimmt. Bei einem Multiplikator von 1 etwa bewirkt ein Rückgang staatlicher Ausgaben um 1 Mrd. Euro eine Senkung des Bruttoinlandsprodukts um denselben Betrag. Prinzipiell gibt es Unterschiede in den Multiplikatoren verschiedener staatlicher Maßnahmen (Gechert 2015). In einer Meta-Regressions-Analyse, die die Multiplikatoren aus 98 empirischen Studien auswertet, haben Gechert und Rannenberg (2014) untersucht, inwiefern sich die Multiplikatorwirkungen verschiedener fiskalischer Impulse im Auf- und Abschwung und in Zeiten „normaler“ Wirtschaftsauslastung unterscheiden. Dabei zeigt sich, dass insbesondere ausgabeseitige Maßnahmen im Abschwung sehr hohe Multiplikatoren aufweisen, während steuerliche Maßnahmen generell geringere Multiplikatoren haben und diese sich auch nicht mit der wirtschaftlichen Auslastung verändern. Die durchschnittlichen Werte der Multiplikatoren aus Gechert und Rannenberg (2014) sind in Abbildung Box 2.1 dargestellt.

Sind diese Multiplikatorwerte für die spezifische Situation Griechenlands anwendbar? Monokroussos und Thomakos (2013) finden vergleichbare Werte auf Basis griechischer Zeitreihendaten. Mancherorts wurde allerdings in den vergangenen Jahren argumentiert, dass in Griechenland wie auch in anderen von steigenden Staatsanleiherenditen betroffenen Ländern die Kürzung staatlicher Ausgaben lediglich schwache Schrumpfungseffekte haben würde. Eine solche Politik würde angeblich helfen, das Vertrauen der Finanzmärkte in die Solvenz des Landes und damit auch des Finanzsystems zurückzugewin-

nen, und darüber die private Nachfrage stimulieren (Trichet 2010). Die Multiplikatoren seien deshalb in einer solchen fiskalischen Notlage gering.

Jedoch verweist auch die jüngere empirische Evidenz darauf, dass staatliche Ausgabekürzungen gerade in fiskalischen Notlagen höhere Multiplikatoren aufweisen (Born et al. 2015), möglicherweise weil die Finanzmärkte auch den negativen Wachstumseffekt der Konsolidierung berücksichtigen und die erhoffte Zinssenkung deshalb zumindest kurzfristig ausbleibt (Cottarelli and Jaramillo 2012). Es ist daher durchaus plausibel, von hohen Multiplikatoren auszugehen.

### Auswirkungen auf das BIP

Kombiniert man nun die einzelnen Konsolidierungsmaßnahmen mit ihren jeweiligen Multiplikatoren aus dem AbschwungszENARIO (in dem sich die griechische Wirtschaft ohne Zweifel seit 2008 befand), lässt sich die Wirkung der Austeritätspolitik im Zeitraum 2010 bis 2014 auf das Bruttoinlandsprodukt abschätzen. Die Ergebnisse dieser Rechnung finden sich in Tabelle Box 2.2.

Der negative Effekt auf das BIP steigt bereits 2010 über 10 % und kumuliert sich bis 2013 auf 28 % des BIP von 2009, wobei 2014 mit der Lockerung der Sparmaßnahmen eine leichte Entspannung einsetzt. Dennoch bewirken die Austeritätsmaßnahmen in der Summe eine Schrumpfung des BIP um 1/4 der griechischen Wirtschaftsleistung von 2009. Das Austeritätsexperiment war also mit enormen Kosten verbunden. Insbesondere die Kürzungen auf der Ausgabenseite mit ihren starken Multiplikatoreffekten

TABELLE BOX 2.1

### Konsolidierungsmaßnahmen in Griechenland, kumuliert

a) Mrd. Euro in Preisen von 2010

b) in % BIP von 2009

	2010	2011	2012	2013	2014		2010	2011	2012	2013	2014
<b>Einnahmen</b>	10,0	19,6	25,1	28,3	29,4	<b>Einnahmen</b>	4,2	8,2	10,5	11,8	12,3
Transfers	1,8	2,2	3,9	7,7	7,0	Transfers	0,8	0,9	1,6	3,2	2,9
Öff. Konsum	5,5	10,6	13,8	17,5	17,8	Öff. Konsum	2,3	4,4	5,8	7,3	7,4
Öff. Investitionen	3,8	6,1	6,4	6,1	4,5	Öff. Investitionen	1,6	2,5	2,7	2,5	1,9
<b>Ausgaben</b>	11,2	18,9	24,1	31,3	29,2	<b>Ausgaben</b>	4,7	7,9	10,1	13,1	12,2
<b>Summe</b>	21,2	38,5	49,2	59,6	58,6	<b>Summe</b>	8,9	16,1	20,6	24,9	24,5

Einnahmenseite: AMECO Discretionary Measures Current Revenues. Ausgabenseite: VGR-Daten von AMECO. Werte von 2014 sind vorläufige Schätzungen vom Februar 2015.

Quelle: AMECO, Berechnung des IMK.



TABELLE BOX 2.2

### Geschätzter Effekt der Konsolidierung auf das BIP, kumuliert

a) Mrd. Euro in Preisen von 2010

b) in % BIP von 2009

	2010	2011	2012	2013	2014		2010	2011	2012	2013	2014
<b>Einnahmen</b>	-3,7	-6,3	-7,6	-8,0	-7,5	<b>Einnahmen</b>	-1,5	-2,6	-3,2	-3,3	-3,1
Transfers	-4,7	-5,6	-9,6	-18,9	-16,8	Transfers	-2,0	-2,3	-4,0	-7,9	-7,0
Öff. Konsum	-9,7	-18,2	-23,5	-29,4	-29,4	Öff. Konsum	-4,1	-7,6	-9,8	-12,3	-12,3
Öff. Investitionen	-7,1	-11,0	-11,5	-10,8	-7,9	Öff. Investitionen	-3,0	-4,6	-4,8	-4,5	-3,3
<b>Ausgaben</b>	-21,5	-34,8	-44,6	-59,1	-54,1	<b>Ausgaben</b>	-9,0	-14,6	-18,6	-24,7	-22,6
<b>Summe</b>	-25,2	-41,1	-52,2	-67,1	-61,6	<b>Summe</b>	-10,5	-17,2	-21,8	-28,0	-25,7

Quelle: AMECO, Berechnung des IMK.



in der Krise waren demnach die Ursache für den Einbruch des BIP ab 2010. Zwar hatten die einnahmeseitigen Sparmaßnahmen einen ähnlichen Umfang, ihre kontraktive Wirkung auf das BIP war jedoch gemäß der Berechnung wesentlich milder.

Auf Basis dieser Zahlen lässt sich ein alternativer Pfad des BIP ohne Austerität berechnen. In Abbildung Box 2.2 wird dieser hypothetische Pfad mit der tatsächlichen Entwicklung und einigen weiteren Alternativen verglichen. Demgemäß hätte die griechische Wirtschaft ohne die Austeritätsmaßnahmen anstatt des enormen tatsächlich beobachteten Einbruchs eine stagnative Entwicklung nach 2009 erlebt. Diese hätte ungefähr der Entwicklung des BIP des Euroraums entsprochen, in dem in Summe ebenfalls beachtliche, wenn auch weitaus weniger starke Konsolidierungsprogramme implementiert wurden (Gechert et al. 2015).

### Auswirkungen auf Defizit und Schuldenstand

Welche Auswirkungen aber hatte die Austerität auf das Primärdefizit und die Schuldenstandsquote? Um diese Fragen beantworten zu können, müssen Annahmen über die Budgetelastizität, die Entwicklung der Zinszahlungen und die Preisentwicklung in dem hypothetischen Szenario ohne Austerität getroffen werden, die in Gechert und Rannenberg (2015) erläutert werden.

Abbildung Box 2.3 illustriert, dass im Szenario ohne Austerität der Primärsaldo zwar in etwa auf dem Niveau von 2009 verharrt hätte, während er im tatsächlichen Verlauf bis 2014 sogar einen Überschuss erreicht. Die Schuldenstandsquote wäre bis 2014 dennoch 10 Prozentpunkte geringer gewesen, als es tatsächlich der Fall war, weil der Einbruch des BIP nach 2009 vermieden worden wäre.

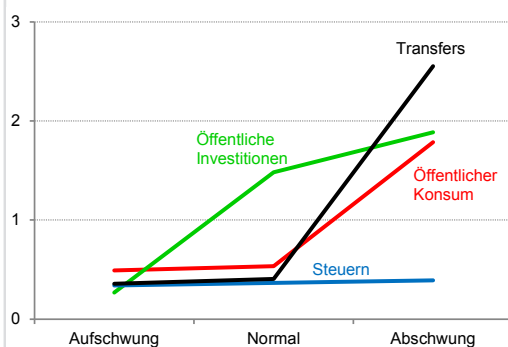
### Erfolgreichere Konsolidierung

Gemäß Abbildung Box 2.1 sind die negativen Wirkungen von Kürzungen bei Transfers und öffentlichem Konsum wesentlich geringer, wenn die Wirtschaft sich nicht in einer Unterauslastungssituation befindet. Wir betrachten daher auch den Fall, in dem Griechenland seine Konsolidierung im vollen Umfang, aber zeitlich gestreckt in einer Phase nach der Erholung durchgeführt hätte. In diesem Fall hätte der kumulierte BIP-Verlust nur 9,1 % betragen, d.h. etwa 2/3 der kumulierten BIP-Verluste hätten vermieden werden können. Der Primärsaldo hätte sich, bei gleichem Konsolidierungsvolumen, um etwa 20 Prozentpunkte (gemessen am BIP von 2009) verbessert, also beinahe doppelt so stark wie in der tatsächlichen Entwicklung. Die Vorteile einer zeitlich gestreckten Konsolidierung wurden bereits an anderer Stelle verdeutlicht (Batini et al. 2012; ECLM / IMK / OFCE 2012).

Abbildung Box 2.1 zeigt auch, dass einnahmeseitige Multiplikatoren selbst in Abschwüngen vergleichsweise gering ausfallen. Deshalb wurden auch die Effekte einer rein einnahmebasierten Konsolidierung untersucht. Aus den Abbildungen Box 2.2 und 2.3 lässt sich für das Szenario „nur Einnahmen“ entnehmen, dass der Pfad des BIP zwar leicht unterhalb des Szenarios ohne Konsolidierung gelegen hätte, aber weit oberhalb der tatsächlichen Entwicklung. Obendrein wäre das Primärdefizit beinahe ebenso deutlich gesunken, wie im tatsächlichen Verlauf. Die Schuldenstandsquote hätte jedoch im Jahr 2014

ABBILDUNG BOX 2.1

### Kumulative Multiplikatoren fiskalischer Impulse für verschiedene Regime



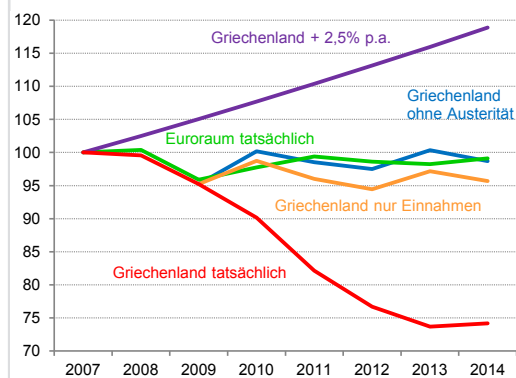
Quelle: Gechert und Rannenberg (2014).



ABBILDUNG BOX 2.2

### Reales BIP

diverse Szenarien, 2007=100



Quelle: Gechert und Rannenberg (2015).



beinahe 40 Prozentpunkte niedriger gelegen. Das verdeutlicht, dass die umfangreichen ausgabeseitigen Sparmaßnahmen aufgrund ihrer hohen Multiplikatoren fast nichts zur Konsolidierung beitragen konnten.<sup>1</sup>

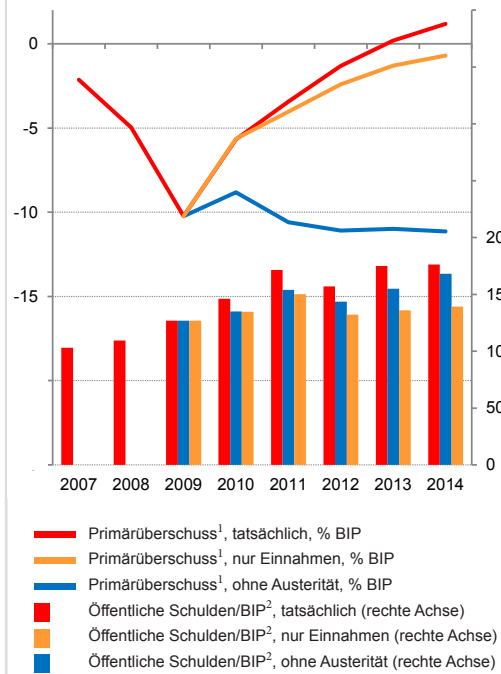
Zweifellos wäre eine gestreckte, oder auf die Einnahmeseite konzentrierte Konsolidierung im Jahr 2010 auf institutionelle und politische Widerstände gestoßen, auch deshalb weil das Vertrauen in die griechische Politik erschüttert und das Funktionieren der Finanzbehörden beeinträchtigt war. Allerdings müssen diese Widerstände gegen die hohen Kosten der Konsolidierung abgewogen werden, die am Ende die Zahlungsfähigkeit Griechenlands eher verschlechtert haben. Die diesen Effekten zugrundeliegenden hohen Multiplikatorwirkungen waren bereits früh bekannt (Almunia et al. 2010; Christiano et al. 2009; Eggertsson 2009; Krugman 2010; Murray 2010, Horn et al. 2011b). Es wäre deshalb auch im ureigenen Interesse der Gläubiger gewesen, einen behutsamen und damit erfolgreicherem Konsolidierungskurs einzuschlagen.

<sup>1</sup> Erceg und Lindé (2013) zeigen im Rahmen eines Neukyenesianischen DSGE-Modells die Vorteile einnahmeseitiger Maßnahmen zur Konsolidierung in einem tiefen Abschwung.

ABBILDUNG BOX 2.3

### Primärüberschuss und Schuldenstandsquote

Diverse Szenarien



<sup>1</sup> ohne Einmaleffekte.

<sup>2</sup> inklusive Einmaleffekte und Bestands-Fluss-Anpassungen.

Quelle: Gechert und Rannenberg (2015).





Alle IMK-Publikationen finden Sie auch online unter:  
[http://www.boeckler.de/imk\\_2733.htm](http://www.boeckler.de/imk_2733.htm)

Almunia, M. / Bénétrix, A. S. / Eichengreen, B. / O'Rourke, K. H. / Rua, G. (2010): From Great Depression to Great Credit Crisis: Similarities, Differences and Lessons. In: *Economic Policy* Bd. 25, H. 62, S. 219-265.

Batini, N. / Callegari, G. / Melina, G. (2012): Successful Austerity in the United States, Europe and Japan. IMF Working Paper Nr. WP12/190.

Blanchard, O. / Leigh, D. (2013): Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers. IMF Working Paper Nr. WP13/1.

Born, B./ Müller, G./ Pfeiffer, J. (2015): Does austerity pay off? CEPR Discussion Paper 10425.

Bundesministerium der Finanzen (2012): Konsolidierung und Reformen für nachhaltiges Wirtschaftswachstum. Monatsbericht des BMF November 2012, S. 6-19.

Christiano, L. J. / Eichenbaum, M. / Rebelo, S. (2009): When is the Government Spending Multiplier Large? NBER Working Paper, Nr. 15394.

Corsetti, G./ Kuester, K./ Meier, A./ Müller, G. J. (2013): Sovereign Risk, Fiscal Policy, and Macroeconomic Stability. In: *The Economic Journal*, Bd. 123, F99–F132.

Cottarelli, C./ Jaramillo, L. (2012): Walking hand in hand: Fiscal policy and growth in advanced economies. IMF Working Paper Nr. WP/12/137.

Draghi, M. (2014a): Unemployment in the euro area. Speech at the annual central bank symposium, Jackson Hole, 22. August 2014.

Draghi, M. (2014b): Monetary policy in the euro area. Opening keynote speech at the Frankfurt European Banking Congress, Frankfurt/M., 21 November 2014.

Draghi, M. (2015a): Introductory statement to the press conference, Frankfurt/M., 22. Januar 2015.

Draghi, M. (2015b): Introductory statement to the press conference. Frankfurt/M., 5. März 2015.

Draghi, M. (2015c): Foreword to the ESRB report on the regulatory treatment of sovereign exposures. European Systemic Risk Board, Frankfurt.

ECLM / IMK / OFCE (2012): Independent Annual Growth Survey 2013, Brüssel.

Eggertsson, G. B. (2009): What Fiscal Policy Is Effective at Zero Interest Rates? Federal Reserve Bank of New York Staff Report, Nr. 402.

Erceg, C. J./ Lindé, J. (2013): Fiscal consolidation in a currency union: Spending cuts vs. tax hikes. In: *Journal of Economic Dynamics and Control*, Bd. 37, H. 2, S. 422-445.

Europäische Kommission (2015): Making the best use of the flexibility within the existing rules of the Stability and Growth Pact. COM (2015) 12.

Europäische Zentralbank (2015): Wirtschaftsaussichten für China: Risiken, Reformen und Herausforderungen. In: EZB Wirtschaftsbericht 1/2015, S. 22–24.

Europäischer Rat (2014): Schlussfolgerungen des Europäischen Rates (Tagung vom 26./27. Juni 2014), EUCO 79/14.

Gechert, S. (2015): What fiscal policy is most effective? A meta-regression analysis. In: *Oxford Economic Papers*, (im Erscheinen).

Gechert, S. / Rannenberg, A. (2014): Are Fiscal Multipliers Regime-Dependent? A Meta Regression Analysis. IMK Working Paper Nr. 139.

Gechert, S. / Rannenberg, A. (2015): The Costs of Greece's Fiscal Consolidation. IMK Policy Brief, März.

Gechert, S. / Hughes Hallett A. / Rannenberg, A. (2015): Fiscal multipliers in downturns and the effects of Eurozone consolidation. CEPR Policy Insight Nr. 79.

Giannitis, T. / Zografakis, S. (2015): Greece Solidarity and Adjustment in Times of Crisis. IMK Study Nr. 38.

**Girouard, N. / André, C. (2005):** Measuring cyclically adjusted budget balances for OECD Economies. OECD Economics Department Working Paper, Nr. 434.

**Horn, G. / Gechert, S. / Herzog-Stein, A. / Rannenberg, A. / Rietzler, K. / Tober, S. (2015):** Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2015 - Wirtschaftspolitik unter Zwängen. IMK Report Nr. 102.

**Horn, G.A. / Lindner, F. / Niechoj, T. (2011a):** Schuldenschnitt für Griechenland – ein gefährlicher Irrweg für den Euroraum. IMK Report Nr. 63.

**Horn, G. / Lindner, F. / Niechoj, T. / Truger, A. / Will, H. (2011b):** Voraussetzungen einer erfolgreichen Konsolidierung Griechenlands. IMK Report Nr. 66.

**Initiative Neue Soziale Marktwirtschaft (INSM) (2014):** Ostdeutschland vor massivem Beschäftigungsabbau - Durch den Mindestlohn gehen bis zu 570.000 Arbeitsplätze verloren. Pressemeldung vom 3. Dezember 2014, <http://www.insm.de/insm/Presse/Pressemeldungen/pressemeldung-mindestlohn-beschaefigungsabbau.html>, aufgerufen am 27.03.2015.

**IWF (2015):** Cross Currents. World Economic Outlook Update, January 2015.

**Krugman, P. (2010):** Self-defeating Austerity. New York Times Column vom 07.07.2010. <http://krugman.blogs.nytimes.com/2010/07/07/self-defeating-austerity/>, aufgerufen am 13.03.2015.

**Monokroussos, P. / Thomakos, D. (2013):** Greek fiscal multipliers revisited. In: Eurobank Research Economy & Markets, Bd. 8, H. 3, S. 1-29.

**Murray, S. (2010):** Cutting Off Unemployment Benefits Could Worsen Deficit. Wall Street Journal blog vom 07.07.2010. <http://blogs.wsj.com/economics/2010/07/07/cutting-off-unemployment-benefits-could-worsen-deficit/>, aufgerufen am 13.03.2015.

**OFCE / IMK / ECLM (2013):** Simulation of the investment plan. In: Independent Annual Growth Survey 2014. Brüssel, S. 123-125.

**Rannenberg, A. / Schoder, C. / Strasky, J. (2014):** The macroeconomic effects of the European Monetary Union's fiscal consolidation from 2011 to 2013: A quantitative assessment, <https://drive.google.com/file/d/0Bxj4h79w1iaHUmFzUUtVbXc0STg/edit>, aufgerufen am 26.03.2015.

**Rürup, B. (2015a):** Inflation: Zwei Prozent sind zu viel. Handelsblatt Research Institute, Düsseldorf, 20.02.2015.

**Rürup, B. (2015b):** Im Sinne des Mandats. Handelsblatt, Düsseldorf, vom 09.03.2015, S. 12.

**Sachverständigenrat für die Begutachtung der wirtschaftlichen Entwicklung (SVR) (2014):** Mehr Vertrauen in Marktprozesse. Jahresgutachten 2014/15, Wiesbaden.

**Stark, J. (2014):** Die EZB auf dem Weg zur Bad Bank. Handelsblatt vom 09.09.2014, S. 12.

**Tober, S. (2015):** Staatsanleihen der Euroländer – Wege aus der Vertrauenskrise. In: Kromphardt, J. / Hagemann H. (Hrsg.): Für eine bessere gesamteuropäische Wirtschaftspolitik. Schriften der Keynes-Gesellschaft, Band 8. Metropolis-Verlag, Marburg S. 21–41.

**Trichet, J.-C. (2010):** Stimulate no more – it is now time for all to tighten. Financial Times vom 22.07.2010.

**Truger, A. (2015):** Implementing the Golden Rule for Public Investment in Europe. Safeguarding Public Investment and Supporting the Recovery. Study for the Austrian Chamber of Labour, Division of Economics and Statistics, Vienna.

**Watt, A. (2015):** Is Greek Debt Really Unsustainable? Social Europe Occasional Paper Nr. 6.

**Weidmann, J. (2013):** Investitionen in Staatsanleihen nicht länger regulatorisch begünstigen. Financial Times vom 01.10.2013.

**Wren-Lewis, S. (2015):** Greece and primary surpluses, mainly macro blogspot, vom 24.02.2015. <http://mainlymacro.blogspot.de/2015/02/greece-and-primary-surpluses.html>, aufgerufen am 13.03.2015.

Abgeschlossen am 25. März 2015

---

## Impressum

**Herausgeber:**

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK)  
in der Hans-Böckler-Stiftung,  
Hans-Böckler-Str. 39, 40476 Düsseldorf  
Telefon 0211 7778-331, Telefax 0211 7778-266  
IMK@boeckler.de, <http://www.imk-boeckler.de>

**Redaktionsleitung:** Peter Hohlfeld

**Pressekontakt:** Rainer Jung, 0211 7778-150

**Hans Böckler  
Stiftung** 

Fakten für eine faire Arbeitswelt.

ISSN 1861-3683

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise – nur mit Quellenangabe zulässig.